

In Gold We Trust
Report

20. Mai 2026



Back TO THE Monetary Future

20TH ANNIVERSARY EDITION



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

20 Jahre *In Gold We Trust*-Report

Der Goldstandard der Goldstudien: Zwei Jahrzehnte Evolution in Denken, Reichweite und Wirkung – von fokussierter Edelmetallanalyse hin zu einem umfassenden Makro-Framework. Weltweit geschätzt von Investoren, Analysten und Institutionen, um monetäre Transformation einzuordnen.

20 Jahre monetäre Transformation

Was 2007 als fokussierte Edelmetallanalyse begann, hat sich zu einer globalen Institution entwickelt. Diese Zeitleiste zeigt unsere inhaltliche Evolution – nicht nur steigende Seitenzahlen. Um komplexe moderne Märkte einzuordnen, haben wir unser Kernframework um zentrale Treiber wie De-Dollarization, Bitcoin und Geopolitik erweitert.

Erweiterung des Makro-Frameworks

Silber | Minenaktien | Inflation | Geopolitik
Verschuldung | De-Dollarization | Bitcoin
Rohstoffe | ESG

Komplexität navigieren

Diese sich wandelnden Märkte zu verstehen, erfordert eine disziplinierte Methodik. Wir haben unsere eigenen Research-Modelle und Signature Ratios weiterentwickelt, um makroökonomisches Rauschen zu filtern und die moderne Investmentlandschaft frühzeitig einzuordnen.

Proprietäres Research-Framework

MODELLE

Gold Price Model
The New 60/40 Portfolio
Optimal Gold Allocation
Active Aurum-Signal
Recession Phase Model
Inflationssignal
World Gold Price

SIGNATURE RATIOS (GOLD)

Wiesnbier-Ratio
Skiticket-Ratio
Porsche-Ratio
iPhone-Ratio



2007

Erste Ausgabe von
Ronald-Peter Stöferle



2017

IGWT-Chartbook



2022

IGWT Monthly
Gold Compass



2013

Mark Valek
wird Co-Autor



2019

IGWT Special
Publications



2024

IGWT-Report
Print Version



2014

IGWT-Report
Compact Version



2021

IGWT-Nuggets



2025

Japanische
Version

Unterstützt von Branchenführern

Der *In Gold We Trust*-Report bleibt kostenlos verfügbar – ermöglicht durch die kontinuierliche Unterstützung unserer Premium-Partner, der Crème de la Crème der Goldbranche.



5

Sprachen



3.000+

Charts & Tabellen



60+

Mitwirkende



5.000+

geschriebene Seiten

Report-Wachstum & Goldpreis (2007–2026)

— Goldpreis (USD)
- - - Seiten (Anzahl/Jahr, EN)
— Charts & Tabellen (Anzahl/Jahr)

4.623 USD

Stand: 30. April 2026

▲ +590%

SEITEN, 2026

460+

▲ 1.991%

CHARTS, 2026

330+

▲ 1.275%

2007

670 USD

22 SEITEN

24 CHARTS

2026

20 Jahre Evolution
20 Jahre unabhängiges Research

Die Welt verändert sich. *In Gold We Trust* entwickelt sich weiter.

Entdecken Sie 20 Jahre Erkenntnisse und die Ausgabe 2026.

Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung des
In Gold We Trust-Reports 2026

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie ab Seite 480.


AGNICO EAGLE

 **ARGENTA SILVER**


asante
 GOLD CORPORATION

BARRICK

 **Caledonia Mining Corporation PLC**

 **CERRO DE PASCO RESOURCES**

 **ELEMENTAL ROYALTY**

 **Elementum[®] INTERNATIONAL AG**

 **ENDEAVOUR MINING**

Endeavour SILVER 

 **EQUINOX GOLD**


FIRST MAJESTIC
 SILVER CORP.

 **FIRST MINING GOLD**

 **Fortuna Mining**

 **HARMONY[™]**

KINROSS

 **LUCA Mining Corp.**


McEWEN INC.
 NYSE: MUX TSX

 **Mineros**


MÜNZE ÖSTERREICH

 **Newmont[™]**

NORTHPEAK

 **OGUSSA**

 **PAN AMERICAN SILVER**

 **PINNACLE SILVER & GOLD CORP.**

 **ROYAL GOLD, INC.**

 **Solit**

Sprott


TUDOR GOLD

 **U.S. GOLD CORP.**

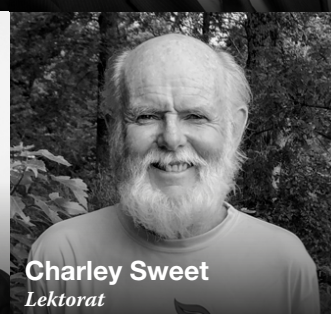
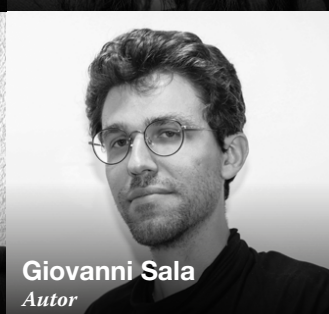
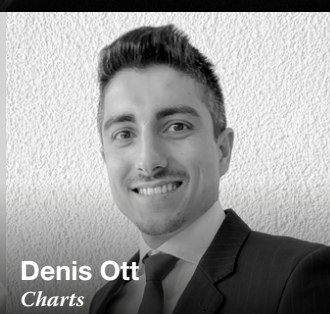
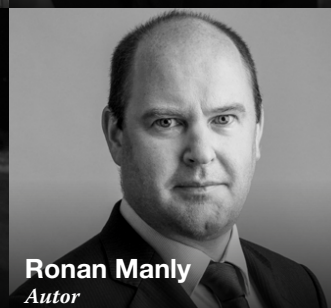
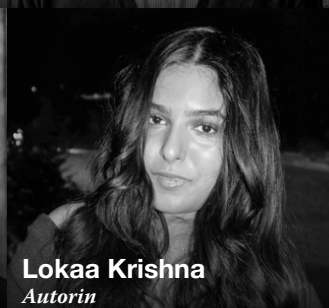
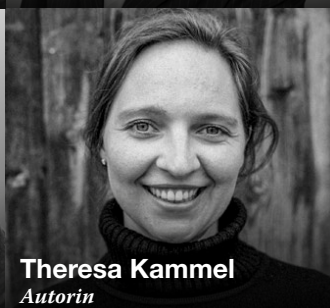
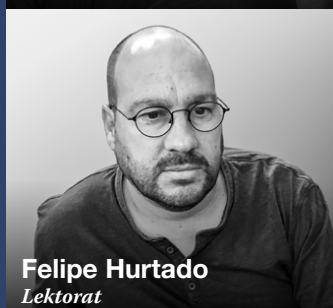
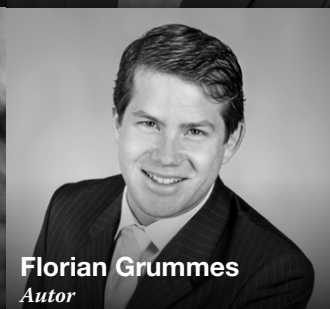
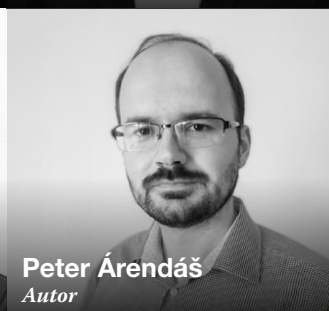
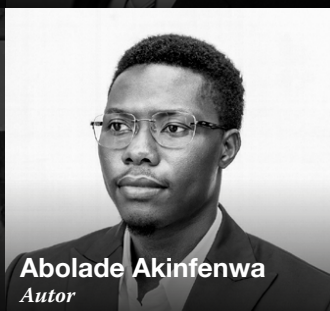
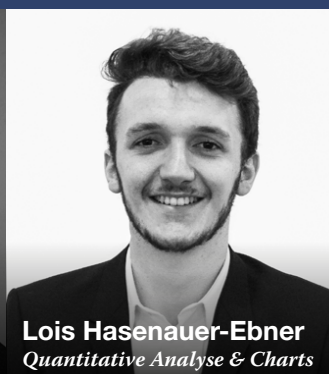

VON GREYERZ

IGWT Report

Kontakt: Sound Money Capital AG, Industriering 21, FL-9491 Ruggell, Fürstentum Liechtenstein | contact@soundmoneycapital.com

Disclaimer: Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum co-gebrandet. Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen). Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert. Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden *In Gold We Trust*-Reports ist die Sound Money Capital AG.

Copyright: 2026 Sound Money Capital AG. All rights reserved.



Das In Gold We Trust-Team

Back to the Monetary Future

Einleitung: Back to the Monetary Future	8
Status quo von Gold	26
Status quo des Goldes im Vergleich zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen	36
Status quo der Verschuldung	46
Status quo der Inflationsdynamik	66
Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots	90
Status quo von Gold – Fazit	106
Renaissance der Goldallokation	120
Gold und Geopolitik	
Zwei Systeme, eine Welt: Der Kampf um die Zukunft der globalen Währungsordnung	152
<i>Shovels, Not Spreadsheets</i> – Eine Debatte zwischen Luke Gromen und Craig Tindale	172
Gold und das Ende des US-Dollar-Standards	180
Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders <i>Heartland</i> -Theorie	200
Gold-Panorama	
Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung	218
Zurück zu den Gründervätern: Dr. Shelton über die Zukunft des US-Dollars	234
Die Digitalisierung von Gold: Tokenisierung, Finanzinfrastruktur und Vertrauen	244
Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird	254
Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold	282
Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des größten Goldmarktes der Welt	300
Der Kollaps des Rohstoff-Betas	320
Performance-Gold	
Bitcoins Rolle in der Zukunft des Geldes	344
Silber nach dem Höhenflug: „Stairway to Heaven“ oder „Highway to Hell“?	368
Die KI hält Einzug in den Minensektor	388
Innovieren oder untergehen: Der Minensektor am Scheideweg	398
Der Corporate Gold Standard: Warum Miner ihre eigenen Edelmetalle halten sollten	410
Gold- und Silberminer: Vom Problemkind zum Musterschüler	422
Technische Analyse	442
Quo vadis, aurum?	458
Über uns	478
Premium-Partner	480

Die Druckversion des
In Gold We Trust-Reports 2026
können Sie **hier** erwerben.

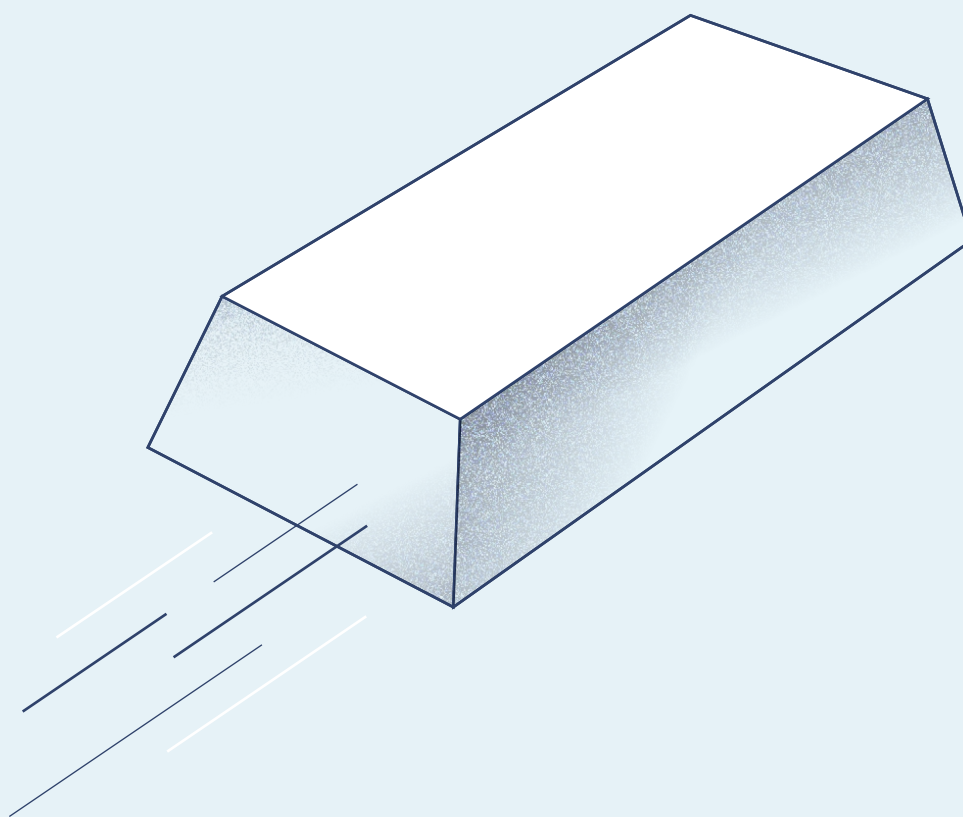




Back to the Monetary Future

Einleitung: Back to the Monetary Future	8
„Back to the Monetary Future“ beschreibt die Quintessenz von 20 Jahren <i>In Gold We Trust</i> -Report: Die Zukunft des Geldes liegt in seiner Vergangenheit. Die Remonetarisierung von Gold ist voll in Gange.	
Status quo von Gold	26
Unser konservatives Dekaden-Kursziel von 4.800 USD wurde vorzeitig erreicht. Mit +65 % (USD) erzielte Gold das stärkste Plus seit 1979. Auf USD-Basis liegt das CAGR seit 2000 bei 9,8 %, auf EUR-Basis bei 9,5 %. Gold schlägt damit nahezu jede andere Anlageklasse.	
Status quo des Goldes im Vergleich zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen	36
Der Goldbullenmarkt ist auf Granit, nicht auf Sand gebaut: Die relative Stärke gegenüber Aktien, Anleihen und Rohstoffen bestätigt, dass der Bullenmarkt intakt ist. Gold ist nicht länger nur Versicherungspolice, sondern der Renditebringer.	
Status quo der Verschuldung	46
Die globale Staatsverschuldung klettert unaufhaltsam nach oben und nähert sich der 100 %-Marke. Selbst der Primärsaldo vieler Industriestaaten ist (tief)rot, mittlerweile auch in Deutschland. Angesichts der Polykrise der Gegenwart ist keine Trendwende in Sicht.	
Status quo der Inflationsdynamik	66
Mit dem Ausbruch des Iran-Kriegs droht eine neue Inflationswelle. In den USA lag die Inflation schon davor weiterhin auf einem erhöhten Niveau. Falke oder Taube? Der neue Fed-Vorsitzende Kevin Warsh kündigt einen „Regime Change“ an.	
Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots	90
Mit 863 t kauften die Zentralbanken 2025 zwar weniger als in den Jahren 2022–2024, aber weiterhin deutlich mehr als vor dem Ukraine-Krieg. Die Investmentnachfrage legte kräftig zu. Mit 3.672 t verzeichnete die Goldförderung einen neuen Rekordwert.	
Status quo von Gold – Fazit	106
Fünf Säulen tragen den Goldbullenmarkt: die rapide Verschlechterung der Staatsfinanzen, das zunehmende Anti-USD-Sentiment, die erodierende Glaubwürdigkeit der Federal Reserve, die wachsende Rolle institutioneller Investoren und die Inflationsvolatilität.	
Renaissance der Goldallokation	120
Gold wurde von Notenbanken und privaten Investoren wiederentdeckt, im historischen Vergleich sind die Goldallokationen aber noch sehr niedrig. Das <i>IGWT Gold Allocation 2045 Model</i> prognostiziert bis 2045 einen Goldpreis von bis zu 20.800 USD.	

Einleitung: Back to the Monetary Future



Key Takeaways

- Der *In Gold We Trust*-Report feiert seine 20. Ausgabe. Als 2007 der erste Report veröffentlicht wurde – damals noch unter der Ägide der Erste Group –, stand Gold bei rund 670 USD. Seither hat sich der Goldpreis fast versiebenfacht – und unsere Kernthesen haben sich bestätigt.
- Das Leitmotiv „*Back to the Monetary Future*“ beschreibt die Quintessenz von zwanzig Jahren Goldmarkt-Analyse: Die Zukunft des Geldes liegt in seiner Vergangenheit. Die währungs- und geldpolitischen Weichenstellungen von 1971, 2008 und 2020 bestimmen, was heute an den Märkten geschieht.
- Die *Pax Americana*, jene politische, militärische, ökonomische und vor allem monetäre Ordnung, die seit 1945 das globale System prägt, neigt sich ihrem Ende zu.
- Der Bullenmarkt der vergangenen Jahre wurde getragen von goldaffinen Schwellenländern und vom schwindenden Vertrauen in die internationale Ordnung. Erneute Inflationswellen im Westen könnten weitere, substantielle Nachfrage freisetzen.
- Bullenmarkt, (noch) keine Bubble: Die im *In Gold We Trust*-Report 2020 ausgerufene „Goldene Dekade“ ist in vollem Gange. Der Goldpreis ist seither in US-Dollar um 165 % gestiegen. Gemäß Dow-Theorie befinden wir uns inmitten der Public-Participation-Phase – der dynamischsten Phase des säkularen Bullenmarktes.

The future looks like a past that feels very far gone...

Bridgewater Associates

Als wir im Mai 2007 die erste Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports mit gerade einmal 22 Seiten Länge veröffentlichten, war die Welt noch eine andere: George W. Bush regierte im Weißen Haus, Italien war amtierender Fußballweltmeister, Netflix verschickte DVDs per Post, und das gerade erst von Steve Jobs vorgestellte iPhone war noch nicht im Handel erhältlich. Eine Unze Gold notierte bei rund 670 USD, die US-Staatsverschuldung lag bei knapp 9 Bill. USD oder rund 60 % des BIP.

» *There is no humorist like history.*
Will Durant

Den Begriff „Subprime“ kannte außerhalb einiger Hedgefonds-Büros in Connecticut praktisch niemand, und die Federal Reserve unter Ben Bernanke galt als unfehlbare Hüterin der Preisstabilität. Dass Notenbanken dereinst Billionen aus dem Nichts schaffen, Zinsen unter null drücken und Staatsanleihen kaufen würden, hätte man als monetäre Science-Fiction abgetan. Und dass ausgerechnet ein anonymen Autor mit einem neunseitigen Whitepaper ein digitales Pendant zu Gold erschaffen würde, lag jenseits jeder Vorstellungskraft.

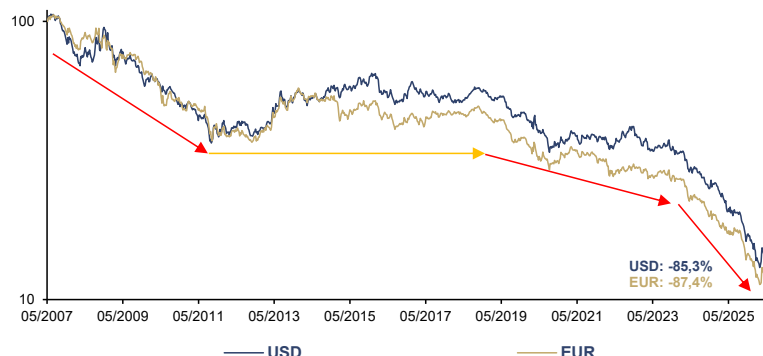
» *The future has many names. For the weak, it is the unattainable. For the fearful, it is the unknown. For the bold, it is the opportunity.*
Victor Hugo

Und wenn wir in unseren frühen *In Gold We Trust*-Reporten auf die Österreichische Schule der Nationalökonomie verwiesen, ernteten wir nicht selten fragende Blicke, so als würden wir von einer obskuren alpenländischen Sekte berichten. Zwei Jahrzehnte und mehrere Kreditzyklen später sind Begriffe wie Cantillon-Effekt, Malinvestments und Zeitpräferenz längst im Mainstream angekommen. Diese Entwicklung verdanken wir nicht zuletzt Satoshi Nakamoto: Dank Bitcoin verstehen heute mehr 20-Jährige das Wesen des Fiat-Geldes, als es manchem Zentralbanker lieb sein dürfte.

» *We are at the point of history where most April Fool's jokes are indistinguishable from totally real things that happen regularly now.*
Lyn Alden

Zwanzig Ausgaben, mehr als 5.000 Seiten und einen Goldpreisanstieg von fast 600 % später befinden wir uns in einer Realität, die Doc Brown, der schusselig-sympathische Wissenschaftler aus der bekannten Film-Trilogie „Zurück in die Zukunft“, als „alternative Zeitlinie“ bezeichnen würde. Die *Pax Americana*, jene politische, militärische und vor allem monetäre Ordnung, die seit 1945 das globale System prägt, neigt sich ihrem Ende zu. **Der Zerfall des institutionellen Vertrauens – in Regierungen, Zentralbanken und das Fiat-Geldsystem selbst – ist zur zentralen Triebkraft des Goldpreises geworden.**

USD und EUR (log), in Gold, 100 = 05/2007, 05/2007–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Das Leitmotiv unserer Jubiläumsausgabe „*Back to the Monetary Future*“ ist mehr als eine cineastische Verbeugung vor einem Kultfilm unserer Kindheit: Es ist eine These. So wie Marty McFly in „Zurück in die Zukunft“ erkennen musste, dass man die Vergangenheit verstehen muss, um die Gegenwart zu reparieren, so lehrt uns die Geldgeschichte: **Die Zukunft des Geldes liegt in seiner Vergangenheit.**

Back to the Future of Trust: Vertrauen als monetäres Fundament

Im Kern des Prozesses, den wir seit 2007 dokumentieren, steht die zentrale Bedeutung des Vertrauens. Es ist der immaterielle Kitt, der Ordnungen zusammenhält, Kooperation ermöglicht und die Zukunft planbar erscheinen lässt. Tony Deden, einer der scharfsinnigsten Denker unserer Zeit, nennt es den „unsichtbaren Hebel“ – eine Form von Kapital, wertvoller als jede Bilanzposition. Ohne Vertrauen keine Beziehungen, kein Kredit, kein Wirtschaften, kein Geld.

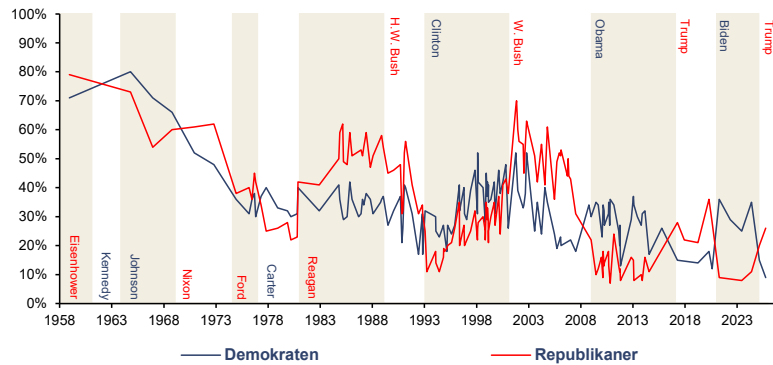
Dass wir 2019 das Wort „Vertrauen“ explizit in den Titel aufnahmen – „*Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion*“ –, war daher kein Zufall. Es griff lediglich auf, was ohnehin seit dem allerersten Report 2007 im Kopftitel prangt: *In Gold We Trust*. Diese Vertrauenserosion hat sich seither nicht verlangsamt, sondern eher beschleunigt. Vertrauen lässt sich über Jahrzehnte aufbauen – und in Sekunden verspielen. Diese Asymmetrie ist das eigentliche Risiko. Vertrauen erodiert schleichend, in homöopathischen Dosen, bis ein Kipppunkt erreicht ist und es plötzlich verspielt ist. „Gradually, then suddenly“ – Hemingway hätte die Dynamik kaum treffender beschreiben können.

Wie sehr der gesellschaftliche Konsens schwindet, zeigt die politische Polarisierung in den USA. Auf den Wahlsieg Donald Trumps folgte nur ein Jahr später der ebenso deutliche Sieg Zohran Mamdani in New York, eines Kandidaten vom linken Flügel der Demokraten. Leistbarkeit war in beiden Fällen das bestimmende Thema, doch die politischen Rezepte der jeweiligen Sieger könnten unterschiedlicher kaum sein. Der Verteilungskampf ist längst keine abstrakte Theorie mehr, er ist ein zentrales Thema der Tagespolitik. Historische Parallelen zum *Gilded Age* des späten 19. Jahrhunderts drängen sich auf: Solche Ungleichheitsspitzen gingen meist großen politischen Umbrüchen oder tiefen Marktkorrekturen voraus.

„*Trust is not a soft asset. It is the core operating system of civilisation – the silent architecture that makes markets function, communities survive, and promises hold.*“

Tony Deden

Vertrauen in Regierung, 01/1958–12/2025



Quelle: Pew Research Center, National Election Studies, Gallup, ABC/Washington Post, CBS/New York Times, CNN, Incrementum AG



„Das Volk klagt über Inflation, aber es unterstützt begeistert politische Maßnahmen, die nur mit Inflation verwirklicht werden können.“

Ludwig von Mises

Doch Vertrauen ist nicht nur die Währung der Politik, sondern auch das Fundament jeder Geldordnung. Der aktuelle Vertrauensverlust ist mehr als ein gesellschaftlicher Befund. Denn Vertrauen ist, wie Ludwig von Mises erkannte, die unsichtbare Infrastruktur jedes Geldsystems. Erachten die Bürger die Versprechungen des Staates – darunter die Wertstabilität des Geldes – nicht mehr als glaubwürdig, steigt die Umlaufgeschwindigkeit: Man hält Papiergeld kürzer, flüchtet in Sachwerte, verlangt höhere Risikoprämien. **Vertrauen, so unsere Lesart, wird derzeit neu bepreist – und der Markt fällt sein Urteil in Unzen.**

Der geopolitische Showdown und Golds Margin Call

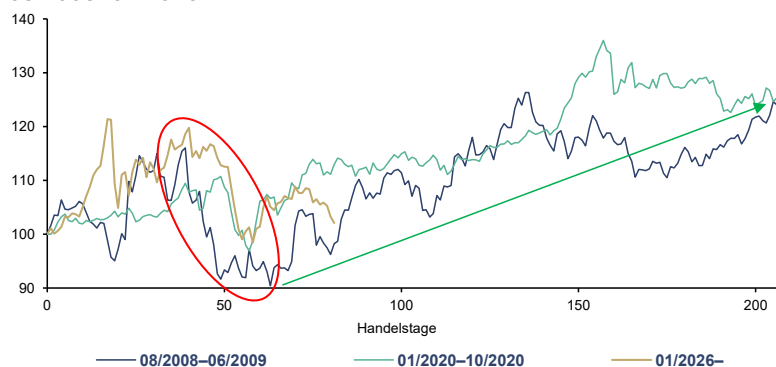
Nach der fulminanten Rally der vorangegangenen Quartale war eine Konsolidierungsphase nicht nur wahrscheinlich, sondern markttechnisch überfällig. Den Anstoß lieferte ausgerechnet jenes Ereignis, das nach Lehrbuch das Gegenteil hätte bewirken müssen: die Iran-Krise. Während ein Großteil der Marktteilnehmer auf einen weiteren Preissprung speulierte, kippte der Markt in die andere Richtung – der Krieg wurde nicht zum Brandbeschleuniger, sondern zum Auslöser einer gesunden Bereinigung. Keine Aufwärtsbewegung verläuft linear; auch strukturelle Bullenmärkte benötigen Phasen der Bereinigung, der Positionsanpassung und des Sentimentabbaus. **Seit der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Reports 2025 „The Big Long“ notiert Gold ungeachtet dieser Korrektur fast 40 % höher.**

„If you're first out the door, that's not called panicking.“

John Tuld, Margin Call

Der Goldpreis verlor im März 2026 in absoluten Zahlen so viel wie nie zuvor in einem einzigen Monat: 611 USD, ein Drawdown von 27 % vom Allzeithoch. Der Mainstream erklärte erwartungsgemäß den sicheren Hafen für gescheitert. Doch wer den Mechanismus versteht, erkennt ein vertrautes Muster: Gold wird in akuten Finanzstress-Phasen nicht *trotz*, sondern *wegen* seiner hohen Liquidität verkauft. Exakt dasselbe Muster sahen wir im Oktober 2008 mit einem Minus von 29 %, als die Lehman-Pleite Margin Calls quer durch alle Assetklassen auslöste, und im März 2020, als in der Anfangsphase der Corona-Pandemie die Liquidierungswelle rollte und Gold um 12 % nachgab.

Gold, in USD, 100 = 08/2008, 01/2020, und 01/2026, in USD,
08/2008–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Die Gleichzeitigkeit zweier Mechanismen macht den jüngsten Einbruch besonders: Erstens kappte die Schließung der Straße von Hormus die Cashflows der Ölproduzenten in der Golfregion, die seit Jahren ihre US-Dollarüberschüsse auch in Gold recycelt hatten. Zweitens erzwang die Eskalation eine Welle von Deleveraging, weil steigende Renditen, anziehende Zinserwartungen und ein festerer US-Dollar Margin Calls auslösten.

Doch gerade hier liegt der entscheidende Punkt: **Die Reaktionsfunktion der Notenbanken auf genau diese Stressesequenz ist der eigentliche Goldkatalysator.** Die beiden Drawdowns 2008 und 2020 markierten nicht das Ende der Goldrally, sondern den Startpunkt der nächsten Aufschwungphase. Ein gutes Omen für 2026?

Denn was auf den Stress im Finanzsystem folgte, war immer dasselbe: mehr Liquidität. Die Maßnahmen reichten von Yield Curve Control über erneutes QE bzw. QQE, finanzielle Repression und weitere fiskalische Stimuli bis hin zu noch extremeren Vorschlägen wie MMT oder Helikoptergeld. Sollte sich die Stresssituation verfestigen oder verschärfen, ist der Einsatz einer oder mehrerer dieser Instrumente nur eine Frage der Zeit – begleitet von der weiteren Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik.

Auf den Lehman-Schock folgte QE1 bis QE3 und eine Verdreifachung des Goldpreises. Auf den Corona-Crash folgte eine beispiellose fiskalische und monetäre Expansion und ein Anstieg des Goldpreises um über 70 %. Die Transmissionssequenz – Energieschock → Inflationsschock → Staatsanleihen-Stress → Kreditneubewertung → Zwangsliquidierung → Notenbankintervention – ist ein sich selbst verstärkender Kreislauf. Und Gold profitiert an jeder Station: als Inflationsschutz, als Sicherheit und ultimativ als neutraler Reservewert außerhalb der Entwertungsspirale.

Die liquiditätsgetriebenen Rücksetzer des Goldes sind keine Widerlegung der These, sie sind Kaufgelegenheiten, die von der These selbst generiert werden. März 2026 war ein monetärer Stresstest. Gold hat ihn bravurös bestanden.

” *No snowflake thinks it started the avalanche.*

Boaz Weinstein

” *You have to choose between trusting to the natural stability of gold and the natural stability of the honesty and intelligence of the members of the government. And, with due respect to these gentlemen, I advise you, as long as the capitalist system lasts, to vote for gold.*

George Bernard Shaw

Die Transmissionssequenz

Energieschock → Inflation → Anleihedruck → Kreditneubewertung → Zwangsverkäufe → Intervention



Sechs Gründe für den historischen Ausverkauf

01 Dollar schoss nach oben Ölpreissprung → USD-Knappheit	02 Restriktive Fed Zinssenkungen ausgepreist, Renditen sprangen an	03 Ölpreisschock 108 USD bestätigten den restriktiven Kurs
04 Erzwungene Liquidation Geldflüsse aus der Golfregion unterbrochen	05 Überfüllter Trade wurde aufgelöst Konsens-Longpositionen wurden zur Liquiditätsbeschaffung verkauft	06 Pipeline unterbrochen Schließung der Dubai-Route

Gold profitiert in jeder Phase der Sequenz

Liquiditätsbedingte Rücksetzer sind Kaufgelegenheiten – keine Widerlegung der These.

Quelle: MiningVisuals, Incrementum AG

Die Ilias unserer Zeit: Eine Weltordnung im Umbruch

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

Alexander Chartres

„R.I.P. Pax Americana, 1945–2025.“ – so die knappe Grabinschrift von Alexander Chartres. Wie die kommende Weltordnung aussehen wird, ist offen. Klar erkennbar ist vorerst der Charakter der Übergangsphase: Wir befinden uns in einem Interregnum, in dem die alte Ordnung an Bindekraft verliert, während die neue noch nicht definiert ist. Geprägt ist diese Zwischenphase von erhöhter Volatilität, multipolarer Machtverteilung und unverhohlenem Imperialismus. Nach Jahrzehnten steigender Arbeitsteilung und stetiger Kapitaloptimierung wird harte Macht zur entscheidenden Währung: Energie, Metalle, Halbleiter, Rüstungsgüter.

Dass Raum, Ressourcen und Machtzentren die Weltordnung prägen, formulierte bereits Halford Mackinder in seiner Heartland-Theorie: Wer die eurasische Landmasse kontrolliert, prägt die globale Ordnung.¹ Bereits der Krieg zwischen Russland und der Ukraine seit 2022 hat diese alte geopolitische Grammatik schlagartig in die

¹ Siehe Kapitel „Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders Heartland-Theorie“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Gegenwart zurückgeholt. Zugleich zeigt sich, dass Konflikte längst nicht mehr regional isoliert bleiben, sondern Energiepreise, Lieferketten und Kapitalflüsse weltweit erschüttern.

Nun rückt auch der Iran in den Fokus dieser tektonischen Verschiebungen.

Niall Ferguson liefert den historischen Rahmen. Seine Kernthese: Die Zeit steht nicht auf der Seite eines überdehnten Hegemons, weil die ökonomischen Kosten eines Krieges schneller steigen als dessen strategische Erträge. Ferguson zieht die Parallele zur Suez-Krise 1956: Nicht die sowjetische Bedrohung zwang Premierminister Anthony Eden zum Einlenken, sondern ökonomische Zwänge.

Eine eskalierende Iran-Krise könnte daher zu einem Suez-Moment für die USA werden – und jenen monetären Rubikon markieren, an dem sich das Petrodollar-System schrittweise dem Petroyuan oder gar Petrogold annähert. Akzeptiert Teheran im Ölexport künftig ausschließlich Renminbi, ist der 1973 etablierte Eckpfeiler der US-Dollar-Hegemonie endgültig brüchig; regionale Mächte würden sich einer Iran-China-Russland-Achse zuwenden, die Straße von Hormus würde so vom geopolitischen Nadelöhr zum geoökonomischen Wendepunkt. Der überraschende und umgehend vollzogene Austritt der Vereinigten Arabischen Emirate aus der OPEC per Anfang Mai erschüttert eine weitere lang etablierte Institution – mit unklaren Folgen.

Was als Reihe isolierter Schocks begann – Sanktionen, eingefrorene Reserven, Zollkriege –, verdichtet sich zu einer strukturellen Neubepreisung des gesamten Währungsgefüges. Peking, so Ferguson, wird jede Krise nutzen, um seine parallele Finanz- und Zahlungsinfrastruktur via Petroyuan-Handel und digitale Zentralbankwährungsbrücken zum Nahen Osten auszubauen. Die Abkehr vom US-Dollar vollzieht sich nicht als Klippe, sondern als Gefälle – und jede Krise erhöht die Neigung.

Jahrzehntelang beruhte die internationale Ordnung auf Freihandel, freiem Kapitalverkehr und global integrierten Lieferketten, gerahmt von US-Hegemonie und US-Dollar-Hegemonialität. Dieses Geflecht aus Vertrauen, Verträgen und stillen Übereinkünften hat tiefe Risse bekommen. Die Märkte treten in ein neues Regime ein, definiert von Geopolitik und einer Neuordnung der globalen Handelsbeziehungen. Stefan Zweigs *Welt von Gestern* – jene Ordnung, deren Beständigkeit ihre Bewohner für selbstverständlich hielten, bis sie über Nacht verschwand – ist als Metapher leider so aktuell wie nie.

Stefan Zweigs „Welt von Gestern“ – jene Ordnung, deren Beständigkeit ihre Bewohner für selbstverständlich hielten, bis sie über Nacht verschwand – ist als Metapher so aktuell wie nie.

„The US government is trying to stop free markets from appropriately pricing the Iran war, while maintaining the illusion of free markets, and hoping the war will be over before physical reality makes this obvious to investors.“

Luke Gromen

„Alle Werte waren verändert und nicht nur im Materiellen, die Verordnungen des Staates wurden verlacht, keine Sitte, keine Moral respektiert.“

Stefan Zweig, „Die Welt von Gestern“

Wenn (Geo-)Politik inflationär wird

Die Marktkonsequenzen der Iran-Krise sind bereits sichtbar – und strukturell stagflationär. Brent-Rohöl hat die Marke von 110 USD/Barrel zwischenzeitlich durchbrochen. Die IEA spricht von der größten Angebotsunterbrechung in der Geschichte des globalen Ölmarktes: Rund 20 % des weltweiten Seehandels mit Öl sowie erhebliche LNG-Volumen sind betroffen.

Es ist exakt jener stagflationäre Cocktail, vor dem wir im *In Gold We Trust*-Report 2022 „Stagflation 2.0“ gewarnt haben: ein angebotsseitiger Energieschock, der auf eine Volkswirtschaft trifft, die bereits chronisch ausgelaugt ist. Selbst wenn der akute Nahostkonflikt kurzfristig entschärft oder gar nachhaltig gelöst wird, sehen wir ein strukturell höheres Preisniveau für Energie – einen „higher structural floor“, der auch nach Konfliktende bestehen bleibt.

„Stagflation ... is, of course, a very difficult thing because anything you do with interest rates will hurt one side or the other – either the inflation mandate or the employment mandate.“

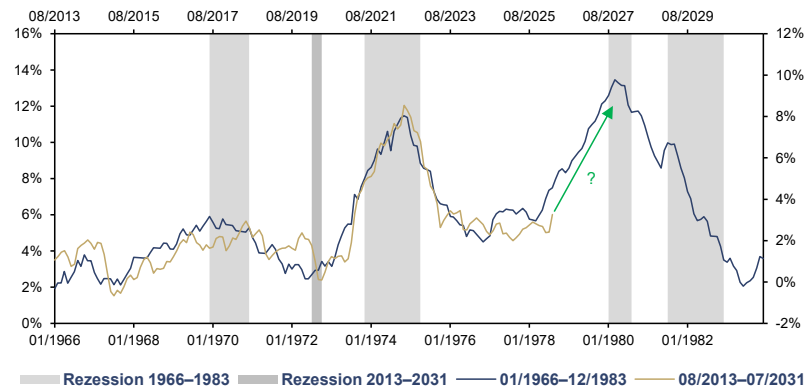
Jerome Powell

„Inflation is a choice.

Kevin Warsh

Weiterhin schließen wir nicht aus, dass uns, wie in den 1970er-Jahren, eine zweite Inflationswelle bevorsteht. Wenn wir den Verlauf der Inflation der 1970er-Jahre als Orientierung für den künftigen Inflationsverlauf heranziehen, so kann die Vergangenheit weiterhin eine gute Indikation für die Zukunft bieten. Die Parallelität der Entwicklungen ist jedenfalls frappant.

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



Quelle: Andreas Steno, LSEG, Incrementum AG



„Inflation volatility remains a key character in this Greek tragedy for democratic, free-market capitalism.

Henry Maxey

Doch die inflationären Kräfte wirken nicht nur geopolitisch, sondern auch innenpolitisch. Henry Maxey, CIO von Ruffer, skizziert diese Dimension in seinem Essay „Let Them Have Cake – and Circuses“. Im Zentrum: ein US-Präsident mit dem Rücken zur Wand. Da seine Popularität erodiert und die Kongresswahlen im November zum Tribunal über seine Präsidentschaft werden könnten, greift Donald Trump zum Werkzeugkasten des Populismus: administrativer Zinsdeckel auf Kreditkartenschulden, Aufkauf von 200 Mrd. USD an Mortgage-Backed Securities, Stimulus-Schecks – finanziert durch Zolleinnahmen. Ein ökonomisches Perpetuum Mobile.

Maxey greift einen faszinierenden Gedanken von Fred Hirsch auf, den dieser in „The Political Economy of Inflation“ (1978) ausgeführt hatte: Inflation geht am häufigsten mit dem Zerfall der gesellschaftlichen Statusordnung einher:

It is then no accident that inflation has been most entrenched in societies and periods in which the underlying ideological struggle has been most intense... Put another way, containment of the latent distributional struggle without financial instability requires either sufficient authority or sufficient consensus, on the values or principles underlying the distribution of income and other aspects of income. If established authority weakens before a sufficient consensus or new authority emerges, inflation results.

Die Pointe ist so elegant wie unbequem: Wenn sich Gesellschaften nicht darauf einigen können, wer verlieren soll, übernimmt die Inflation diese Entscheidung – für alle.

„Ich glaube nicht, dass wir je wieder ein wirklich gutes Geld haben werden, bevor wir die Sache dem Staat aus der Hand nehmen.

Friedrich A. von Hayek

Die finale Konsequenz ist bei Ruffer die „DINOsty – Democracy In Name Only“. Was Friedrich A. von Hayek in *Der Weg zur Knechtschaft* als schleichende Aushöhlung liberaler Ordnungen beschrieb, vollzieht sich heute nicht durch Panzer, sondern durch Paragraphen: Der juristische Feldzug gegen den Vorsitzenden der Federal Reserve ist der Vorbote einer systematischen Politisierung des Geldes. Wenn die Unabhängigkeit der Notenbank zur politischen Verhandlungsmasse wird, verschmelzen Innen- und Außenpolitik, Fiskal- und Geldpolitik zu einem einzigen fiskalischen Amalgam – mit Gold als einem der wenigen Aktiva, das sich weder wählen noch entlassen lässt.

Die Remonetarisierung des Goldes

Auf die Erosion institutionellen Vertrauens folgt häufig die Suche nach neuen – oder bewährten – monetären Anker. Genau in diesem Spannungsfeld gewinnt eine Entwicklung an Bedeutung, die lange als undenkbar galt: die Remonetarisierung des Goldes.

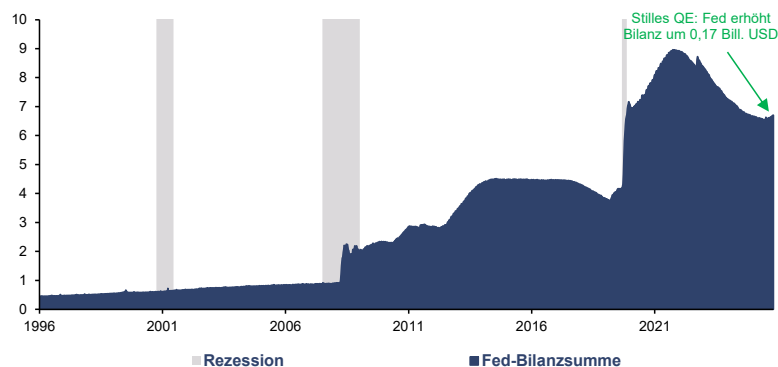
Am 4. Juli 2026 feiern die USA ihren 250. Geburtstag. Die zeitliche Symbolkraft dieses Datums ist beträchtlich: Das *Semiquincentennial* könnte jenen historischen Anlass bieten, der immer wieder fundamentale Umbrüche in der Geldordnung hervorgerufen hat. Goldgedeckte Anleihen, eine formelle Neubewertung der Goldreserven oder gar ein partieller Schuldenschnitt – solche Optionen werden zunehmend diskutiert. Insbesondere eine Neubewertung der US-Goldreserven ist längst keine abwegige Spekulation mehr, sondern eine politische Möglichkeit, die still und leise an Plausibilität gewinnt.

Nicht zuletzt steht auch die Federal Reserve – und mit ihr Kevin Warsh, der erst seit wenigen Tagen amtierende Nachfolger Jerome Powells – vor einem geldpolitischen Dilemma: Warsh will die Bilanz schrumpfen und insbesondere langfristige Treasuries und MBS abstoßen. Das offizielle Ende des Quantitative Tightening am 1. Dezember 2025 hat jedoch gezeigt, dass die Liquidität dafür schlicht zu knapp war. Daraufhin ist die Bilanzsumme der Federal Reserve um rund 165 Mrd. USD auf 6,7 Bill. USD gestiegen. Offiziell firmiert diese Bilanzverlängerung unter dem Label des Reservemanagements, ökonomisch wirkt sie jedoch wie ein „stilles QE“.

„When I had my fund, people would've called me a gold bug.“
Scott Bessent

„This is not QE. In no sense is this QE.“
Jerome Powell, 8. Oktober 2019

Fed-Bilanzsumme, in Bill. USD, 01/2000–04/2026



Von den 4,8 Bill. USD an Bilanzausweitung während der Pandemie wurde bis heute nur rund die Hälfte wieder abgebaut. Sollte der nächste Rezessions- oder Finanzmarktschock das fiskalische Korsett der USA sprengen – steigende Defizite bei gleichzeitig schwächelnder Auslandsnachfrage nach US-Treasuries – könnte aus dem „stillen QE“ rasch *The Big Print* werden.

In einem derartig herausfordernden Umfeld sind unkonventionelle Möglichkeiten gefragt, etwa eine Neubewertung der US-Goldreserven zu Marktpreisen. Die USA halten exakt 261.498.926 Feinunzen Gold oder rund 8.133 t. Das ist der größte staatliche Goldbestand der Welt. Geführt werden diese Bestände in den Büchern jedoch noch immer zum seit 1973 gesetzlich fixierten Preis von 42,22 USD je Feinunze. Der ausgewiesene Buchwert beträgt somit gerade einmal 11,04 Mrd. USD. Eine Neubewertung zum aktuellen Marktpreis von rund 4.600 USD/oz würde diesen Wert per Federstrich auf circa 1,2 Bill. USD vervielfachen. Das entspricht etwa 3 % der gesamten US-Staatsverschuldung. Dieser Buchgewinn in Billionenhöhe stünde dem US-Finanzministerium als fiskalischer Spielraum zur Verfügung.

„We’re going to monetize the asset side of the U.S. balance sheet for the American people. We are going to put the assets to work.“
Scott Bessent

Bei der Aufstockung der Goldreserven gilt das Prinzip des deutschen Urlaubers auf Mallorca: Wer morgens um sechs sein Handtuch auf die Strandliege legt, liegt am Abend am besten.

„*In any moment of decision, the best thing you can do is the right thing. The worst thing you can do is nothing.*

Theodore Roosevelt

„*Gold price rising has helped us substantially.*

Scott Bessent

„*It is precisely when a free gold market is needed that most modern governments seek to suppress it. For it reflects and measures the extent of the lack of confidence in the domestic currency; and it exposes the fictitious quality of the „official rate“.*

Ludwig von Mises

Dass die Idee bereits aus dem theoretischen Schatten getreten ist, belegen zwei Indizien. Erstens: US-Finanzminister Scott Bessent erklärte: „**We’re going to monetize the asset side of the US balance sheet.**“ Zweitens – und noch bemerkenswerter: Im August 2025 publizierte die Federal Reserve ein Paper mit dem programmatischen Titel „**Official Reserve Revaluations: The International Experience**“, in dem sowohl die USA als auch Belgien explizit als Länder genannt werden, in denen aktuell diese Option diskutiert wird.

Ein Präzedenzfall existiert, und zwar ein historisch gewichtiger: Mit dem **Gold Reserve Act vom 30. Jänner 1934 hob Franklin D. Roosevelt den offiziellen Goldpreis von 20,67 USD auf 35 USD je Unze an.** Das entspricht einer effektiven US-Dollar-Abwertung gegen Gold von 41 %. Der einmalige Seigniorage-Gewinn von rund 2,8 Mrd. USD floss in den neu geschaffenen *Exchange Stabilization Fund* (ESF) und damit in jenes bis heute existierende Treasury-Vehikel, das es dem Finanzminister erlaubt, ohne Erlaubnis des Kongresses in Devisenmärkten zu intervenieren. 1972 und 1973 folgten weitere US-Dollar-Abwertungen, zunächst auf 38 USD, dann auf die bis heute gültigen 42,22 USD.

Für die USA ist nicht nur eine einmalige Neubewertung vorstellbar, sondern auch ein Wechsel zu marktbewerteten Goldreserven, ähnlich wie im Euroraum. Dadurch würden stille Reserven sichtbar und künftige Goldpreisanstiege laufend bilanziell wirksam. Neben dem Einmaleffekt ist die Investmentperspektive aus Sicht des Staates in diesem Zusammenhang ebenso aufschlussreich: Welche ökonomische Mechanik entsteht, wenn Zentralbanken Gold zu Marktpreisen bilanzieren?

Marktbewertete Goldreserven schaffen aus Sicht der Eigentümer ein asymmetrisches Exposure auf steigende Goldpreise. Steigt der Goldpreis, erhöht sich der Wert der Reserven unmittelbar und kann höhere Ausschüttungen, stärkere Kapitalpuffer oder zusätzlichen Handlungsspielraum ermöglichen. Fällt der Goldpreis, werden negative Effekte über Neubewertungskonten, reduzierte Gewinnvorräte oder den Verzicht auf Ausschüttungen absorbiert. Das resultierende Profil erinnert an eine historisch eingebettete Call-Option: substanzielles Aufwärtspotenzial bei begrenzter unmittelbarer Belastung für den Eigentümer. In Zeiten hoher Verschuldung und fiskalischer Restriktionen wird Gold damit vom passiven Reserveasset zur strategischen Optionalität – kurz: *Free Gold*.

Auch die Schwellenländer treiben die Remonetarisierung des Goldes eifrig voran. Unter dem Projektnamen „The Unit“ arbeiten russische Forscher an einem goldverankerten Verrechnungsinstrument für den Intra-BRICS-Handel: 40 % physisches Gold, 60 % Währungskorb der fünf Gründungsmitglieder. Noch ist es ein Forschungsprojekt, kein offizielles BRICS-Programm. Doch bereits das Konzept ist ein Signal: In jeder ernsthaften Post-US-Dollar-Architektur wird Gold eine tragende Rolle spielen.

Bernhard Matthes hat in diesem Zusammenhang auf eine faszinierende Parallele hingewiesen: Die Goldkäufe der Zentralbanken Asiens und des Nahen Ostens sind nicht bloße Diversifikation, sie gleichen einem strategischen Positionierungswettbewerb. Sollte Gold tatsächlich zum monetären Anker eines BRICS-Verrechnungssystems werden, steht jede teilnehmende Nation vor derselben Frage wie die Euro-Beitrittskandidaten der 1990er-Jahre: Zu welchem Wechselkurs wird meine Währung in das neue System aufgenommen?

Wer zu diesem Zeitpunkt über umfangreiche Goldreserven verfügt, startet mit einer stärkeren Ausgangsposition in die neue Ordnung. Die auffällige Aufstockung der Goldbestände durch China, Indien, die Türkei und eine wachsende Zahl weiterer Zentralbanken folgt in dieser Lesart einer nüchternen Logik: Es geht um eine monetäre

Verhandlungsmasse für eine Architektur, die noch nicht steht, für die man sich aber bereits positioniert. **Oder, etwas salopper, nach dem Vorbild des deutschen Urlaubers auf Mallorca, der morgens um sechs sein Handtuch auf die Strandliege legt. Wer zuerst reserviert, liegt am besten.**

Parallel baut die *Shanghai Gold Exchange* (SGE) ihre Infrastruktur systematisch aus. Gold wandelt sich damit vom Safe-Haven-Asset zum Settlement-Instrument: repo-fähige Sicherheit, Deckungskomponente, perspektivisch neutrale Rechnungseinheit. Was sich hier klammheimlich formiert, ist der Beginn eines parallelen Finanzsystems mit Asien als Gravitationszentrum.

Die folgende Metapher drängt sich auf: China spielt Go – geduldig, strategisch, auf Einkreisung bedacht –, während die USA pokern und auf kurzfristige Bluffs und maximale Hebelwirkung setzen. Und Europa? Sitzt am Tisch, hat das Regelwerk in vierundzwanzig Sprachen übersetzt, eine Folgenabschätzung in Auftrag gegeben und einen Ethikbeirat einberufen, während die anderen längst ihr jeweiliges Spiel begonnen haben.

China spielt Go – geduldig, strategisch, auf Einkreisung bedacht. Die USA pokern. Europa hat das Regelwerk in vierundzwanzig Sprachen übersetzt und einen Ethikbeirat einberufen.

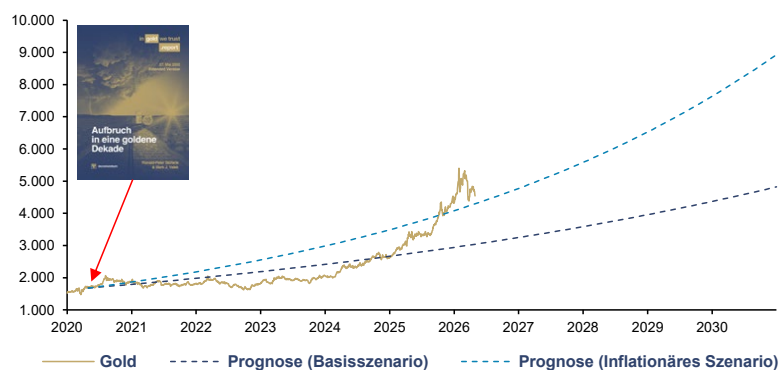
Die goldene Dekade ist in vollem Gange

Unsere Kernthese lautet: Der Goldbullenmarkt der vergangenen Jahre ist die Manifestation einer langfristigen Aufwärtsbewegung, die wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 mit dem Titel „**Aufbruch in eine goldene Dekade**“ angekündigt hatten. Wir wurden dafür vom Mainstream mit Skepsis bedacht. Doch die Zahlen sprechen für sich. Seitdem wir die goldene Dekade ausgerufen haben, ist der Goldpreis in US-Dollar um 165 % gestiegen – bzw. hat der US-Dollar um fast zwei Drittel gegen Gold abgewertet.

„When gold goes, it really goes.

Jim Sinclair

Gold, in USD, 01/2020–12/2030



Quelle: LSEG, Incrementum AG

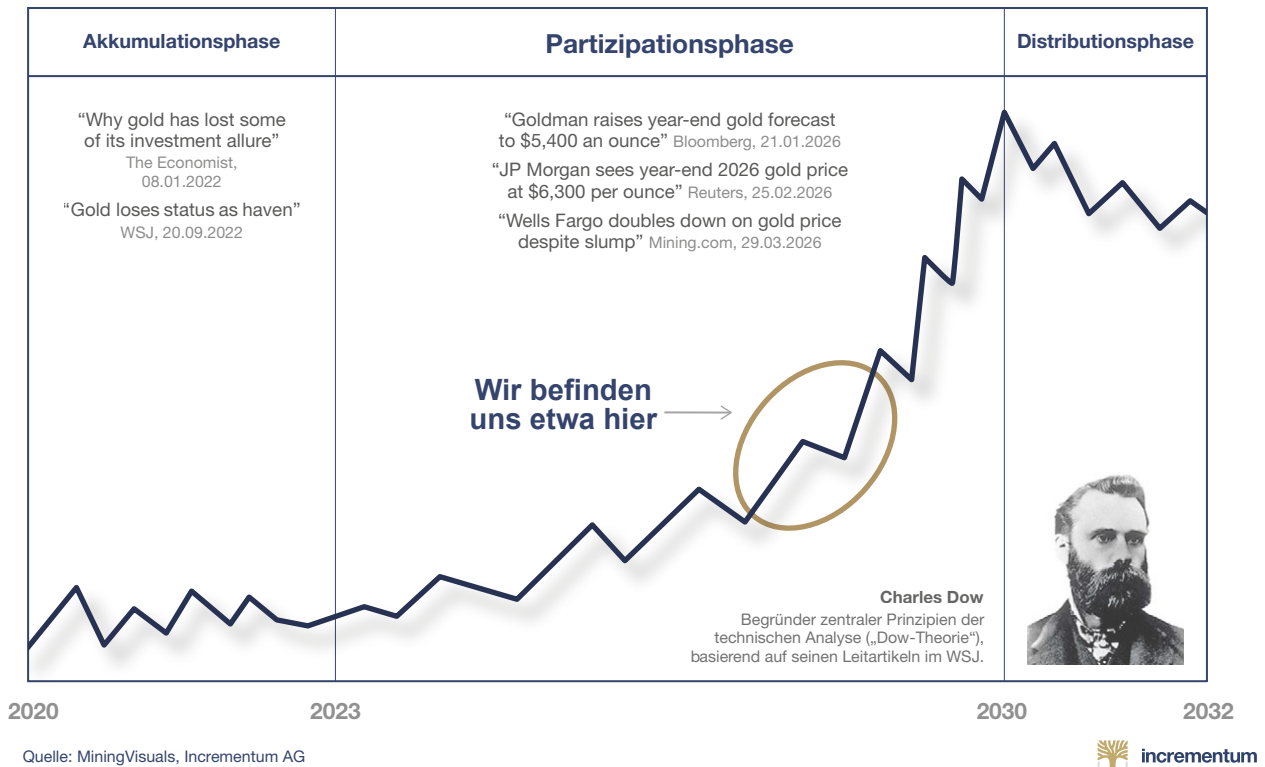
incrementum

Gemäß Dow-Theorie befinden wir uns aktuell in der Mitte der Public-Participation-Phase, der längsten und dynamischsten Etappe eines Bullenmarktes. Diese Phase zeichnet sich durch eine zunehmend optimistische Berichterstattung der Medien aus. Gleichzeitig steigen das spekulative Interesse und die Handelsvolumina deutlich an, neue Finanzprodukte werden lanciert und Analysten, die Gold jahrelang mit Skepsis begleitet haben, revidieren ihre Kursziele plötzlich aggressiv nach oben. Unserer Einschätzung nach befinden wir uns ca. in der Mitte dieser Phase, die ultimativ in einer Mania-Phase münden wird.

„Big bull markets always find a way to keep you frightened and OUT. Big bull markets are devils with no conscience – to get in you have to ‘close your eyes, and just do it’.

Richard Russell

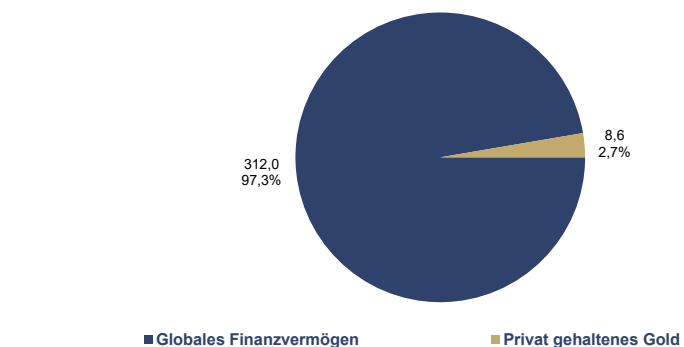
Wo wir uns im Bullenmarkt befinden (Dow-Theorie)



» *More people believe Elvis is still alive than own gold in the US.*
Gerald McMillan

Dass wir von einer Mania-Phase noch weit entfernt sind, zeigen die Größenverhältnisse unmissverständlich: Dem globalen Finanzvermögen von 312 Bill. USD steht ein privat gehaltener Goldbestand von 8,6 Bill. USD gegenüber – 2,7 % des Gesamtvolumens. **Gold ist alles andere als ein Crowded Trade – im Gegenteil: Es ist die Party, auf der die ersten Gäste gerade erst eintrudeln.**

Marktkapitalisierung des globalen Finanzvermögens und privat gehaltenem Gold, in Bill. USD, 2025

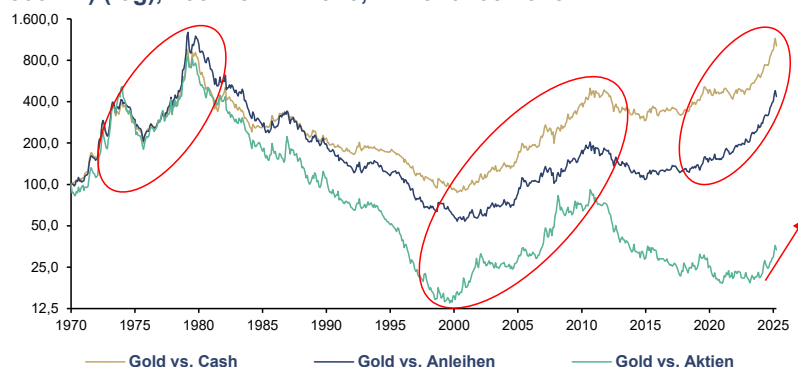


Quelle: BIS, ICE, Metals Focus, Prequin, SIFMA, WFE, World Gold Council, Incrementum AG

incrementum

Gold zeigt auch auf relativer Basis technische Ausbrüche. Gegenüber Cash und Staatsanleihen hat das Edelmetall bereits neue Zykluspeaks erreicht – gegenüber US-Aktien aber steht die Aufholbewegung erst am Anfang. Der Chart illustriert dies eindrücklich: Während das Gold/Cash- und das Gold/Anleihen-Ratio die säkularen Peaks der frühen 1980er-Jahre übertroffen haben, notiert das Gold/Aktien-Ratio noch weit unter den Zykluspeaks von 1980 und 2011.

Gold vs. Cash (US 3M TR), Anleihen (US 10Y TR), und Aktien (S&P 500 TR) (log), 100 = 31/12/1970, 12/1970–03/2026

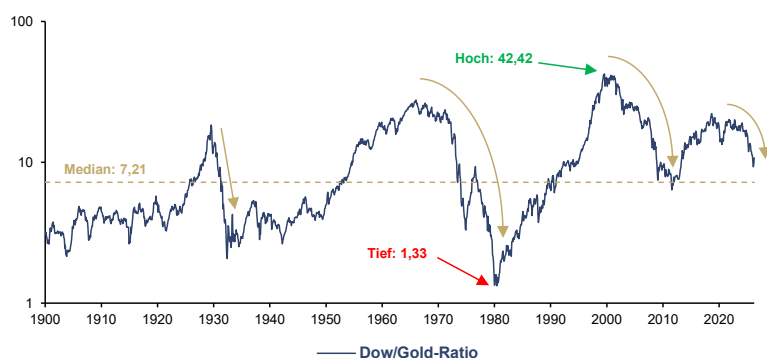


Quelle: Topdown Charts, Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG



Nachdem Gold zuletzt gegenüber Aktien an Stärke gewonnen hat, lohnt sich ein langfristiger Blick auf das Dow/Gold-Ratio. In den vergangenen drei großen Abwärtstrends dieses Ratios – 1930er-, 1970er- und 2000er-Jahre – ging die Entwicklung stets mit einem deutlichen Anstieg des Goldpreises und stagnierenden US-Aktienmärkten einher. Aktuell liegt das Dow/Gold-Ratio bei 10,74 und damit klar über dem historischen Median von 7,21. Das ist ein Hinweis darauf, dass Gold im Vergleich zu US-Aktien nach wie vor attraktiv bewertet ist.

Dow/Gold-Ratio (log), 01/2000–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



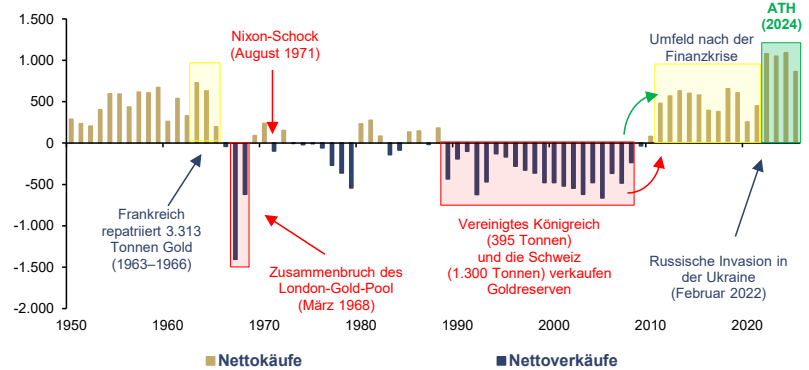
Der Staffelstab wechselt: Von Zentralbanken zu Investoren

Die Nachfragestruktur des Goldmarktes hat sich in den vergangenen Quartalen verschoben. Die Zentralbanken, jener Nachfragefeiler, der den Goldpreis seit 2022 maßgeblich getragen hat, kaufen seit vier Jahren in Folge über 850 t jährlich, drei Jahre davon sogar über 1.000 t. Wertmäßig entspricht das 60–85 Mrd. USD pro Jahr. Zur Einordnung: Die globale Minenproduktion liegt bei rund 3.600 t jährlich – die Notenbanken absorbieren also allein knapp ein Viertel der jährlichen Neuproduktion.

„Volatility is the price you pay for performance. Corrections are not a failure of the system – they're part of it.“

Howard Marks

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950–2025



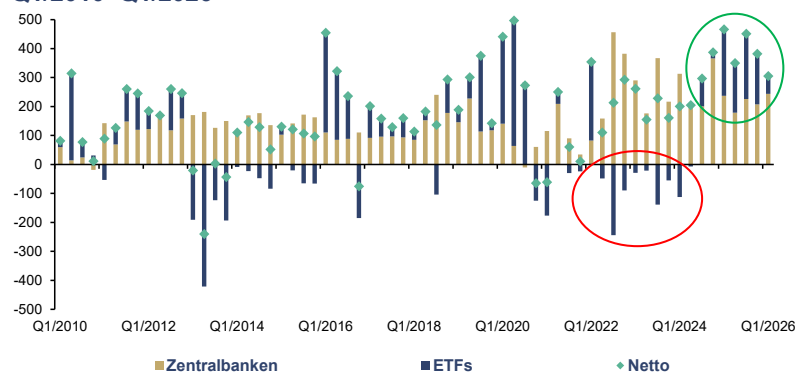
incrementum

„Those who know it best, love it least, because they have been hurt the worst.“

Don Cox

Seit einigen Quartalen beobachten wir einen Wechsel an der Spitze: Privatanleger, institutionelle Käufer und ETF-Zuflüsse haben den Notenbanken den Taktstock aus der Hand genommen. Das ist jene Staffellübergabe, die in der Dow-Theorie als Merkmal einer voll ausgeprägten Public-Participation-Phase gilt: Der Bullenmarkt, in der Akkumulationsphase noch von Zentralbanken getragen, wird nun von einer breiteren Investorenbasis geschultert. **Die Hausse ist im Mainstream angekommen.**

Zentralbank-, ETF-, und Netto-Gold-Flows, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2026



incrementum

„Gold goes where the money is, and it came to the United States between World Wars I and II, and it was transferred to Europe in the post war period. It then went to Japan and to the Middle East in the 1970s and 1980s and currently it is going to China and also to India.“

James Steel

Doch mit diesem Wechsel verändern sich auch die Risiken. Zentralbanken sind preisunelastische Nachfrager. Sie akkumulieren getrieben von strategischen Überlegungen, nicht von Renditeerwartungen. Investoren hingegen reagieren auf Sentiment, auf Margin-Calls, auf Opportunitätskosten. Der März 2026 hat diese Dynamik schlagartig offengelegt: Laut World Gold Council verzeichneten Gold-ETFs mit 11,8 Mrd. USD bzw. 84,8 t den größten monatlichen Abfluss seit Beginn der Aufzeichnungen. Der Abverkauf konzentrierte sich fast ausschließlich auf den Westen, während Asien, angeführt von China, Nettokäufer blieb. Das Muster ist aufschlussreich: Westliche ETF-Investoren verkaufen prozyklisch in den Rücksetzer hinein, während asiatische Käufer genau diese Preisrückgänge zum Positionsaufbau nutzen. Die Frage, die sich jeder Anleger stellen sollte: In wessen Hände wandert das Gold, das der Westen abgibt?

Unsere Einschätzung bleibt differenziert: Der säkulare Bullenmarkt ist intakt, doch die Verschiebung der Nachfragestruktur mahnt zur Wachsamkeit. Korrekturen von 20–30 % waren in vergangenen Goldbullenmärkten nicht die Ausnahme, sondern die

Regel. Auf dem erreichten Niveau werden absolute Rücksetzer von 800–1.000 USD schnell als Crash tituliert – dabei entsprach das bis vor Kurzem dem *gesamten* Goldpreis.

Entscheidend ist daher die Unterscheidung zwischen *Sicherheitsgold* – dem strategischen physischen Kernbestand, der unabhängig vom Marktgeschehen gehalten wird – und *Performance-Gold*, der taktischen Komponente, die gezielt auf Kurssteigerungen setzt und entsprechend aktiv gemanagt werden muss. Wer Performance-Gold hält, braucht neben Überzeugung auch Nerven – und ein konsequentes Risikomanagement.

Genau diese Einordnung zu liefern – nüchtern, faktenbasiert, mit einer Prise Humor, jenseits von Markteuphorie und Untergangsprophetie – ist seit zwanzig Jahren unser Anspruch.

Eine nüchterne, faktenbasierte Einordnung – mit einer Prise Humor, jenseits von Markteuphorie und Untergangsprophetie. Das ist seit zwanzig Jahren unser Anspruch.

Herzlichen Dank!

Der *In Gold We Trust*-Report strebt Jahr für Jahr danach, seinem Ruf als „Goldstandard der Goldstudien“ gerecht zu werden. Unser Ziel ist es, die weltweit meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu verfassen. Die Galerie von 20 Jahren *In Gold We Trust*-Report ist Ausdruck dieses Anspruchs.

Das diesjährige Leitmotiv „Back to the Monetary Future“ haben wir sorgfältig gewählt. Die geldpolitischen Weichenstellungen vergangener Jahrzehnte – vom Abschied vom Goldstandard 1971 bis zur Nullzinsära nach 2008 – sind der Schlüssel zum Verständnis dessen, was heute an den Märkten geschieht. In „Zurück in die Zukunft“ warnt Doc Brown Marty McFly eindringlich: „*We must not interfere with the timeline!*“ Doch genau das haben die Zentralbanken getan: Mit ihrer expansiven Geldpolitik haben sie die natürliche monetäre Ordnung fundamental verzerrt. Die Konsequenzen erleben wir nun in Echtzeit – hartnäckig erhöhte Inflationsraten, Vermögenspreisblasen und eine zunehmende Flucht in reale Werte wie Gold.

Wenn unsere Analysen stimmen – und die Daten seit 2007 geben uns Anlass zu Zuversicht –, dann hat der aktuelle Gold-Bullenmarkt noch erhebliches Potenzial vor sich. Denn während Marty McFly einen DeLorean benötigte, um durch die Zeit zu reisen, genügt uns ein Blick in die Geldgeschichte, um die monetäre Zukunft zu erahnen.

Auch beim 20. *In Gold We Trust*-Report bleiben wir der Philosophie des Kaizen verpflichtet, der japanischen Kunst der stetigen, kleinen Verbesserung: Zwanzig Jahrgänge sind für uns kein Ruhepolster, sondern ein Ansporn. Der Report zeigt sich heuer in runderneuertem Design und auf einer überarbeiteten Webpage. Mit *Mining Visuals*, einem schwedischen Spezialisten für die grafische Aufbereitung von Minensektor-Daten, haben wir uns zudem kreative Verstärkung an Bord geholt. Auch unser Kernteam ist deutlich gewachsen. Wie auch schon 2025 erscheint die Kurzversion auf Deutsch, Englisch, Spanisch und Japanisch. Und erneut ist der *In Gold We Trust*-Report als gedruckte Ausgabe **über Amazon** erhältlich – denn manche Dinge, wie Gold und gute Researchreports, will man eben in der Hand halten.

Wir danken unseren mehr als 20 großartigen Kolleginnen und Kollegen auf vier Kontinenten für ihren unermüdlichen Einsatz über mehr als 20.000 Stunden und unzählige Zeitzeonen hinweg.

„If you put your mind to it, you can accomplish anything.“

George McFly

„Trust is perhaps the fundamental First Principle.“

Tony Deden

20 Jahre In Gold We Trust-Report



Besonderer Dank gilt unseren **Premium-Partnern**.² Ohne deren 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 fünf Sprachen stellen wir monatlich unseren **Monthly Gold Compass** sowie laufend Informationen auf unserer *In Gold We Trust*-Website unter ingoldwetrust.report zur Verfügung.

Wir betrachten die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit als unabdingbar für eine erfolgreiche Vorbereitung auf die Zukunft. Daher sind wir davon überzeugt, dass der aktuelle Gold-Bullenmarkt noch nicht an sein Ende gelangt ist. Die Gründe für unsere Einschätzung wollen wir Ihnen, geschätzte Leser, als verlässliche Orientierungshilfe zum Thema Gold auf den insgesamt mehr als 480 Seiten des *In Gold We Trust*-Reports 2026 präsentieren.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 20. *In Gold We Trust*-Reports genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Mit herzlichen Grüßen aus Liechtenstein,

Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

” *If there is time to reflect, slowing down is likely to be a good idea.*

Daniel Kahneman



² Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht unserer **Premium-Partner**, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

Alles Gold der Welt*

Lassen Sie Ihre Kunden daran teilhaben –
als unser Vertriebspartner!



Jetzt SOLIT Vertriebspartner werden!
► solit.com



Solit

*ergibt einen Würfel mit 22 m Kantenlänge. SOLIT verwahrt für seine Kunden 1 m³ davon.

Status quo von Gold



Key Takeaways

- Prognose bestätigt, konservatives Kursziel erreicht. Unsere 2020 formulierte Erwartung einer „goldenen Dekade“ hat sich materialisiert: Gold markierte 2025 in jeder Fiat-Währung zahlreiche neue Allzeithochs und erzielte mit +65 % den stärksten Jahreszuwachs seit 1979. Im Jänner 2026 erreichte der Preis ein neues Allzeithoch.
- Auf USD-Basis liegt die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) seit 2000 bei 11 %, auf EUR-Basis bei 10,5 %. Gold stellt damit nahezu jede andere Anlageklasse in den Schatten.
- Eine kontrollierte US-Dollar-Abwertung ist erklärtes Ziel der Trump-Administration – wirtschaftspolitisch allerdings ein Trugschluss: Weichwährungspolitik löst keine strukturellen Probleme.
- Der nächste US-Dollar-Bärenmarkt könnte gerade erst beginnen. Seit 1971 hat der DXY drei ausgeprägte Bärenmärkte durchlebt mit -35 %, -51 %, -40 %. In den letzten 15 Jahren bildete der DXY hingegen ein mehrjähriges Zyklus-Top aus.
- Konsolidierung ja, Trendwende nein. Nach dem fulminanten Anstieg der letzten Monate signalisierte der Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Indikator euphorische Werte. Die aktuelle Verschnaufpause ist daher nicht überraschend.

Fiat money will be a passing fad in the long-term history of money. [...] Gold is definitely a fiat money hedge.

Jim Reid, Deutsche Bank

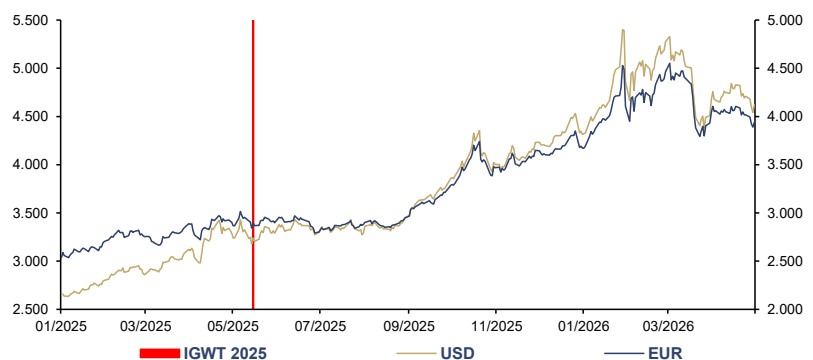
» *Over the sweep of a reasonable investment horizon, gold protects against the depredations of the stewards of our currencies. That's its purpose.*

Jim Grant

Im abschließenden Kapitel „Quo vadis, aurum?“ des *In Gold We Trust*-Reports 2025 „The Big Long“ resümierten wir: „Historische Vergleiche wie auch unser proprietäres Incrementum Goldpreismodell deuten darauf hin, dass der Goldbullenmarkt noch erheblich Luft nach oben hat.“ Diese Aussage hat sich als korrekt erwiesen: Der Goldpreis markierte in jeder FIAT-Währung zahlreiche neue Allzeithochs und erreichte das konservative Ziel unseres *Incrementum Goldpreismodells*, das wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade“ vorgestellt hatten.¹

Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung seit dem letzten *In Gold We Trust*-Report in US-Dollar und Euro genauer an. Nach der Veröffentlichung am 15. Mai 2025 kam es zu einer mehrmonatigen Seitwärtsphase, ehe ab dem Herbst eine fulminante Rally einsetzte. Es war der stärkste Jahreszuwachs seit 1979. Im Januar 2026 erreichte Gold mit 5.595 USD ein neues Allzeithoch, ehe im Zuge der Iran-Krise eine Korrektur einsetzte.

Gold, in USD (lhs), und EUR (rhs), 01/2025–04/2026



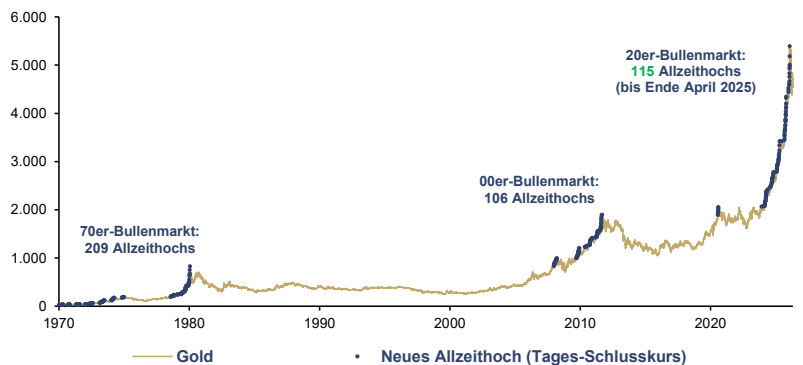
Quelle: LSEG, Incrementum AG



¹ Siehe „Quo Vadis, Aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2024; „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

Das Momentum der Goldpreishausse ist beeindruckend. **Gold hat in US-Dollar im Vorjahr 51 neue Allzeithochs erzielt – die zweithöchste Anzahl nach 1979 mit 55.** Seit Jahresbeginn 2026 konnten bereits 10 neue Höchststände markiert werden.

Gold, in USD, und Neues Allzeithoch (Tages-Schlusskurs), 01/1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Ein Blick auf die Performancekennzahlen seit 1970 offenbart eindrucksvolle Ergebnisse: **Gold weist eine Median-Performance von 7,0 % und eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 9,0 % auf, während zugleich 60,7 % aller Jahre positiv verliefen.** Im Gegensatz dazu zeigt Silber zwar eine insgesamt höhere durchschnittliche Rendite, doch die vergleichsweise niedrigere Trefferquote von 53,6 % sowie die ausgeprägte Volatilität legen nahe, dass ein aktives Timing bei Silber-Investments ratsam ist.

Jährliche Performance von Gold und Silber, in USD, 1970–2025

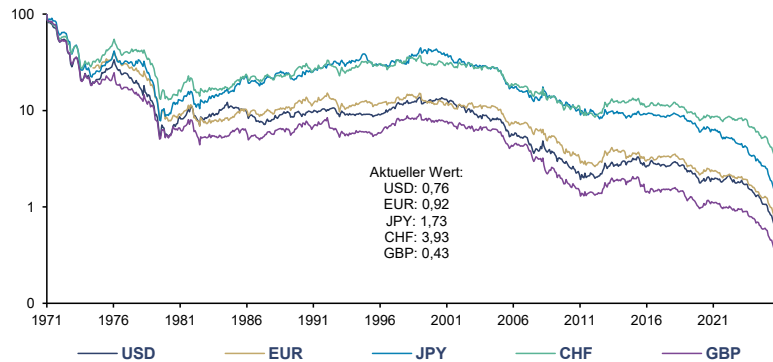
	Gold	Silber
Durchschnitt	11,6%	14,3%
Median	7,0%	3,1%
CAGR	9,0%	6,8%
MAX	126,5%	361,0%
MAX Jahr	1979	1979
MIN	-31,6%	-47,3%
MIN Jahr	1981	1981
% POS	60,7%	53,6%
% NEG	39,3%	46,4%
2025	64,4%	146,8%
% RANK	92,9%	96,4%

Quelle: LSEG, TradingView, Incrementum AG

Eine Performance von +64,4 % innerhalb eines Kalenderjahres ist naturgemäß außergewöhnlich, doch wie Sie, geschätzte Leser, bereits wissen: Es ist nicht so sehr der Goldpreis, der steigt, als dass vielmehr die Fiat-Währungen langfristig im Verhältnis zu Gold abwerten, manche schneller, manche langsamer. **Im Vorjahr war der Kaufkraftverlust von US-Dollar, Euro & Co. besonders stark ausgeprägt.**

„How did you go bankrupt? Two ways. Gradually, then suddenly.“
Ernest Hemingway

Diverse Währungen (log), in Gold, 100 = 15/08/1971,
08/1971–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

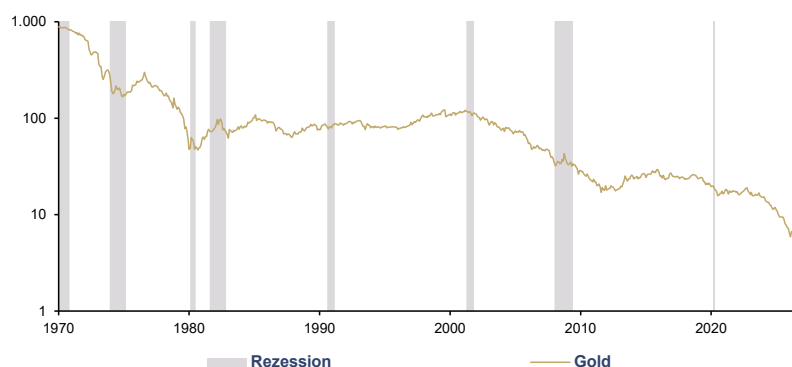
incrementum

„Gold's role, in our view, is not to replace the dollar but to absorb capital fleeing soft money.

Paul Wong

Der nachfolgende Chart zeigt die Kaufkraft eines US-Dollars in Milligramm Gold. Eine Unze Gold kostet also nicht rund 4.600 USD – vielmehr sind für den „Kauf“ eines einzigen US-Dollars ca. 6,8 Milligramm Gold fällig. Diese von uns seit Jahren propagierte Umkehrung der Perspektive ist keine semantische Spitzfindigkeit, sondern ein grundlegend anderer Zugang zum Thema: Nicht Gold wird teurer, sondern der Dollar wird leichter.

1 USD (log), in mg Gold, 01/1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

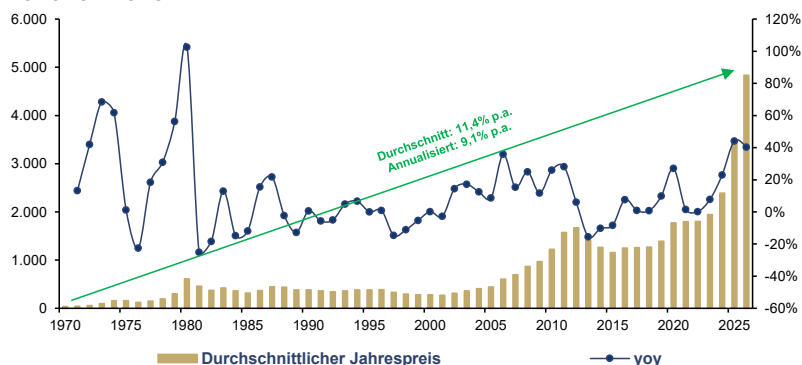
incrementum

„Gold is not an asset; it's a standard – a reference point in a world adrift. Gold is the ruler that refuses to stretch.

Tony Deden

Mit einem Jahresdurchschnittspreis von 3.445 USD erreichte Gold im Vorjahr ein neues Allzeithoch. Seit Jahresbeginn legte der durchschnittliche Goldpreis weiter auf 4.834 USD zu. Der folgende Chart zeigt, dass das regelmäßige Aufstocken von Gold, d. h. „Goldsparen“, unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts vernünftig erscheint.

Gold, in USD, Durchschnittlicher Jahrespreis (lhs), und yoy (rhs), 1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Nun wollen wir uns der „Marktbreite“ des Goldes zuwenden. 2025 war für Gold in den wichtigsten Währungen mit einem Plus von 56,6 % klar positiv. Nach wie vor ist die durchschnittliche Performance in diesem Jahrtausend beeindruckend. **Seit 2000 liegt die annualisierte Performance von Gold in US-Dollar bei 11,2 %.** Gold konnte – trotz zwischenzeitlicher deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und jede andere Währung in den Schatten stellen. Noch beeindruckender erscheint aber die Hit-Rate der positiven Jahre – also der prozentuale Anteil der Jahre, in denen der Kurs mit einem Gewinn abgeschlossen hat – denn Gold erzielte seit 2000 eine bemerkenswerte Wertentwicklung. **Auf US-Dollar-Basis legte Gold in 19 Jahren zu, in Euro in 22 Jahren.** Gemessen an einem gewichteten Währungskorb stieg Gold sogar in 23 von 26 Jahren. Dies entspricht einer *Hit-Rate* von 73 % in US-Dollar, 85 % in Euro und 88 % bezogen auf den Währungskorb. Die Zahlen unterstreichen eindrucksvoll die Stabilität von Gold über unterschiedliche Währungsräume hinweg.

„Today’s Michael Lewis “Big Short” opportunity, in our view, is the ongoing devaluation of fiat currencies relative to real assets with limited supply, which are imperative to society either as commodities or sound money.

Tavi Costa

Performance von Gold, in den wichtigsten Währungen, 2000–2026 YTD

Jahr	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2000–2004	52,4%	13,3%	28,0%	27,3%	26,8%	52,3%	52,7%	9,1%	51,5%	34,8%
2005–2009	150,1%	136,8%	197,0%	118,1%	118,7%	106,3%	126,8%	127,6%	168,4%	138,9%
2010	29,5%	38,6%	34,2%	13,6%	22,8%	25,1%	13,2%	16,8%	24,8%	24,3%
2011	10,2%	13,9%	10,6%	10,3%	12,7%	5,2%	4,5%	10,7%	30,7%	12,1%
2012	7,1%	5,0%	2,5%	5,3%	4,2%	6,0%	20,7%	4,5%	11,1%	7,4%
2013	-28,0%	-30,9%	-29,4%	-16,1%	-23,0%	-30,1%	-12,6%	-29,8%	-19,1%	-24,3%
2014	-1,8%	11,6%	4,4%	7,3%	7,5%	0,7%	11,6%	9,4%	0,2%	5,6%
2015	-10,4%	-0,1%	-5,3%	0,6%	6,8%	-6,2%	-9,9%	-9,7%	-5,9%	-4,5%
2016	8,5%	12,1%	29,6%	9,6%	5,3%	16,1%	5,4%	10,3%	11,4%	12,0%
2017	13,1%	-0,9%	3,3%	4,6%	5,9%	6,0%	9,0%	8,3%	6,3%	6,2%
2018	-1,5%	3,0%	4,3%	8,9%	6,8%	4,1%	-4,2%	-0,8%	7,3%	3,1%
2019	18,3%	21,0%	13,7%	18,8%	12,6%	19,7%	17,2%	16,6%	21,3%	17,7%
2020	25,0%	14,8%	21,3%	14,1%	22,6%	17,2%	18,8%	14,3%	28,0%	19,6%
2021	-3,6%	3,6%	-2,6%	2,2%	-4,3%	-6,1%	7,5%	-0,6%	-1,7%	-0,6%
2022	-0,2%	6,0%	11,6%	6,3%	7,0%	8,3%	13,7%	1,1%	10,8%	7,2%
2023	13,1%	9,7%	7,4%	13,1%	10,5%	16,3%	21,6%	2,9%	13,7%	12,0%
2024	27,2%	35,6%	29,4%	40,0%	38,1%	30,8%	41,7%	37,1%	30,8%	34,5%
2025	64,4%	44,9%	52,7%	52,4%	56,9%	57,5%	63,9%	43,6%	72,7%	56,6%
2026 YTD	7,1%	7,2%	6,1%	-0,7%	6,0%	4,6%	7,1%	5,6%	13,1%	6,2%
2000–2026 YTD										
Performance	1.507,5%	1.280,8%	1.804,7%	1.359,3%	1.410,0%	1.225,6%	2.362,5%	689,6%	3.407,4%	1.671,9%
CAGR	11,1%	10,5%	11,8%	10,7%	10,9%	10,3%	12,9%	8,2%	14,5%	11,2%
% POS-Jahre	74,1%	81,5%	85,2%	85,2%	81,5%	81,5%	85,2%	74,1%	88,9%	81,9%

Quelle: LSEG (per 30/04/2026), Incrementum AG

Während Notenbanken 2 % als Maß monetärer Stabilität verkaufen, verlieren ihre Währungen gemessen an Gold seit 2000 das Fünffache pro Jahr – 2025 sogar das Achtzehnfache.

Dreht man den Blickwinkel um 180 Grad, offenbart sich dieselbe Wahrheit aus der inversen Perspektive – und wird dabei womöglich noch schonungsloser. Die folgende Tabelle zeigt exakt dieselben Daten, nur eben gemessen am unbeweglichen monetären Anker Gold. Im Zeitraum 01/2000–04/2026 beläuft sich der durchschnittliche jährliche Kaufkraftverlust der neun Währungen auf 10,1 %; allein im Jahr 2025 betrug die Abwertung im Schnitt 35,9 %. Jene 2 %-Inflationszielmarke, die Notenbanken als Inbegriff monetärer Stabilität etabliert haben, wird im Wechselkurs Gold/Papier Jahr für Jahr um ein Vielfaches übertroffen.

Performance der wichtigsten Währungen, in Gold, 2000–2026 YTD

Jahr	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2000–2004	-34,4%	-11,7%	-21,9%	-21,4%	-21,1%	-34,4%	-34,5%	-8,3%	-34,0%	-24,6%
2005–2009	-60,0%	-57,8%	-66,3%	-54,2%	-54,3%	-51,5%	-55,9%	-56,1%	-62,7%	-57,6%
2010	-22,8%	-27,9%	-25,5%	-12,0%	-18,5%	-20,0%	-11,6%	-14,4%	-19,9%	-19,2%
2011	-9,2%	-12,2%	-9,6%	-9,3%	-11,2%	-5,0%	-4,3%	-9,6%	-23,5%	-10,4%
2012	-6,6%	-4,8%	-2,4%	-5,0%	-4,0%	-5,6%	-17,2%	-4,3%	-10,0%	-6,7%
2013	39,0%	44,7%	41,7%	19,2%	29,8%	43,0%	14,5%	42,5%	23,6%	33,1%
2014	1,8%	-10,4%	-4,2%	-6,8%	-6,9%	-0,7%	-10,4%	-8,6%	-0,2%	-5,2%
2015	11,6%	0,1%	5,6%	-0,5%	-6,3%	6,6%	11,0%	10,7%	6,2%	5,0%
2016	-7,9%	-10,8%	-22,9%	-8,7%	-5,1%	-13,8%	-5,2%	-9,3%	-10,2%	-10,4%
2017	-11,6%	0,9%	-3,2%	-4,4%	-5,6%	-5,7%	-8,3%	-7,6%	-5,9%	-5,7%
2018	1,5%	-2,9%	-4,1%	-8,2%	-6,4%	-3,9%	4,4%	0,8%	-6,8%	-2,8%
2019	-15,4%	-17,3%	-12,1%	-15,8%	-11,2%	-16,5%	-14,7%	-14,3%	-17,6%	-15,0%
2020	-20,0%	-12,9%	-17,6%	-12,3%	-18,4%	-14,7%	-15,8%	-12,5%	-21,9%	-16,2%
2021	3,7%	-3,5%	2,6%	-2,1%	4,5%	6,5%	-6,9%	0,6%	1,7%	0,8%
2022	0,2%	-5,6%	-10,4%	-6,0%	-6,5%	-7,7%	-12,0%	-1,1%	-9,8%	-6,5%
2023	-11,5%	-8,8%	-6,9%	-11,6%	-9,5%	-14,0%	-17,8%	-2,8%	-12,1%	-10,6%
2024	-21,4%	-26,3%	-22,7%	-28,6%	-27,6%	-23,6%	-29,5%	-27,1%	-23,6%	-25,6%
2025	-39,2%	-31,0%	-34,5%	-34,4%	-36,3%	-36,5%	-39,0%	-30,4%	-42,1%	-35,9%
2026 YTD	-6,7%	-6,7%	-5,8%	0,7%	-5,6%	-4,4%	-6,6%	-5,3%	-11,6%	-5,8%
2000–2026 YTD										
Performance	-93,8%	-92,8%	-94,7%	-93,1%	-93,4%	-92,5%	-95,9%	-87,3%	-97,1%	-93,4%
CAGR	-10,0%	-9,5%	-10,6%	-9,7%	-9,8%	-9,3%	-11,5%	-7,5%	-12,6%	-10,1%
% POS-Jahre	25,9%	18,5%	14,8%	14,8%	18,5%	18,5%	14,8%	25,9%	11,1%	18,1%

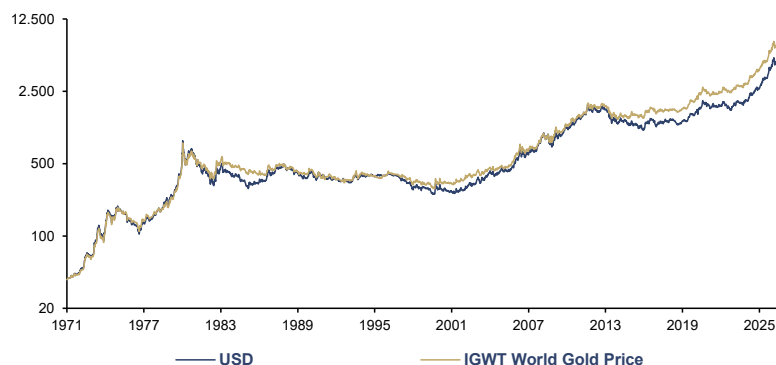
Quelle: LSEG (per 30/04/2026), Incrementum AG

„Good analysis comes from good understanding. And good understanding is provided by a conceptual framework that helps you organize your thinking.

Stephen H. Penman

Der nächste Chart zeigt den sogenannten *IGWT World Gold Price*, der mithilfe eines nach dem nominalen BIP gewichteten Währungskorbs aus 16 Währungen ermittelt wird. Diese Währungen repräsentieren derzeit knapp 80 % des globalen BIP. Damit sollen Verzerrungen durch Währungsschwankungen bei der Bewertung des Goldpreises in einer einzelnen Währung bereinigt werden. Der Chart zeigt, dass sich seit 2011/12 als Folge der US-Dollar-Stärke eine Lücke zwischen dem Goldpreis in US-Dollar und dem Weltgoldpreis aufgetan hat, die im Laufe der Zeit allmählich größer wurde.

Gold (log), in USD, und IGWT World Gold Price, 01/1971–05/2026



Quelle: Weltbank, LSEG, Incrementum AG



Was sind nun unsere Erwartungen für den US-Dollar? Für uns steht fest: Eine kontrollierte und deutliche Abwertung des US-Dollars zählt zu den zentralen wirtschaftspolitischen Anliegen Donald Trumps. Doch es wäre ein gravierender Fehler, den US-Dollar zwecks Reindustrialisierung künstlich zu schwächen, denn Währungsabwertungen lösen keine strukturellen Probleme – sie erzeugen Inflation, verteuern Importe und mindern die Kaufkraft von Löhnen und Ersparnissen im In- und Ausland, womit sie ausgerechnet das Rückgrat der US-Wirtschaft, den Binnenkonsum, empfindlich schwächen.

Hinzu kommt: Eine starke Währung ist Ausdruck internationaler Vertrauenswürdigkeit. Wer den US-Dollar bewusst entwertet, verscheucht jenes Kapital, das zur Modernisierung der Infrastruktur, zum Ausbau der Produktionskapazitäten und zur Absicherung der Technologieführerschaft dringend benötigt wird. Der tragfähigere Weg läge in fiskalischer Disziplin, einer entschlackten Bürokratie und gezielter Innovationsförderung – Instrumenten, die neue Industrien ansiedeln und bestehende stärken, ohne das Vermögen der Bürger – auch jener ausländischen Gläubiger, die US-Dollar-Anleihen halten – in einem Abwertungswettlauf zu verspielen. Salopp formuliert: **Wäre Weichwährungspolitik tatsächlich der Königsweg zum wirtschaftlichen Erfolg, würde nicht die Schweiz die Rangliste der erfolgreichsten Länder anführen, sondern Simbabwe.**

Der folgende Chart erzählt die Geschichte des US-Dollars seit dem Ende von Bretton-Woods als Abfolge tektonischer Verwerfungen – und wirft die Frage auf, ob die nächste Verwerfung gerade erst beginnt. Seit 1971 hat der DXY drei ausgeprägte Bärenmärkte durchlebt: -35 % im Zuge der Bretton-Woods-Auflösung, -51 % zwischen den Plaza-Abkommen sowie -40 % zwischen Dotcom-Blase und Globaler Finanzkrise. Seit rund fünfzehn Jahren jedoch oszilliert der DXY in einer bemerkenswert engen Seitwärtsbewegung rund um die Marke von 100.

Ein klassischer, breit angelegter US-Dollar-Bärenmarkt im Sinne der historischen Präzedenzfälle hat seither schlichtweg nicht stattgefunden – wir halten es für durchaus plausibel, dass er erst noch bevorsteht. Die Trump-Administration hat eine substanzielle Abwertung unverhohlen als Ziel kommuniziert, die Debatte um einen Mar-a-Lago-Akkord ist längst in den oberen Etagen des US-Finanzministeriums angekommen, und im April 2025 wurde die psychologisch wichtige Marke von 100 wieder nach unten durchbrochen – womöglich der erste Dominostein einer längst überfälligen Bewegung.

„We have currency problems...We have a big currency problem.

Donald Trump

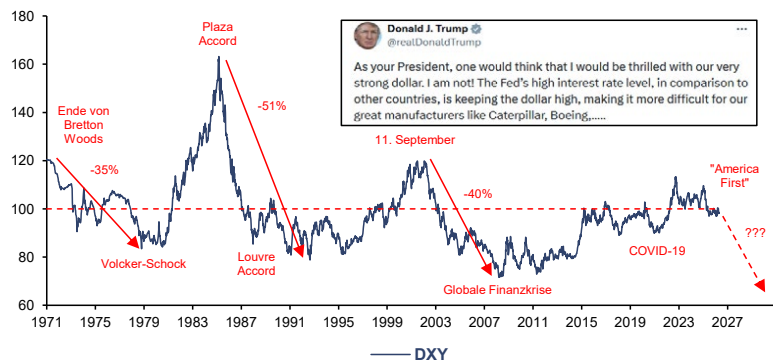
„My philosophy, Mr. President, is that all foreigners are out to screw us and it's our job to screw them first.

Treasury Secretary John Connally zu Richard Nixon

„As your President, one would think that I would be thrilled with our very strong dollar. I am not!

Donald J. Trump

DXY, 01/1971–04/2026



Quelle: LSEG, InCREMENTUM AG

Fazit

„We, in our sluggishness, do not realize that the dearness of everything is the result of the cheapness of money. For prices increase and decrease according to the condition of the money. An excessive quantity of money should be avoided.“

Copernicus

„A bubble is a bull market in which the user of the word „bubble“ has not fully participated.“

Jim Grant

Der Goldpreis befindet sich nach einem Anstieg von 64,4 % in US-Dollar im Jahr 2025 – dem stärksten Jahreszuwachs seit 1979 – in *terra incognita*. Unsere langjährige These, dass das Erreichen neuer Allzeithochs eine neue Trendphase einläuten würde, hat sich bestätigt.

Ein wesentlicher positiver Katalysator auf Sicht der kommenden Jahre könnte ein ausgeprägter US-Dollar-Bärenmarkt sein. Der DXY hat – vergleichbar mit den Formationen der 1980er- und frühen 2000er-Jahre – ein mehrjähriges Zyklus-Top ausgebildet. In den kommenden Quartalen dürfte sich der DXY in Richtung 90 oder tiefer bewegen – Rückenwind, den nicht nur der Wechselkurs Gold/Papier, sondern auch Rohstoffe und Schwellenländerwährungen dankbar aufnehmen werden.

Nach dem fulminanten Anstieg der vergangenen Monate kommt die aktuelle Konsolidierung beim Goldpreis nicht überraschend – im Gegenteil: Sie war überfällig. Der Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Indikator zeigte zuletzt ein Stimmungsbild, das sich bereits bedenklich nahe der zweiten Standardabweichung und damit in ausgeprägtem Euphorie-Terrain bewegte. **Im Zuge der jüngsten Korrektur hat sich diese Überhitzung jedoch spürbar abgekühlt – ein klassischer Wash-out, der ein gesundes Fundament für die nächste Aufwärtswelle legen sollte.**

Sprott Gold Bullion Sentiment-Indikator (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2018–04/2026



Quelle: Sprott Asset Management LP, InCREMENTUM AG





MÜNZE
ÖSTERREICH

Zeit der Krisen.

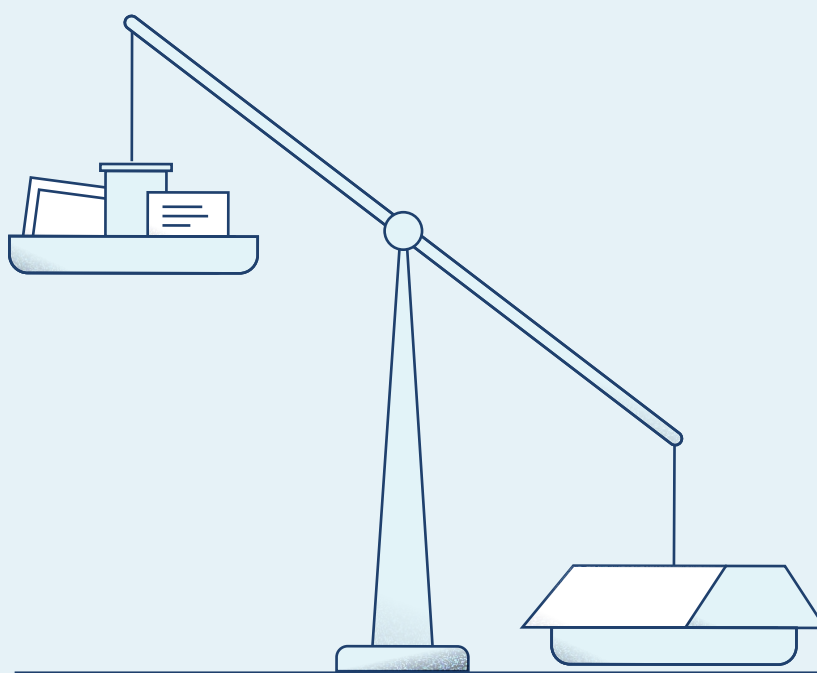


Zeit der Veränderung.

Zeit
für
Gold.

Warum genau jetzt eine gute Zeit für Goldanleger ist,
erfahren Sie auf muenzeoesterreich.at

Status quo des Goldes im Vergleich zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen



Key Takeaways

- Der Goldbullenmarkt steht auf Granit, nicht auf Sand: Die relative Stärke gegenüber Aktien, Anleihen und Rohstoffen bestätigt, dass der Bullenmarkt intakt ist.
- Die Investorenpsychologie durchläuft vier Phasen: FOMO → YOLO → GONZO → HALO. Josh Browns „Heavy Assets, Low Obsolescence“-Paradigma markiert den Regimewechsel hin zu physischer Substanz – Gold ist der HALO-Trade par excellence.
- US-Aktien notieren auf historischen Extrembewertungen: Buffett-Indikator bei 226 % (Allzeithoch), Shiller-KGV bei 38,34 – ein Niveau, das in 145 Jahren nur noch auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase überschritten wurde. Gold ist gegenüber US-Aktien weiterhin unterbewertet.
- Das klassische 60/40-Portfolio verliert seine Existenzgrundlage: Übernimmt Gold nun die Rolle, die US-Staatsanleihen vier Dekaden lang innehatten?
- Der Rohstoff-Superzyklus hat begonnen: Investitionsanämie, Ressourcennationalismus, fiskalische Bazookas und ein schwächer werdender US-Dollar bereiten den Boden für eine strukturelle Outperformance – bei historisch niedriger institutioneller Allokation.

60/40 won't cut it anymore and should be 20/40/20/20 instead, with the weights representing cash, stocks, bonds, and commodities.

Zoltan Pozsar

Ein Goldpreis-Chart in absoluten Zahlen ist wie ein Porträt ohne Hintergrund: eindrucksvoll, aber ohne Kontext nicht aussagekräftig. Erst die relative Performance – gegenüber Aktien, Anleihen und Rohstoffen – liefert die nötige Tiefe. Denn Gold konkurriert in jedem Portfolio mit Alternativen, und erst die Opportunitätskosten zeigen, wie tragfähig das Fundament des Bullenmarktes wirklich ist. Die Antwort nehmen wir vorweg: **Der Bullenmarkt steht nicht auf Sand, sondern auf Granit.**

FOMO → YOLO → GONZO → HALO: Die Evolution der Investorenpsychologie in vier Akronymen

Das alte Fiat-Playbook stützte sich darauf, dass Notenbanken jeden Trade absichern. Auf FOMO – „fear of missing out“ – folgte YOLO – „you only live once“ –, auf Start-up-Exzesse folgten Memecoins und absurde NFTs. Warum in Dekaden denken, wenn die Notenpresse ohnehin jeden Trade rettet?

» *What I needed to get ahead was to compete against idiots. Luckily, there's a large supply.*
Charlie Munger

Seinen Höhepunkt fand dieser Rausch in dem, was Henry Maxey als „Gonzo-Kapitalismus“ bezeichnet: die Eskalationsstufe, in der Lockdown-Spieltrieb, Hebelprodukte und die Gewissheit staatlicher Rettungsanker eine Kultur des Exzesses gebären. Für jene, die von der Asset-Price-Inflation abgehängt wurden, ist Sparen im Fiat-System zur Farce geworden. Die verbleibende Option war die Flucht nach vorne.

» *The cycle of manias and panics results from procyclical changes in the supply of credit...Money always seems free in manias.*
Charles Kindleberger

Doch jede Exzess-Phase erzeugt ein Korrektiv. Der vierte Akt firmiert unter HALO – „heavy assets, low obsolescence“ –, ein im Februar 2026 von Josh Brown geprägter Begriff für Vermögenswerte, die zwei Eigenschaften vereinen: einerseits physische Substanz – heavy assets – wie Pipelines, Raffinerien, Kupferminen, Eisenbahnen oder das Stromnetz und andererseits Zeitresistenz – low obsolescence. **Browns Lackmustest ist so einfach wie entwaffnend: Lässt sich das Geschäftsmodell per Prompt replizieren – oder braucht es Pipelines, Minen und Gigawatts?**

Nach einem Jahrzehnt, in dem Geschäftsmodelle mit geringem Kapitalbedarf dominierten, verschieben höhere Realrenditen, geopolitische Fragmentierung und die Re-Materialisierung der Lieferketten die Marktführerschaft zurück zum Greifbaren. Brown betont: Es handelt sich nicht um eine zyklische Rotation, sondern um einen

Mit einem Shiller-KGV von 38 bewegt sich der S&P 500 auf einem Bewertungsniveau, das der US-Börsengeschichte nur ein einziges Mal überschritten wurde: am Höhepunkt der Dotcom-Manie. Von günstigen Bewertungen sind US-Aktien so weit entfernt wie die Bahamas von einer Schneekettenpflicht.

Regimewechsel. Gold ist der HALO-Trade par excellence – kein Cashflow, aber auch kein KI-Disruptionsrisiko, keine Emittentenbonität, keine Obsoleszenz; dafür 5.000 Jahre monetäre Kontinuität. FOMO → YOLO → GONZO → HALO. Vom Adrenalin zum Anker.

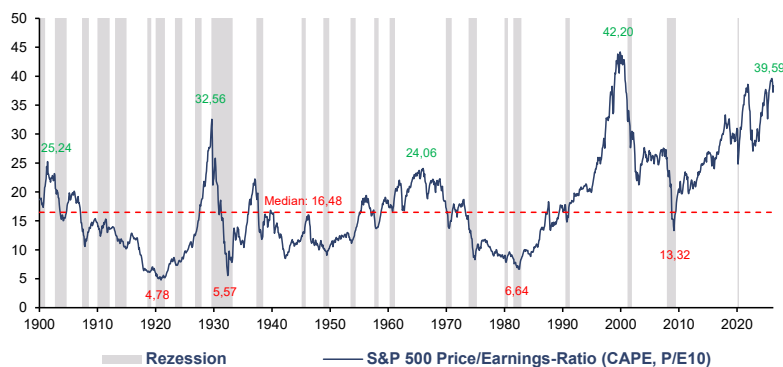
Gold im Vergleich zu Aktien

Von günstigen Bewertungen sind US-Aktien so weit entfernt wie die Bahamas von einer Schneekettenpflicht. Mit einem Shiller-KGV von 38,34 bewegt sich der S&P 500 in schwindelerregenden Höhen auf einem Bewertungsniveau, das in 145 Jahren US-Börsengeschichte nur ein einziges Mal überschritten wurde: am absoluten Höhepunkt der Dotcom-Manie im Dezember 1999 mit 42,2. Selbst der Black-Tuesday-Peak 1929 lag mit rund 32 deutlich darunter. Zum Vergleich: Der langfristige Median liegt bei gerade einmal 16,38.

„Gold today is not just in a bull market, but a super bull market.

Charlie Morris

S&P 500 Price/Earnings-Ratio (CAPE, P/E10), 01/1900–04/2026



Quelle: Robert J. Shiller, InCREMENTUM AG



Ein Blick auf die internationalen Märkte offenbart ein völlig anderes Bild. Europäische Aktien weisen derzeit ein deutlich moderateres Shiller-KGV von 22,3 auf. Noch drastischer wird der Abschlag in den Schwellenländern: Der chinesische Shanghai Composite notiert bei 17,7 und der brasilianische Bovespa handelt auf einem Shiller-KGV von lediglich 9,4. Bleibt der MSCI World. Dieser notiert aktuell bei stolzen 27,7. Allerdings ist diese Zahl trügerisch: Sie sagt mittlerweile weitaus mehr über die gewaltige US-Übergewichtung im Index aus, als dass sie ein Beleg für echte globale Diversifikation wäre. Denn aktuell sind die USA mit 71,3 % im MSCI World gewichtet, und das, obwohl es sich um einen globalen Index mit Aktien aus 23 Industrienationen handelt.

„Much has been written about panics and manias, much more than with the most outstretched intellect we are able to follow or conceive; but one thing is certain, that at particular times a great deal of stupid people have a great deal of stupid money.

Walter Bagehot

Die Dominanz der USA ist auf die Berechnungsmethode zurückzuführen: Der MSCI World gewichtet Unternehmen nach ihrer Marktkapitalisierung. Und die weltgrößten Konzerne – allen voran Tech-Giganten wie Apple, Microsoft und Nvidia – sitzen in den USA. Alle restlichen 22 Industrieländer teilen sich die verbleibenden knapp 29 %. Wer also in einen MSCI World-ETF investiert, investiert de facto zu mehr als 70 % in die US-Wirtschaft.

» *A pin lies in wait for every bubble.*

Warren Buffett

Der folgende Chart bildet das S&P 500/Gold-Ratio seit Anfang 2000 ab und erzählt auf engem Raum zwei gegenläufige Geschichten. Zwischen 2000 und 2011 fiel das Ratio von über 5,0 auf rund 0,7, was nichts anderes bedeutet, als dass eine Unze Gold immer mehr Einheiten des S&P 500 erwerben konnte. Die Kaufkraft des Goldes, gemessen in Aktien, versiebenfachte sich. Anschließend diktierten bis Ende 2021 die Aktien das Geschehen. **Seit dem Zyklus-Hoch Ende 2021 scheint sich das Blatt zu wenden:** Das Ratio hat sowohl die 90-Tage- als auch die 1-Jahres-Linie nach unten durchbrochen.

S&P 500/Gold-Ratio, 01/2000–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

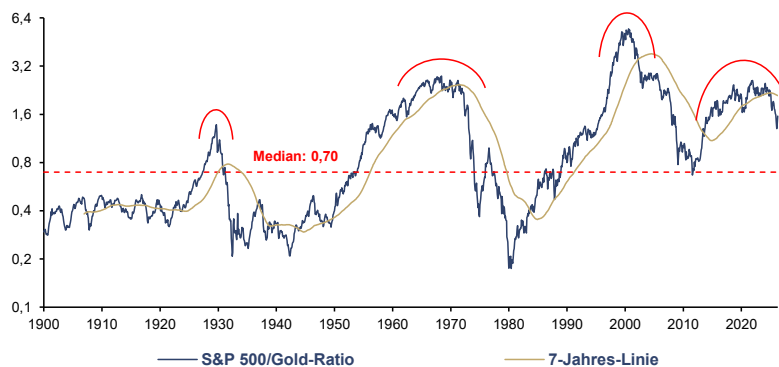
incrementum

» *History is a gallery of pictures in which there are few originals and many copies.*

Alexis de Tocqueville

Sehen wir uns dieses Ratio seit 1900 und damit längerfristig an. Der Chart offenbart ein bemerkenswertes Bild: Das S&P 500/Gold-Ratio oszillierte über 125 Jahre hinweg kräftig um den langfristigen Median von 0,70, wobei die Ausschläge nach oben – zuletzt an der Jahrtausendwende mit einem Ratio jenseits von 5,0 – ebenso zuverlässig korrigiert wurden wie jene nach unten. Aktuell notiert das Ratio bei 1,56 und damit deutlich oberhalb des Medians. **Gold erscheint gegenüber US-Aktien unterbewertet.**

S&P 500/Gold-Ratio (log), 01/1900–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

incrementum

Auf dem Höhepunkt des letzten Goldbullenmarktes 2011 lag das Verhältnis Gold/US-Aktien bei 79,3 % – heute liegen wir bei 45 %. Von einer Manie sind wir weit entfernt.

Das NASDAQ Composite/Gold-Ratio misst, wie viele Unzen Gold nötig sind, um einen Anteil am Leitindex der US-Technologiewerte zu erwerben – und damit im Kern, wie der Markt Innovation gegen Substanz bewertet. Der Chart zeigt zwei historische Signale: Das Zyklus-Hoch von 2000 jenseits der Marke von 16 markierte den Auftakt zum Platzen der Dotcom-Blase, in deren Folge das Ratio bis 2012 um rund 90 % kollabierte. Gold hat zuletzt spürbar an relativer Stärke gewonnen. Bestätigt sich der Trend, wäre dies mehr als eine taktische Rotation. Es wäre der Auftakt zu einer säkularen Reallokation weg von digitalen YOLO-Versprechen und hin zu greifbarer HALO-Substanz.

NASDAQ Composite/Gold-Ratio (log), 01/1992–04/2026

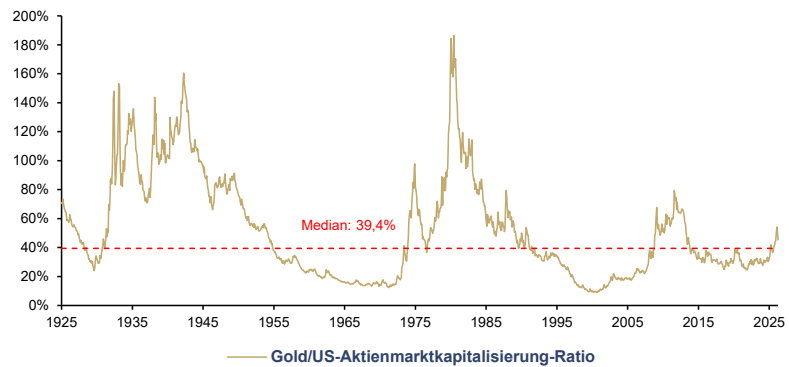


Nicht nur für die grobe Einordnung großer Investmentzyklen, sondern auch als Bewertungskriterium ist die relative Preisentwicklung hilfreich. **Aktuell beträgt die Marktkapitalisierung des globalen Goldbestandes etwa 45 % der US-Aktienmarktkapitalisierung und liegt damit leicht über dem langfristigen Median von 39,4 %.** Zum Vergleich: In Kriegsjahren und während der Inflationsära der 1970er-Jahre erreichte dieser Wert Spitzen von bis zu 186 %. Sogar am Höhepunkt des letzten säkularen Goldbullenmarktes im August 2011 lag der Wert mit 79,3 % deutlich höher. Das zeigt: Der aktuelle Goldbullenmarkt hat bereits Fahrt aufgenommen, wir sind aber noch weit entfernt von der Manie vergangener Hochpunkte.

” *I feel like a lot of what’s perceived as wealth is an inflation illusion.*

Stephanie Pomboy

Gold/US-Aktienmarktkapitalisierung-Ratio, 01/1925–04/2026



Quelle: Charlie Morris, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG



Gold im Vergleich zu Anleihen

„The greatest credit event of all would be a recession in which US yields went up, not down.“

Michael Hartnett

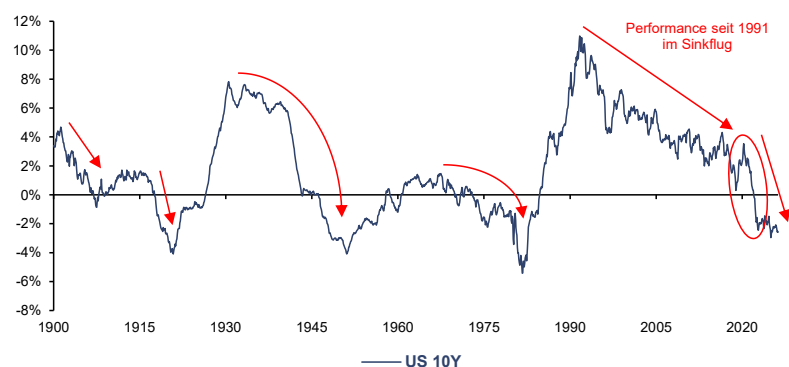
„I want to steer away from debt assets like bonds and debt, and have some hard money like gold and bitcoin.“

Ray Dalio

Eine unserer zentralen Thesen der vergangenen Jahre hat sich bestätigt: (Staats-) Anleihen sind nicht mehr das antifragile Portfolio-Fundament, das sie in den letzten 40 Jahren waren. Das klassische 60/40-Portfolio, einst der unantastbare Gral der modernen Vermögensverwaltung, erweist sich im aktuellen inflationären Regime als gefährliche Sackgasse.

Als strategische Antwort auf dieses monetäre Endspiel haben wir im *In Gold We Trust-Report 2024* „Das neue Gold-Playbook“ das neue 60/40-Portfolio etabliert und Gold darin eine entscheidende Doppelrolle zugewiesen: als unkorrelierte monetäre Versicherung und als renditestarker Performance-Turbo. Angesichts eines globalen Fixed-Income-Marktes von 160 Bill. USD bedarf es nur marginaler Umschichtungen, um eine Neubewertung der Edelmetalle auszulösen. Wer am alten 60/40-Playbook festhält, wird nominal reich bleiben – real aber verarmen.¹

US 10Y, Rollierende reale 10-Jahres-CAGR, 01/1900–04/2026



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG



¹ Siehe Kapitel „Renaissance der Goldallokation“ in diesem *In Gold We Trust-Report*

Gold im Vergleich zu Rohstoffen

„Weiterhin sind Commodities bei institutionellen Investoren so stark nachgefragt wie pelzgefütterte Handschuhe im Hochsommer.“ So lautete unsere Diagnose im Vorjahr. Ein Jahr später beginnt sich das Blatt zu wenden. Unsere Überzeugung war stets: Commodities – und rohstoffsensitive Assets im Allgemeinen – müssen aktiv getimet werden, doch in Phasen strukturell erhöhter Inflation gehören sie zum fixen Portfoliobestandteil. Dass dieses Timing nun gekommen ist, belegen die folgenden 10 Argumente.

10 Gründe für den Rohstoff-Bullenmarkt

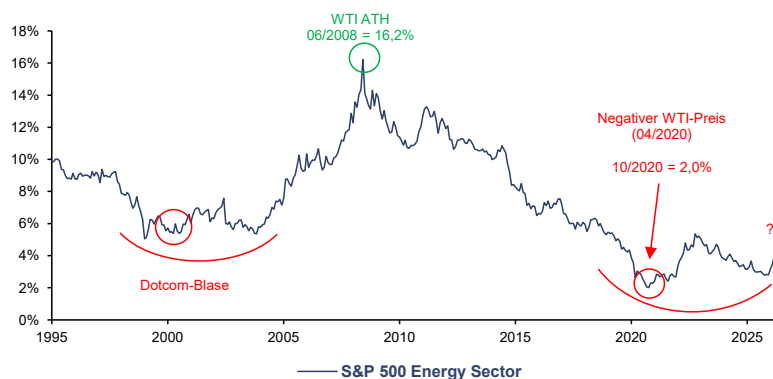
- **Capex-Mangel:** Nach einem zehnjährigen Bärenmarkt hat sich ein erheblicher Investitionsrückstau aufgebaut, der die Produktionsvolumina strukturell begrenzt.
- **Unelastisches Angebot:** Minenkapazitäten lassen sich nicht per Mausklick erweitern – von der Entdeckung bis zum Förderbeginn vergehen 15 bis 20 Jahre.
- **Fiskalische Bazooka:** Weltweit verlagert sich der Fokus auf höhere Staatsausgaben, insbesondere im Bereich Infrastruktur und Verteidigung.
- **Ressourcennationalismus:** Nationen horten ihre Rohstoffe, kontrollieren Exporte und instrumentalisieren Lieferketten. Die Folge sind dauerhaft höhere geopolitische Risikoprämien.
- **Institutionelle Ignoranz:** Pensionskassen und Stiftungen bleiben in Commodities massiv untergewichtet, weiterhin oft mit Nullallokation.
- **Inflations-Hedge:** Die latente Sorge vor strukturell höherer Teuerung treibt Kapital aus Anleihen in harte Assets mit intrinsischem Wert.
- **Säkularer USD-Bärenmarkt:** Der erodierende Weltreservestatus des US-Dollars entwertet die Nennwährung des globalen Rohstoffhandels. Das ist ein historisch zuverlässiger Treiber für Commodity-Preise.
- **Technologischer Ressourcen hunger:** Megatrends wie KI, Rechenzentren und E-Mobilität sind rohstoffintensiv und stützen die Nachfrage dauerhaft.
- **Engpässe bei Nebenprodukten:** Metalle wie Silber fallen überwiegend als Nebenprodukt an, weshalb ihr Angebot kaum auf steigende Preise reagiert.
- **Politische 180-Grad-Wende:** Aus der Behinderung durch ESG-Vorgaben wird die aktive Förderung strategisch wichtiger Rohstoffprojekte.

Mit 3,5 % Gewichtung im S&P 500 ist der Energiesektor so dünn vertreten wie punktlische Züge bei der Deutschen Bahn – und so spärlich gewichtet wie zuletzt am Vorabend der großen Rohstoff-Hausse der 2000er-Jahre. Seit dem historischen Tief von 2,0 % im Oktober 2020 – wenige Monate nach dem negativen WTI-Preis – zeichnet sich eine Bodenformation ab, die strukturell an die Ausgangslage um die Jahrtausendwende erinnert. Öl ist ungeliebt, ignoriert und in den Portfolios der großen Allokatoren praktisch nicht mehr existent.

„In terms of natural resource investing, you're either going to be a contrarian or you are going to be a victim. There isn't much by way of middle ground.“

Rick Rule

S&P 500 Energy Sector, als Anteil am S&P 500, 01/1995–04/2026



Quelle: Gavekal Research/Macrobond, LSEG, Incrementum AG

„Gold remains the reserve asset in the background. The front line is the material system.“

Craig Tindale

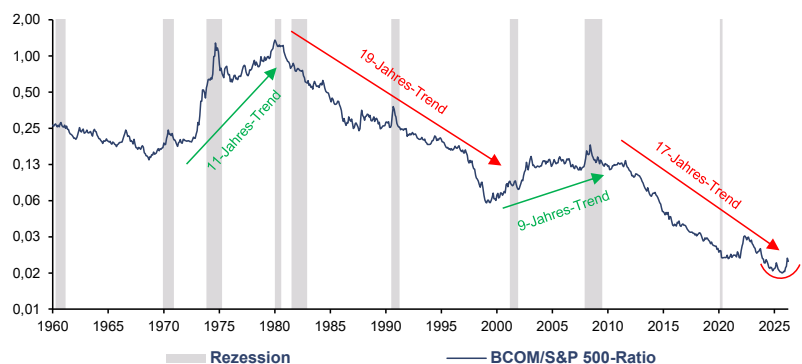
Sehen wir uns nun die relative Entwicklung von Rohstoffen und Aktien an. Der folgende Chart zeigt das BCOM/S&P 500-Ratio (logarithmisch) seit 1960 – und offenbart ein beeindruckendes Muster rhythmisch wiederkehrender Superzyklen:

- **1969–1980 (11-Jahres-Trend):** Rohstoff-Outperformance im Zuge von Stagflation, Ölkrisen und dem Ende von Bretton-Woods. Das Ratio erreichte 1980 mit über 1,00 seinen historischen Höchststand.
- **1981–1999 (19-Jahres-Trend):** Der große Disinflations- und Aktienbullenmarkt. Rohstoffe gerieten strukturell ins Hintertreffen, das Ratio fiel um rund 95 %.
- **2000–2008 (9-Jahres-Trend):** China-Boom, Commodity-Supercycle, schwacher US-Dollar – kräftige Aufholjagd der Rohstoffe.
- **2009–heute (17-Jahres-Trend):** Seit der Weltfinanzkrise die längste Underperformance-Phase der jüngeren Geschichte. Das Ratio ist auf ein Rekordtief von rund 0,02 gefallen.

Drei Beobachtungen drängen sich auf: Superzyklen dauern typischerweise 9 bis 19 Jahre – der aktuelle Abwärtstrend ist mit 17 Jahren bereits überdurchschnittlich lang. Das Ratio zeigt klare Bodenbildungstendenzen. Und Rohstoffe sind gegenüber Aktien so extrem unterbewertet wie noch nie seit Beginn der Datenreihe – selbst die Tiefs von 1971 und 1999 waren weniger extrem.

Historisch waren solche Trendwenden selten sanft, sondern oft mit einem Paukenschlag verbunden – ausgelöst durch geopolitische Schocks, Angebotsengpässe oder einen monetären Regimewechsel. An solchen Auslösern herrscht 2026 bekanntlich kein Mangel.

BCOM/S&P 500-Ratio (log), 01/1960–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Fazit

Damit schließt sich der Bogen: vom FOMO-Adrenalin zum HALO-Anker. Vier Akronyme, vier Aggregatzustände. HALO ist das Korrektiv: die Rückkehr zur Substanz, nachdem die Schwerelosigkeit ihren Preis gefordert hat.

„If truth is the first casualty in war, bonds are usually a close second.“

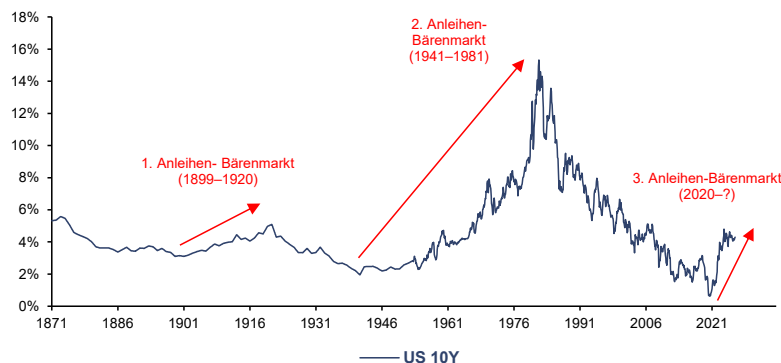
Luke Gromen

Dieser Übergang ist kein taktisches Rebalancing, sondern ein Regimewechsel. Was in der FOMO-Welt als Relikt galt – Pipelines, Minen, Gold – wird in der HALO-Welt zur knappen Ressource: nicht per Prompt replizierbar, durch kein Software-Update obsolet, frei von Emittentenbonität. Gold ist in dieser Logik nicht ein HALO-Trade unter vielen, sondern der Prototyp: maximale Heavy-Asset-Dichte bei einer Halbwertszeit der Obsoleszenz von 5.000 Jahren.

Die alten Gewissheiten sind gefallen, und mit ihnen das Glaubensbekenntnis einer ganzen Finanzmarkt-Generation. US-Staatsanleihen liefern Korrelationen und Drawdowns, die es in dieser Kombination seit vier Dekaden nicht mehr gab. Die Inflation, vor fünf

Jahren noch als vorübergehend etikettiert, hat sich als strukturell entpuppt – und kein Zinszyklus wird daran etwas ändern, solange Staatsdefizite und Schuldenstände dominieren.

US 10Y, 01/1871–04/2026



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG

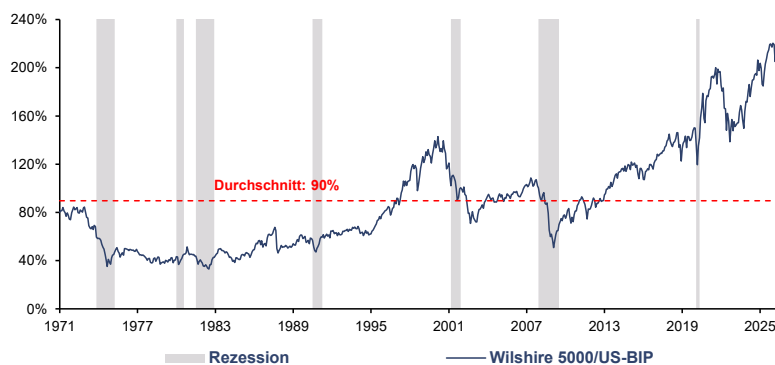


An den US-Aktienmärkten sind die Bewertungen vieler Sektoren und Einzeltitel weiterhin weit von Schnäppchenniveaus entfernt. Der Buffett-Indikator² notiert per Ende April 2026 bei rund 226 % – ein Allzeithoch, das den langfristigen Schnitt von 90 % um das Zweieinhalbfache übersteigt und rund 2,5 Standardabweichungen über dem historischen Trend liegt. Zum Vergleich: Der Dezember-2021-Peak von rund 200 %, damals bereits als Manie empfunden, wirkt aus heutiger Sicht fast moderat.

„If the ratio approaches 200%...
you are playing with fire.“

Warren Buffett

Wilshire 5000/US-BIP, 01/1971–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Wir sehen dennoch weiterhin ausgewählte attraktive Opportunitäten: im Value-Segment der Old Economy, in Europa, in Emerging Markets und vor allem im Rohstoff- und Mining-Sektor. Im neuen Regime übernimmt Gold eine Funktion, die es seit den 1970er-Jahren nicht mehr hatte: vom Exoten in der Portfolio-Randnotiz zum Fundament einer monetären Neuordnung. **Gold ist nicht länger nur Versicherungspolice, sondern der Renditebringer für eine Welt, in der Staatsanleihen ihre antifrangible Rolle verloren haben.**

² Der Buffett-Indikator ist ein Bewertungsmultiplikator, der die Kapitalisierung des US-amerikanischen Wilshire 5000-Index mit dem US-BIP vergleicht.



Driven to Outperform

Vielseitig in der Produktion.

Diszipliniert im Betrieb.

Verlässliche Ergebnisse.

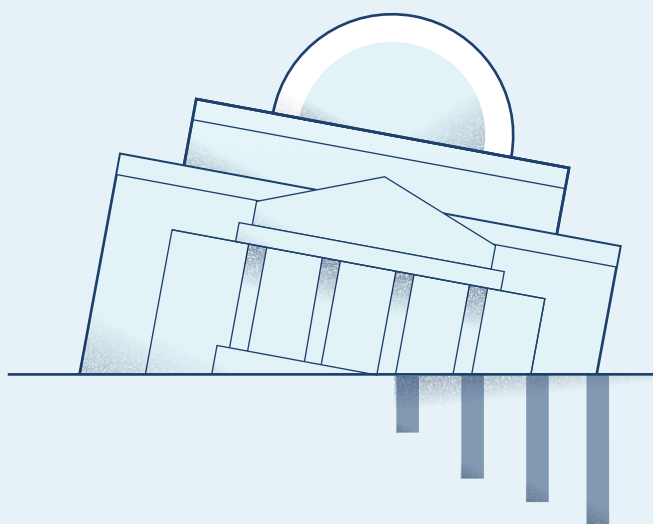


Equinox Gold bietet Anlegern ein bedeutendes Engagement in Gold mit einem diversifizierten Portfolio und einer Pipeline organischer Wachstumsprojekte.

Equinox Gold verfügt über ein Fundament aus hochwertigen, langlebigen Goldbetrieben in Kanada und in ganz Amerika sowie über einen klaren Wachstumspfad durch drei Expansionsprojekte. Geführt von einem erfahrenen Team, konzentriert sich das Unternehmen auf disziplinierte Ausführung, operative Exzellenz und langfristige Wertschöpfung.

Erfahren Sie mehr unter www.equinoxgold.com

Status quo der Verschuldung



Key Takeaways

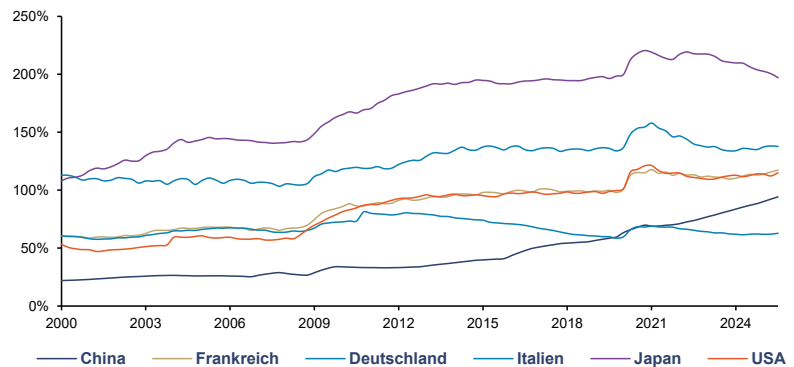
- Seit 2007, im Jahr des ersten *In Gold We Trust*-Reports und am Vorabend der Weltfinanzkrise, ist die weltweite Staatsverschuldung um mehr als 50 % auf 96,8 % angewachsen.
- Die Polykrise der Gegenwart – Alterung, Aufrüstung, grüne Wende, geopolitische Instabilität – stellt eine erhebliche Belastung für die Staatsfinanzen dar.
- Selbst die Primärsalden sind in den meisten Industriestaaten im tiefroten Bereich. Ausgerechnet das viel gescholtene Italien ist die einzige namhafte Ausnahme, weil nun auch Deutschland Schulden in historischem Ausmaß aufnimmt.
- Das US-Defizit von 5,8 % (2025) entspricht ziemlich genau dem Durchschnitt des IGWT-Zeitalters 2007–2026. Vom langjährigen Durchschnitt der Jahre 1975–2025 von 3,8 % ist das Defizit allerdings weiterhin meilenweit entfernt.
- Historisch wie aktuell erweisen sich Staatsanleihen als „Schönwettervermögenswert“, gerade auch weil die gegenwärtige Aufrüstung wie auch schon frühere gemäß der Devise „Waffen und Butter“ über höhere Defizite finanziert wird.
- Den Bürgern drohen angesichts der strukturellen Defizite höhere Steuern, Leistungseinschränkungen und schärfere Maßnahmen im Bereich der fiskalischen Repression.

Einmal wird der Tag kommen, da der Bürger erfahren muss, dass er die Schulden zu bezahlen habe, die der Staat macht und uns zum „Wohle des Volkes“ deklariert.

Ludwig Erhard

Wie sich die Zeiten ändern. 2007, im Jahr des ersten *In Gold We Trust*-Reports, lagen Deutschland, Frankreich und die USA bei der Staatsverschuldung nahezu gleichauf, mit jeweils zwischen 60 und 65 %. Jene Italiens bewegte sich nur leicht über 100 %, jene Japans noch deutlich unter 200 %. Die wenig später hereinbrechende Weltfinanzkrise sollte die Staatsfinanzen allerdings erheblich erschüttern.

Staatsverschuldung, in % des BIP, Q1/2000–Q3/2025



Quelle: BIZ, Incrementum AG

 incrementum

„High Debt, Hard Choices“

IWF-Publikation, März 2026

Nun, zwei Jahrzehnte später, droht die fiskalische Position vieler Länder, gerade auch von Industrieländern, endgültig aus den Fugen zu geraten. **Denn ungeachtet der Konsolidierungsphasen im Nachgang der Weltfinanzkrise 2007/08 sowie der Corona-Pandemie setzt sich der langfristige Aufwärtstrend kontinuierlich fort.**

Für 2026 erwartet der IWF eine globale Staatsschuldenquote von 96,8 %. 2007, im Jahr des ersten *In Gold We Trust*-Reports und am Vorabend der Weltfinanzkrise, waren es lediglich 60,9 %. Das ist ein Anstieg um mehr als 50 %. In absoluten Zahlen ist die Entwicklung naturgemäß noch deutlich dramatischer. In lediglich zwei Jahrzehnten schwoll die Staatsverschuldung von etwas mehr als 35 Bill. USD auf knapp 120 Bill. USD und damit fast um den Faktor 3,5 an. Das nominale globale BIP legte im selben Zeitraum um etwas mehr als 110 % von 58,3 Bill. USD auf voraussichtlich 123,6 Bill. USD zu.

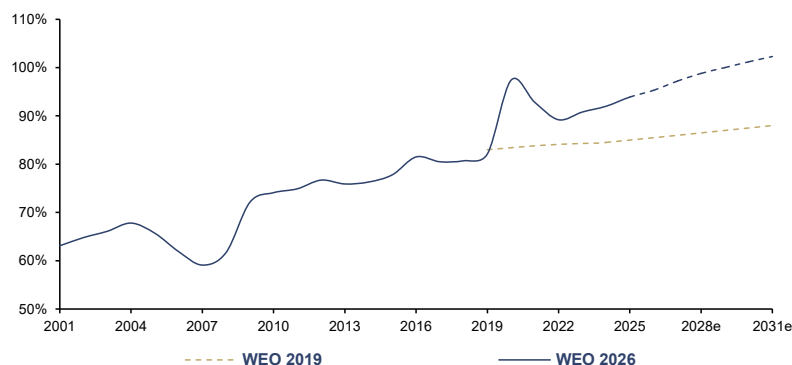
Diese Schuldendynamik ist maßgeblich auf die Polykrise der Gegenwart zurückzuführen. Gleichzeitig drückt auf das Budget eine Vielzahl an Entwicklungen, die jede für sich genommen bereits eine große Herausforderung für die Staatsfinanzen darstellt: die Energiewende, mitunter unter gleichzeitiger Abkehr von russischen Energielieferungen, die militärische Aufrüstung, die Alterung, die Migrationsströme und der daraus resultierende Finanzierungsbedarf für die Integration bzw. für den Grenzschutz und die höheren Zinsen auf die Staatsschuld.

Ein markanter Bruch bei der Staatsschuldenentwicklung war die Corona-Pandemie mit zahlreichen ökonomischen, politischen und gesellschaftlichen Verwerfungen. Die Staatsverschuldung wurde nicht nur auf ein neues Niveau gehoben, auch ihre Dynamik hat sich seither beschleunigt.

” *Every dollar a government borrows without matching revenue implies higher taxes or lower spending in the future, at least to cover the additional interest the new debt generates. Beyond a certain point, more borrowing forces painful decisions—through austerity, inflation, financial repression, or even default.*

Era Dabla-Norris, Rodrigo Valdes, IWF

Globale Staatsverschuldung, in % des BIP, 2000–2031e



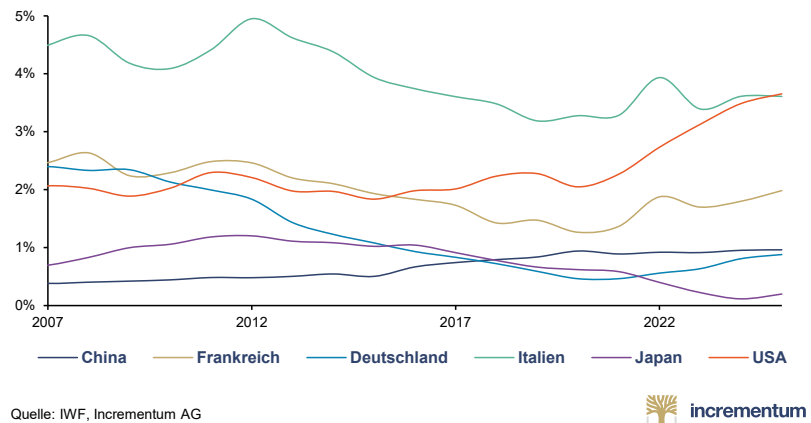
Quelle: IWF, Incrementum AG



Zugegeben, in der öffentlichen Debatte wird der Staatsschuldenquote womöglich zu viel Bedeutung zugemessen. Darauf weist die Studie „Why Care about Debt-to-GDP?“ zu Recht hin. Als eine Alternative zur Staatsschuldenquote wird die Zinsquote vorgeschlagen, die die tatsächliche laufende Belastung der Staatsverschuldung für den Staatshaushalt abbildet. Schließlich kann eine höhere Verzinsung bei niedrigerem Schuldenstand eine höhere Belastung für das Budget darstellen als eine niedrige Verzinsung bei einem höheren Schuldenstand.

Der folgende Chart zeichnet die Entwicklung der Zinsquote nach, ebenfalls ab 2007. Deutlich sind die Auswirkungen der Niedrig(st)zinspolitik zu erkennen, die die Staaten zwischenzeitlich erheblich entlastete und den Finanzministern eine goldene Epoche schenkte, und ebenso deren Ende. **Im Langfristvergleich ist die Zinsquote für viele Staaten weiterhin eher niedrig, denn die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschulden bildet den Renditeanstieg der vergangenen Jahre noch nicht vollumfänglich ab.** So beträgt per Ende 2025 die durchschnittliche Restlaufzeit der marktfähigen US-Staatsverschuldung **knapp 6 Jahre**.

Zinsausgaben, in % des BIP, 2007–2025

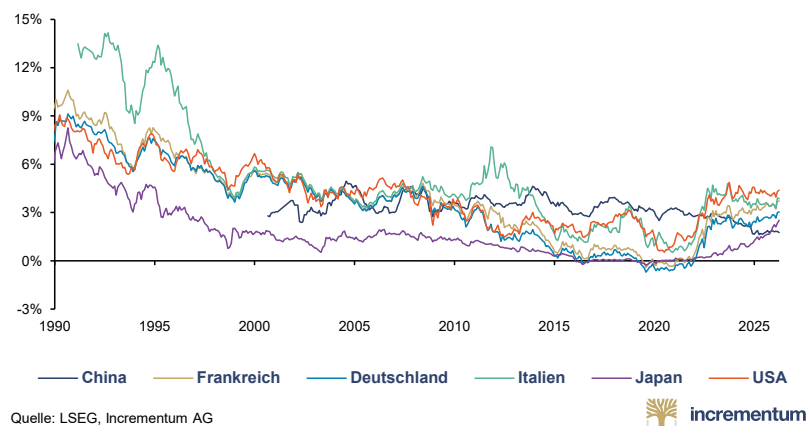


„If you have a garden and a library, you have everything you need.“

Marcus Tullius Cicero

Beide Indikatoren – die Schuldenquote und die Zinsquote – lassen denselben Schluss zu: Dass führende Industriestaaten immun gegen Schuldenkrisen wären, ist endgültig eine Illusion der Vergangenheit. Das signalisieren auch die langsam, aber stetig nach oben kletternden Anleiherenditen, auch wenn diese im Langfristvergleich weiterhin noch weit von früheren Spitzenwerten entfernt sind. Im Herbst 2025 verzeichneten französische Staatsanleihen gegenüber italienischen erstmals einen positiven Spread, eine Phase, die bis Mitte Jänner anhielt und jäh endete, als der französische Premierminister Sébastien Lecornu ein Misstrauensvotum überstand und das Budget für 2026 unter Rückgriff auf Artikel 49.3 der französischen Verfassung gegen den Widerstand der Opposition und ohne eigene Mehrheit durchboxte.

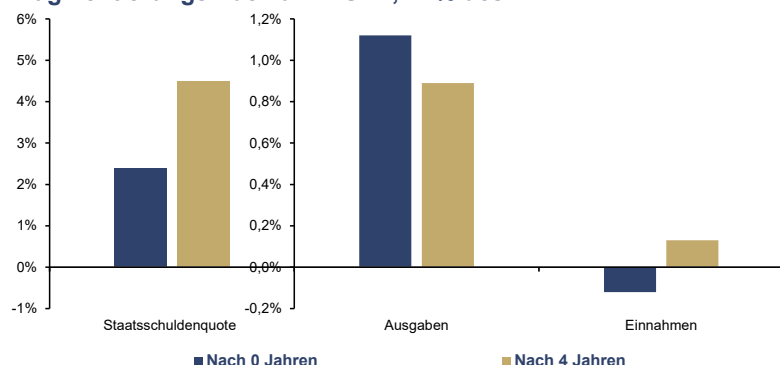
10-jährige Staatsanleihenrendite, 01/1990–04/2026



Ein weiterer belastender Faktor für die Staatsfinanzen ist die Zunahme an geopolitischen Spannungen und die geopolitische Zersplitterung. Bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“ hatten wir auf die Bedeutung des Vertrauens für das menschliche Miteinander im Allgemeinen und die wirtschaftliche Zusammenarbeit im Besonderen analysiert. Vertrauen ist im Alltag die wohl meist unterschätzte ökonomische Ressource. Wo das Vertrauen in den Geschäftspartner oder in die Rechtssicherheit fehlt, fallen deutliche Zusatzkosten an. Simulationsberechnungen einer Studie von Fernandez-Villaverde und Song zeigen, dass eine Zunahme der geopolitischen Fragmentierung die Staatsverschuldung erhöht.¹

¹ Siehe dazu auch: IMF: *Fiscal Monitor*, Chapter 1, April 2025

Reaktion auf einen Anstieg des Geopolitischen Fragmentierungsindex um 1 STD, in % des BIP



Quelle: IWF, Incrementum AG



„Waffen oder Butter“? – „Waffen und Butter“!

„Whatever it takes“ – „Koste es, was es wolle“; mit diesen von Mario Draghi übernommenen Worten unterstrich Friedrich Merz wenige Tage nach der gewonnenen Bundestagswahl im März 2025 die Ernsthaftigkeit, mit der er nun die Aufrüstung Deutschlands angehen wolle. Im Wahlkampf hatte Merz die Schuldenbremse noch energisch verteidigt. Wenige Wochen später wurde nicht nur das 500 Mrd. EUR schwere „Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaneutralität“ beschlossen, sondern auch, dass Verteidigungsausgaben von mehr als 1 % des BIP nicht mehr unter die nationale Schuldenbremse fallen.

Bundeskanzler Merz sah sich vor das bekannte Problem gestellt, dass eine Ausweitung der Verteidigungsausgaben ohne Ausweitung des Budgetdefizits zwingend namhafte Einsparungen bei anderen Ausgaben zur Folge hätte. Merz handelte damit so, wie es das Ergebnis der Studie „Guns and Butter: The Fiscal Consequences of Rearmament and War“ erwarten ließ. Historisch, so die Studie, die die Budgetdaten von 20 Industriestaaten im Zeitraum 1870–2022 analysiert, bevorzugten Regierungen in den Industriestaaten kurzfristig höhere Budgetdefizite, also „Waffen und Butter“, um die Aufrüstung zu finanzieren. **Langfristig blieb ein toxischer Mix aus höheren Steuern und einer Staatsquote auf jeweils höherem Niveau.**

Auf die Frage, warum Regierungen lieber auf die Option „Waffen und Butter“ als auf „Waffen oder Butter“ setzen, geben die Autoren keine Antwort. Doch ist diese nahelegend: Weil bei Wahl der ersten Option zumindest kurzfristig der Eindruck erweckt werden kann, dass Aufrüstung und Sozialausgaben nicht in einem Konkurrenzverhältnis zueinander stehen. Den Wählern wird durch die Ausweitung des Budgetdefizits ein Sowohl-als-auch vorgegaukelt und damit zumindest kurzfristig die Loyalität wichtiger Wählergruppen gesichert, obwohl im Hintergrund unablässig das Entweder-oder wirkt, das sich mit etwas zeitlicher Verzögerung in Form einer anziehenden Inflation bemerkbar macht.

Wohin dieses Sowohl-als-auch führen dürfte, zeigen auch die Berechnungen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die der seit 1. Juli 2025 amtierende Generalsekretär Pablo Hernandez de Cos in einem Vortrag mit dem Titel „Fiscal threats in a changing global financial system“ referierte. Im Basisszenario mit konstanten Primärdefiziten auf dem im historischen Vergleich hohen Niveau von 2024 würde die Staatsverschuldung in den Industriestaaten lediglich leicht auf rund 110 % ansteigen lassen, in den aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich auf etwas unter 100 %.

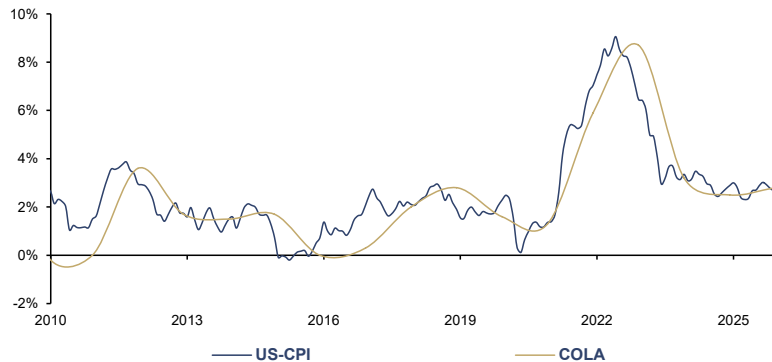
„My policy on cake is pro having it and pro eating it.“

Boris Johnson

„There’s no trick to being a humorist when you have the whole government working for you.“

Will Rogers

US-CPI, yoy, und COLA (Cost-Of-Living Adjustments),
01/2010–12/2025



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Social Security Administration, Incrementum AG



Die Kreativität der Finanzminister korreliert mit der Schieflage der Staatsfinanzen

Finanzminister sind häufig eher spröde Charaktere. Doch mitunter sprühen sie vor Kreativität; zum Beispiel dann, wenn es um das Erfinden neuer Steuern und Abgaben geht. Gerne üben sie sich auch in der Schöpfung kreativster Wörter, um den schlechten Zustand der Staatsfinanzen zu verschleiern oder schön zu reden. So heißen Sonderbudgets in Deutschland seit jeher *Sondervermögen*, obwohl es sich um staatliche *Sonderschulden* handelt. Besonders originell ist die in Österreich bereits seit vielen Jahren übliche Formulierung „einnahmenseitiges Sparen“ für, richtig, Steuer- und Abgabenerhöhungen.

Zudem setzt sich der rhetorische Trick durch, jede staatliche Ausgabe als „Investition“ zu bezeichnen. So werden Ausgaben für die Errichtung eines neuen Spielplatzes zu einer „Investition in das soziale Miteinander“. Das ist zwar sprachlich nicht ganz falsch, da der Finanzminister jede Ausgabe tatsächlich für einen bestimmten Zweck „einkleidet“ (von lat. „investire“ für einkleiden), entspricht aber nicht der deutlich engeren ökonomischen Definition.

» *Österreich ist eine kleine Welt, in der die große ihre Probe hält.*

Friedrich Hebbel

Österreich wartet noch mit einer weiteren originellen Idee, einem statistischen Trick auf, um die Staatsschuldenquote zu senken. Finanzminister Markus Marterbauer forderte die Bundesländer auf, überschüssige liquide Mittel in *Bundesschatze* anzulegen, das sind direkt bei der Republik Österreich erworbene Anleihen mit einer Laufzeit von einem Monat bis zu 10 Jahre. Der banale Grund: Von anderen Gebietskörperschaften erworbene Staatsanleihen werden gemäß ESVG 2010 sowie Verordnung (EG) Nr. 479/2009 und dem „Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010“ konsolidiert und *reduzieren damit die Staatsschuldenquote*.

» *Always borrow money from a pessimist. He won't expect it back.*

Oscar Wilde

In den USA erklärt diese Vorgangsweise den Unterschied zwischen „Public Debt held by the Public“ und „Total Public Debt“ bzw. zwischen marktfähigen und nicht-marktfähigen US-Bundesschulden. Ersteres berücksichtigt lediglich die marktfähigen US-Schuldtitel und beträgt zum Ende des Fiskaljahres 2025 99,4 %. Zweiteres umfasst die nicht-marktfähigen US-Bundesschulden, jene, die von den beiden US-Sozialversicherungsfonds gehaltenen US-Bundesschulden. Ende 2025 lag diese US-Bundesverschuldung deutlich höher bei 122,3 %.

Ökonomisch ebenso irrelevant ist der juristisch-administrative Trick, bestimmte Ausgaben aus der Berechnung der maximal zulässigen Neuverschuldung auszuklammern. So ist es den EU-Mitgliedsstaaten möglich, im Rahmen der sogenannten „nationalen Ausweichklausel“ (Verordnung (EU) 2024/1263, Art. 26) für die Jahre 2025–2028 bis zu 1,5 % des BIP für zusätzliche Verteidigungsausgaben aufzuwenden, ohne dass dieser Betrag auf die Einhaltung der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts

(„Maastricht-Kriterien“) angerechnet wird. Ökonomisch ist diese Vorgehensweise irrelevant. Denn Schulden bleiben ökonomisch Schulden, auch wenn Politiker, Bürokraten und Juristen bestimmten Ausgaben ein anderes juristisches oder politisches Etikett anbringen.

Deep-Dive USA

Trumps Budgetwunder blieb (bislang?) aus

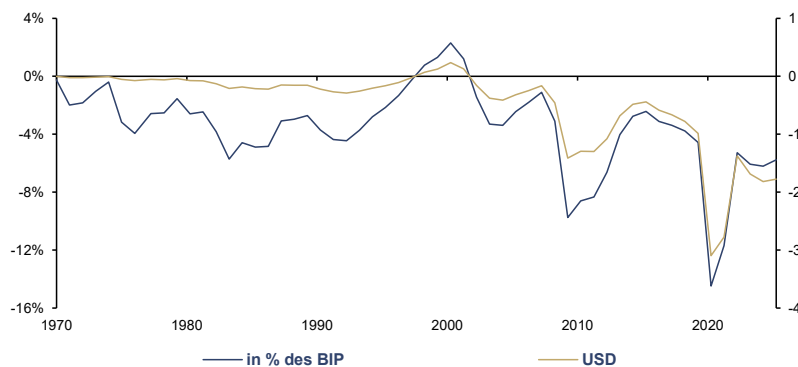
Die kühnsten Optimisten erwarteten sich von der zweiten Präsidentschaft von Donald Trump und dem mittlerweile bereits wieder aufgelösten *Department of Government Efficiency* (DOGE) unter ursprünglich maßgeblicher Mitwirkung von Elon Musk (kurzfristige) Wunder. Wir stimmten in diesen Optimismus in unserer Analyse im vergangenen Jahr nicht mit ein und sprachen von der „**DOGE-Illusion**“. Immerhin wurde aber die Anzahl der auf Bundesebene Beschäftigten bereits um mehr als 10 % reduziert.

Der Rechnungsabschluss des ersten Fiskaljahres in der zweiten Amtszeit von Donald Trump liegt nun vor. Das Defizit fiel abermals leicht auf 1,8 Bill. USD, nach 1,9 Bill. USD im Fiskaljahr 2024. Auch das bis Ende September laufende Fiskaljahr 2026 dürfte mit einem Defizit von unter 2 Bill. USD enden. Angesichts der – auch für uns – überraschend robusten wirtschaftlichen Entwicklung in den USA dürfte das Budgetdefizit in Prozent der US-Wirtschaftsleistung jedoch weiter sinken, nach 6,6 % im Fiskaljahr 2024 und 5,8 % im vergangenen Fiskaljahr 2025. Vom langjährigen Durchschnitt der Jahre 1975–2025 von 3,8 % ist das Defizit allerdings noch meilenweit entfernt. **Das letztjährige Defizit von 5,8 % entspricht ziemlich genau dem Durchschnitt des IGWT-Zeitalters 2007–2026.**

„*They’ve done studies, you know. 60% of the time, it works every time.*“

Brian Fantana, Anchorman

US-Budgetdefizit, in % des BIP (lhs), und in Bill. USD (rhs), 1970–2025



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG



Im Herbst 2024 hatte der aktuell amtierende und damals designierte Finanzminister Scott Bessent den 3-3-3-Plan vorgestellt. Als wirtschaftspolitische Ziele der Trump-Administration zur Erneuerung der US-Wirtschaft sollen das reale Wirtschaftswachstum auf 3 % angehoben, das Defizit auf 3 % gesenkt und die Energieproduktion um 3 Mio. Barrel angehoben werden. Dem durchaus ambitionierten Defizitziel ist die Trump-Administration bislang nur ein kleines Stück nähergekommen.

Im ersten Halbjahr des Fiskaljahres 2026 (Oktober 2025–März 2026) fiel das Budgetdefizit um etwas mehr als 10 % im Vorjahresvergleich. Das Minus von 1,2 Bill. USD ist jedoch weiterhin der drittschlechteste Start in ein Fiskaljahr. Als Anteil am BIP dürfte aufgrund des Wirtschaftswachstums das Defizit für diese sechs Monate von ca. 8,7 % im vorherigen Fiskaljahr auf unter 8,0 % gefallen sein.

„*For the immediate future...it's hard to bet against a long, steady worsening of fiscal problems without a political realignment and restoration of the possibility of bipartisan action.*“

Alan Auerbach

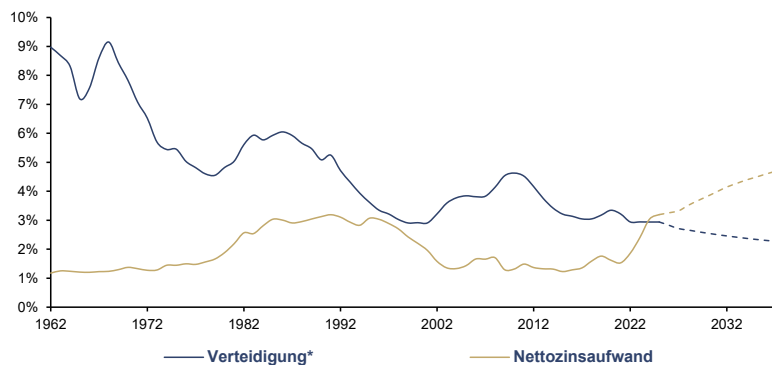
Ohne Konsolidierung allein 170 % BIP-Schulden in den Industriestaaten bis 2050. Mit Energiewende und Aufrüstung: weitere 50 Prozentpunkte. Die Mathematik der Demografie hat über die Mathematik der Politik gesiegt.

Leichte Entlastung brachten die Zolleinnahmen. In den ersten sechs Monaten des Fiskaljahres legten diese im Vorjahresvergleich um 283 % auf 167 Mrd. USD zu. Die Entscheidung des Supreme Courts am 20. Februar erklärte gewisse Zölle für verfassungswidrig. Daraufhin kündigte Donald Trump nicht nur neue Sonderzölle an, sondern verhängte diese auch umgehend. Mit 10 % sind sie niedriger als die ursprünglich angekündigten 15 %.

Folglich bleibt für das laufende Fiskaljahr offen, wie hoch am Ende die Zolleinnahmen tatsächlich sein werden. Im ersten Fiskalhalbjahr 2026 betrug ihr Anteil an den Gesamteinnahmen 6,7 %, gegenüber 1,8 % im Vorjahr.

Dass die USA mittlerweile das sogenannte *Ferguson's Law* brechen, haben wir bereits in den vergangenen Jahren behandelt.² Diese nach dem britischen Historiker Niall Ferguson benannte Gesetzmäßigkeit besagt, dass der Hegemon seine Vorrangstellung zu verlieren droht, sobald die Zinslasten die Verteidigungsausgaben übersteigen. Das ist in den USA seit dem Fiskaljahr 2024 der Fall. Trumps wiederholte Ankündigung einer Erhöhung der Militärausgaben **um deutlich mehr als 50 % auf 1,5 Bill. USD** wäre der Versuch, die Einhaltung von *Ferguson's Law* nicht durch eine Sanierung des Budgets zu erreichen, sondern durch eine Erhöhung der Militärausgaben. Erhebliche Zweifel sind angebracht, ob diese Strategie mittel-, geschweige denn langfristig aufgehen kann.

US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1962–2056e



Quelle: CBO, Incrementum AG, *Verteidigungsausgaben für 2026–2056 = 48% der diskretionären Ausgaben (Durchschnitt von 2014–2024)



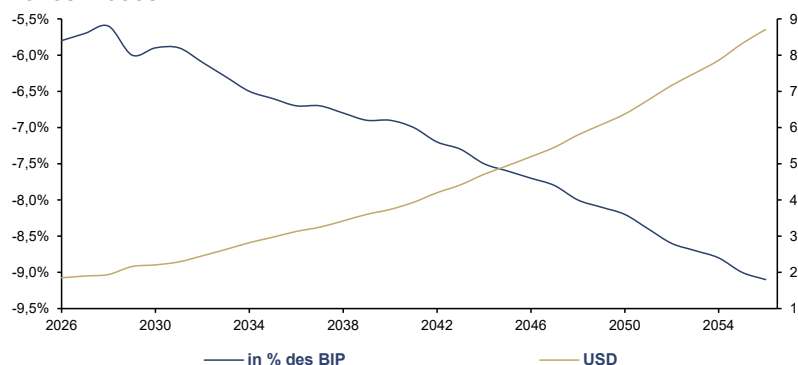
» You don't pay taxes — they take taxes.

Chris Rock

Und auch für die nächsten 20 Jahre ist die US-Budgetprognose keineswegs rosig. Die Redewendung „Prognosen sind schwierig, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen“ (Mark Twain) ist naturgemäß umso wahrer, je länger der Prognosezeitraum ist. Für Bereiche, in denen die Politik das Sagen hat, trifft dies umso mehr zu, schließlich können gesetzliche Regelungen nahezu jederzeit geändert werden. Dennoch haben Langfristberechnungen ihre Meriten. Sie zeichnen in groben Zügen auf, wohin die Reise auf Grundlage der aktuellen Gesetzeslage unter bestimmten Annahmen wie dem realen BIP-Wachstum, der Bevölkerungsentwicklung etc. führen würde.

² Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In *Gold We Trust*-Report 2025; „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In *Gold We Trust*-Report 2024

US-Budgetdefizit, in % des BIP (lhs), und in Bill. USD (rhs), 2026e–2056e



Quelle: CBO, Incrementum AG

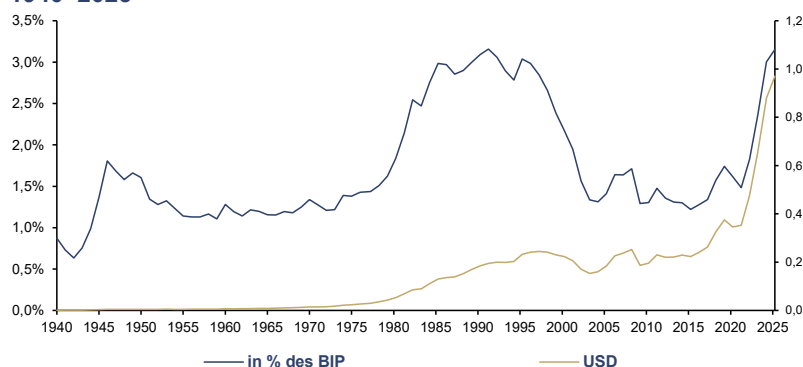


In absoluten Zahlen droht bereits bis 2034 eine Verdoppelung der nominalen Zinszahlungen auf 2 Bill. USD im Jahr. In der aussagekräftigeren relativen Betrachtung wird bis 2046 ein Anstieg um knapp 50 % von aktuell 3,2 % des BIP auf 4,7 % in 20 Jahren prognostiziert.

„In this respect, Trump as a real estate developer understands the importance of the cost of debt servicing.“

Chris Wood

US-Zinsaufwand, in % des BIP (lhs) und in Bill. USD (rhs), 1940–2025



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG



Die Uhr tickt: Nur mehr 7 Jahre bis zur Erschöpfung des US-Sozialversicherungsfonds OASI

In diese 20-Jahres-Periode fällt aber noch ein weiteres einschneidendes fiskalisches Ereignis. Aktuelle Prognosen aus dem „2025 OASDI Trustees Report“ zufolge wird bereits 2033 einer der beiden US-Sozialversicherungsfonds („Social Security Trust Fund“, OASDI), der „Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund“ (OASI), erschöpft sein. Per Ende 2024 wies er noch ein Vermögen von 2,5 Bill. USD auf. Ab 2033 müsste daher das aktuell gesetzlich vorgesehene Leistungsniveau auf 77 % abgesenkt werden. Dieses Leistungsniveau könnte aus den laufenden Einnahmen gedeckt werden. Alternativ müsste der für OASI zu entrichtende Sozialversicherungsbeitrag von 10,6 % deutlich angehoben werden.

Wesentlich besser sieht die Lage beim zweiten, deutlich kleineren Fonds, dem „Federal Disability Insurance Trust Fund“ (DI), aus. Dessen Vermögen von aktuell 183,2 Mrd. USD soll in der mittleren Prognosevariante bis zum Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2034 auf 703,8 Mrd. USD anwachsen.

Die nach dem britischen Historiker Niall Ferguson benannte Gesetzmäßigkeit besagt, dass der Hegemon seine Vorrangstellung zu verlieren droht, sobald die Zinslasten die Verteidigungsausgaben übersteigen.

„Ich glaube, das Wiesel-Wort par excellence ist das Wort ‚sozial‘. So wie das kleine Raubtier, das auch wir Wiesel nennen, angeblich aus einem Ei allen Inhalt herausaugen kann, ohne daß man dies nachher der leeren Schale anmerkt, so sind die Wiesel-Wörter jene, die, wenn man sie einem Wort hinzufügt, dieses Wort jedes Inhalts und jeder Bedeutung berauben.“

Friedrich A. von Hayek

„Meet the new boss. Same as the old boss.“

The Who, Won't Get Fooled Again

„QE is reverse Robin Hood. It's policy that steals from the poor, to give to the rich.“

Kevin Warsh

Die Schuldenlage der USA ist noch besorgniserregender, wenn man die Berechnungen des *Statement of Long-Term Fiscal Projections* des US-Finanzministeriums betrachtet. Laut diesen Berechnungen belaufen sich über einen Zeitraum von 75 Jahren die ungedeckten Sozialversicherungsverbindlichkeiten mittlerweile auf 88,4 Bill. USD. 2021 waren es nur 71,0 Bill. USD. Rechnet man diese Verpflichtungen den offiziellen gesamtstaatlichen Schulden der USA von 47,8 Bill. USD hinzu, würden die gesamten Verbindlichkeiten des Bundes nun 136,2 Bill. USD übersteigen und damit etwa das Fünffache des jährlichen BIP.

Die gesamtstaatliche Verschuldung der USA von bereits knapp 50 Bill. USD mag überraschend kommen. Meist wird aktuell eine US-Verschuldung von etwas über 39 Bill. USD berichtet. Diese Summe umfasst aber nur die Bundesschulden. Im internationalen Vergleich ist es jedoch üblich, die Staatsschulden, also jene des Gesamtstaates (=Bund, Länder, Gemeinden, Sozialversicherung) anzuführen. Insofern wird die öffentliche Verschuldung der USA zu gering angesetzt.

Basierend auf den **letzstverfügbaren Zahlen zum Jahresende 2023** belaufen sich die öffentlichen Schulden der Bundesstaaten und der kommunalen Gebietskörperschaften auf 6,1 Bill. USD. Damit stünde die Gesamtverschuldung der USA per Ende 2023 bereits bei rund 40 Bill. USD oder 148 %. Die von den US-Sozialversicherungsfonds OASDI gehaltenen US-Staatsanleihen sind in dieser Ziffer enthalten. In der Zwischenzeit sind allein die Bundesschulden um weitere mehr als 5 Bill. USD oder knapp 3 Prozentpunkte angewachsen. **Der Schuldenstand der USA dürfte daher bereits mehr als 150 % betragen. Damit liegen die USA deutlich vor Italien, dessen Staatsverschuldung rund 137 % beträgt.**

Kevin Warsh, der neue Vorsitzende der Federal Reserve – wird die Bilanz der Federal Reserve noch zinssensitiver?

Die Personalie des neuen Vorsitzenden der Federal Reserve ist an und für sich eine für das Kapitel „Status quo der Inflationsdynamik“. Wir gehen dort näher auf die geldpolitisch relevanten Vorstellungen von Kevin Warsh ein. Doch hat seine Kür durchaus auch Auswirkungen auf die Schuldenentwicklung, sofern sich der erst seit wenigen Tagen im Amt befindliche neue Vorsitzende mit seinen Ansichten tatsächlich durchsetzen kann.

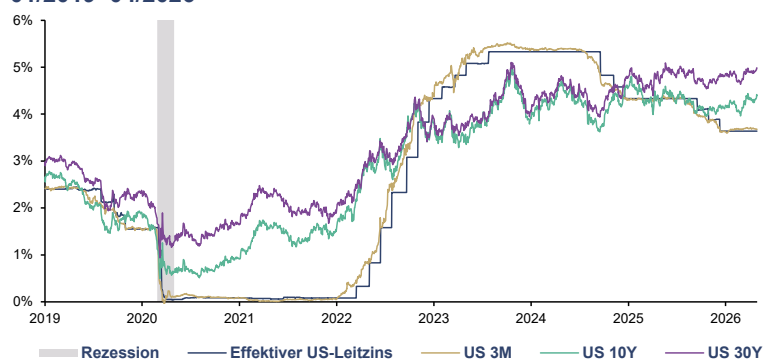
Warsh erachtet die Bilanzsumme der Federal Reserve als deutlich zu hoch und möchte diese weiter zurückfahren. Vom Allzeithoch im April 2022 mit knapp 9 Bill. USD wurde die Bilanzsumme bis Anfang Dezember 2025 um 2,5 Bill. USD oder fast 30 % reduziert. Seither befindet sie sich wieder in einem leichten Aufwärtstrend. Die Federal Reserve hatte angekündigt, bis zum Steuerfähigkeitstag am 15. April monatlich T-Bills im Umfang von 40 Mrd. USD im Rahmen der „Reserve Management Purchases“ (RMPs) anzukaufen. Danach sollen die Ankäufe deutlich reduziert werden.

Kevin Warsh ist ein offener Gegner des Quantitative Easing (QE), sofern QE nicht als Notfallmaßnahme eingesetzt wird. Als im November 2010 unter dem damaligen Vorsitzenden Ben Bernanke eine weitere Runde an QE beschlossen wurde, legte Warsh aus Protest per Ende März 2011 sein Amt nieder, das er Ende Februar 2006 infolge der Nominierung durch den damaligen Präsidenten George W. Bush angetreten hatte, obwohl er ursprünglich seine Zustimmung zu QE2 gegeben hatte. 2014, also drei Jahre nach seinem Ausscheiden, stufte er QE, sofern es nicht in Notfallzeiten eingesetzt wird, als „**reverse Robin Hood**“ ein, das die soziale Ungleichheit durch ein Aufgehen der Vermögensschere erhöht.

Die von ihm angekündigte Doppelstrategie aus niedrigeren Leitzinsen und einer Bilanzverkürzung würde als Folge der sinkenden Nachfrage nach US-Bundesanleihen die Finanzierung der US-Staatsverschuldung am langen Ende verteuern, am kurzen Ende hingegen günstiger machen. **Das hätte eine stärkere Zinssensibilität der US-Verschuldung zur Folge, die, so die Hoffnung, aber zu einer Senkung der Finanzierungskosten führt.**

Der Schuldenstand der USA dürfte daher bereits mehr als 150 % betragen. Damit liegen die USA deutlich vor Italien, dessen Staatsverschuldung rund 137 % beträgt.

Effektiver US-Leitzins und US-Staatsanleihenrenditen, 01/2019–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Gleichzeitig setzt Warsh auf einen Produktivitätsboom als Folge einer erhofften KI-Revolution. Die Produktivitätssteigerungen sollen das Wirtschaftswachstum beflügeln und dadurch die US-Bundesfinanzen durch höhere Steuereinnahmen und geringere Sozialausgaben verbessern. Entlastet werden soll der US-Bundeshaushalt zudem durch das Aufspüren von Betrug mit Bundesgeldern dank des Einsatzes von KI und Software von Palantir. Das sich daraus ergebende niedrigere Bundesdefizit soll in weiterer Folge den Druck auch auf das lange Ende der Renditekurve mildern, so zumindest der Plan.

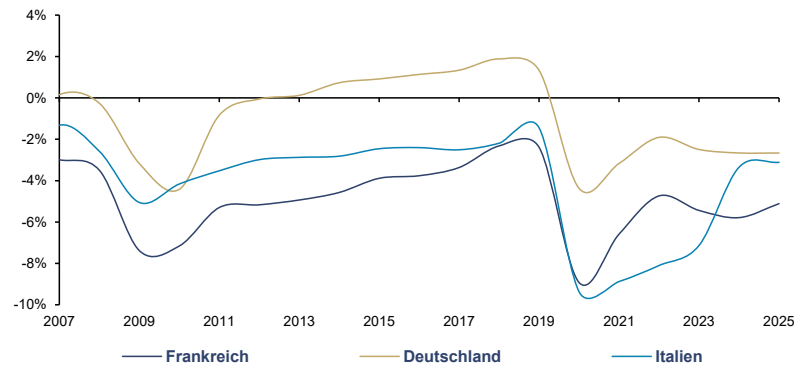
„Computers are useless. They can only give you answers.“

Pablo Picasso

Deep-Dive Eurozone

Wie bereits im *In Gold We Trust*-Report 2025 „**The Big Long**“ deutlich hervorgehoben, hat sich Deutschland unter Bundeskanzler Merz von seiner Rolle als **fiskalisches Vorbild in einer bemerkenswerten Kehrtwende verabschiedet**. Diese Kehrtwende macht sich nun langsam auch in den klassischen volkswirtschaftlichen Kennziffern bemerkbar.

Budgetsaldo, in % des BIP, 2007–2025



Quelle: IWF, Incrementum AG

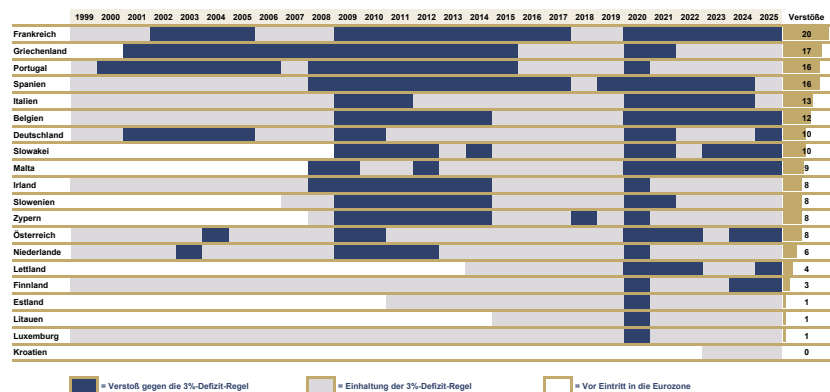


„No government ever voluntarily reduces itself in size. Government programs, once launched, never disappear. Actually, a government bureau is the nearest thing to eternal life we'll ever see on this earth.“

Ronald Reagan

Dabei wäre das deutsche Defizit 2025 noch höher ausgefallen, wenn Ausgaben nicht durch bürokratische Flaschenhälse bei der Planung und Genehmigung gebremst worden wären. Statt ursprünglich geplanten Ausgaben in der Höhe von 143 Mrd. EUR bzw. 3,2 % des BIP konnten nur 110 Mrd. EUR bzw. rund 2,5 % des BIP ausgegeben werden. Das gesamtstaatliche Defizit war – insbesondere für deutsche Verhältnisse – mit 2,7 % dennoch beachtlich. 2019 verzeichnete Deutschland noch einen Überschuss von 1,3 %, 2018 belief sich das Plus sogar auf 1,9 %. Im laufenden Jahr soll das Defizit 4,8 %, 2027 dann 4,3 % und 2028 3,8 % des BIP betragen. Selbst unter der von der EU-Kommission genehmigten Nichtberücksichtigung von Verteidigungsausgaben im Umfang von 1,5 % des BIP könnte Deutschland die 3 %-Maastrichtgrenze voraussichtlich nicht einhalten. Wobei man ehrlicherweise zugestehen muss, dass die Maastricht-Kriterien häufig lediglich als Empfehlung und nicht als verpflichtendes Regelwerk angesehen werden.

Eurozonen-Länder welche gegen die 3%-Defizit-Regel verstoßen, 1999–2025



Quelle: Agenda Austria, EU-Kommission, Incrementum AG

Deutschlands Club-Medisierung

Die Folge dieser Ausgabenexzesse ist ein deutlicher Anstieg der deutschen Staatsverschuldung. Diese dürfte bis 2030 zumindest auf 80 % zulegen. 2019 lag sie mit 59,4 % sogar unter dem Maastricht-Höchstwert von 60 %. Bereits 2029 sollen die drei Ausgabenposten soziale Sicherungssysteme, Zinsaufwand und Verteidigungskosten die gesamten Einnahmen des Staates binden. Sämtliche weitere Ausgaben müssen über die Aufnahme neuer Schulden finanziert werden.

Vernichtend war das Urteil des renommierten Münchner ifo-Instituts. Dieses bezeichnete das Budget 2026 als „**Mogelpackung**“. Ein Grund für diese harsche Kritik ist der Umstand, dass das „Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität“ weitestgehend nicht, wie angekündigt, für *zusätzliche* Investitionen genutzt wird. Von den zehn größten Investitionsposten im Umfang von 24,4 Mrd. EUR aller für 2026 geplanten Investitionen fließen nicht einmal 6 Mrd. EUR tatsächlich in Investitionen. So wird ein 7,6 Mrd. EUR schweres Darlehen an die Sozialversicherungen ebenso als Investitionsausgabe verbucht wie 6,9 Mrd. EUR für internationale Hilfe, Garantien und Entschädigungen.

Eine erste Bestandsaufnahme für 2025 kommt zu einem noch verheerenderen Urteil. Das ifo-Institut schätzt, dass 95 % der 2025 eingesetzten Mittel in Höhe von 24,3 Mrd. EUR zweckentfremdet verwendet wurden, z. B. zum Stopfen von Budgetlöchern. Das Institut für Deutsche Wirtschaft (IW) errechnet eine Zweckentfremdungsquote von 86 %. Das Budget 2025 wurde aufgrund der Bundestagswahl im Frühjahr allerdings erst im Herbst 2025 verabschiedet.

Auf einen wichtigen Aspekt weist die Studie „*Public investment in ageing societies: rethinking fiscal stimulus in structurally tight labour markets*“ des ESM hin. In – durch die Alterung – engen Arbeitsmärkten verstärken zusätzliche staatliche Investitionen den Wettbewerb um die ohnehin schon knappe Ressource „Arbeitskräfte“. In weiterer Folge befeuern die zusätzlichen Investitionen einer (nahe) an der Kapazitätsgrenze operierenden Volkswirtschaft die Inflation und verdrängen private Investitionen. Dasselbe bewirken Flaschenhälse durch Facharbeitermangel, sei es bei der Planung oder bei der Umsetzung von Projekten. Ohne Vergrößerung des Arbeitskräfteangebots verpuffen somit die zusätzlichen Staatsausgaben in höheren Preisen.

Insofern ist vielfach das Denken in den 1970er-Jahren stecken geblieben, als im Zuge der beiden Erdölkrisen Beschäftigungsprogramme aufgelegt wurden. Der damalige österreichische Bundeskanzler Bruno Kreisky (SPÖ) prägte 1979 das – zumindest in Österreich bekannte – keynesianische Bonmot: „*Ein paar Milliarden mehr Schulden bereiten mir weniger schlaflose Nächte als hunderttausend Arbeitslose.*“ Damals betrug die Staatsschuldenquote allerdings gerade einmal 23,6 %, wenige Jahre zuvor waren es sogar unter 10 % gewesen, vier Jahre später bereits über 40 %.

Bemerkenswert an der Entwicklung in Deutschland ist auch der Umstand, dass sich Deutschland immer mehr in eine staatliche Subventionswirtschaft umwandelt. Innerhalb weniger Jahre haben sich die Subventionen an Unternehmen verfünffacht und dieses Jahr ist ein weiterer deutlicher Anstieg um 10 % zu erwarten.

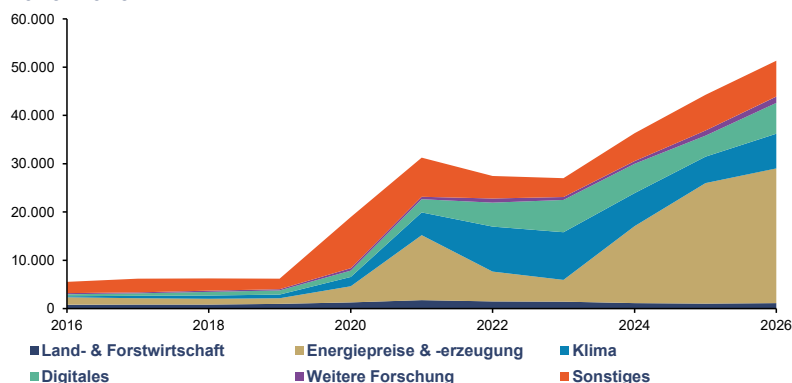
„*We all know what to do, but we don't know how to get re-elected once we have done it.*“

Jean-Claude Juncker

„*In youth we learn; in age we understand.*“

Marie von Ebner-Eschenbach

Staatliche Unternehmenssubventionen in Deutschland, in Mio. EUR, 2016–2026



Quelle: Dezernat Zukunft, Incrementum AG

incrementum

Daher ist es auch nicht überraschend, dass in Deutschland im Frühjahr über eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um 2 oder sogar 3 Prozentpunkte auf 21 bzw. 22 % diskutiert wurde. Die bislang letzte Erhöhung von 16 auf 19 % erfolgte nahezu unbemerkt

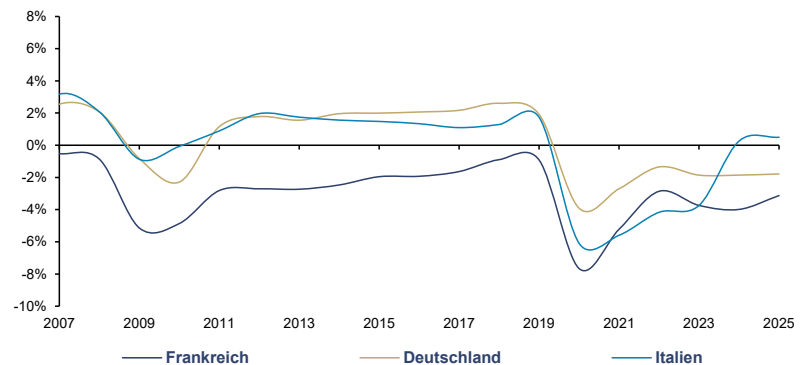
von der Öffentlichkeit im *Sommermärchen*-Trubel der Heim-WM 2006. Insofern ist es für den deutschen Konsumenten ein schlechtes Omen, dass wie 2006 diesen Sommer eine Fußball-WM ansteht.

» *The state is the great fiction through which everyone endeavors to live at the expense of everyone else.*

Frédéric Bastiat

Auch beim Primärdefizit zeigt sich die gewaltige Ausgabenflut Deutschlands, während Italien auf Quartalsbasis bereits seit Q4/2024 und auf Jahresbasis seit 2025 wieder einen Primärüberschuss erzielt. Anders gesagt: Ohne den Ballast der alten Schulden – von 1980 bis 1994 verdoppelte sich die Staatsschuldenquote auf 120 % – wäre Italiens fiskalische Position vorbildlich.

Primärsaldo, in % des BIP, 2007–2025

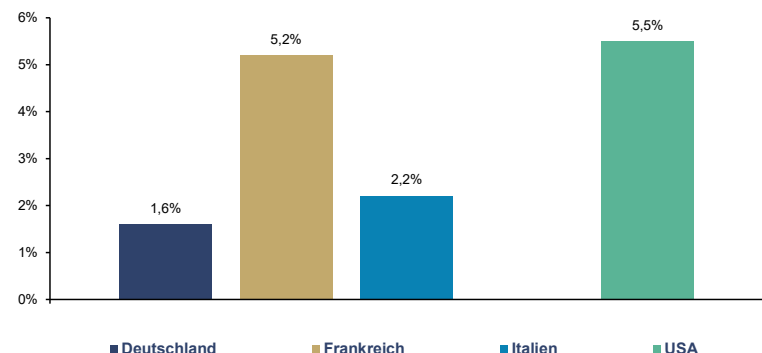


Quelle: IWF, Incrementum AG



Der Think-Tank *Bruegel Institute* hat in der Studie „*What will it take to stabilise debt in advanced countries?*“ berechnet, um wie viel sich das strukturelle Primärdefizit verbessern muss, um das Staatsschuldenniveau zu stabilisieren. Auch wenn das *Bruegel Institute* das absolute Niveau des notwendigen Primärüberschusses als nicht „dramatisch hoch“ bezeichnet, so ist der Anpassungsbedarf für viele Länder substanziell, insbesondere angesichts der außen- wie innenpolitisch und ökonomisch herausfordernden Rahmenbedingungen. Unter den großen Staaten benötigt Frankreich eine Verbesserung seines strukturellen Defizits sogar von mehr als 5 Prozentpunkten. Auch die USA befinden sich in diesem wenig illustren Club.

Erforderliche fiskalische Anpassungen, in % des BIP, 2024



Quelle: Bruegel, Incrementum AG



NextGenEU – Schönrechnerei rächt sich schnell

Wenig überraschend wurden die Belastungen aus dem EU-Corona-Wiederaufbaufonds NextGenEU schöngerechnet. Wenig überraschend ist das deswegen, weil die gemeinsamen EU-Schulden allen voran ein politisches Mittel sind, um ein politisches Ziel – den EU-Zentralstaat – zu erzwingen. In Kombination mit der seit der Euro-Staats-schuldenkrise 2012 beliebten Maxime „Koste es, was es wolle“ ergibt dies einen giftigen Cocktail. Und wie diese Schulden bedient werden sollen, **das steht weiterhin noch nicht fest**. Fest steht nur, dass diese ab 2028 und bis 2058 zurückgezahlt werden müssen. Die aufzuwendenden Beträge für die Rückzahlung und die anfallenden Zinsen sind schwindelerregend, auch weil beim Beschluss von NextGenEU von einem deutlich niedrigeren Zinsniveau ausgegangen wurde. Ab 2028 müssen dafür **jährlich 25 bis 30 Mrd. EUR** aufgewendet werden. Das entspricht rund 20 % des jährlichen EU-Haushalts.

„I love money. Got me a \$300 pair of socks. Got a fur sink... And, of course, I bought some dumb stuff, too.

Steve Martin

Eurobonds – bei jeder Krise grüßt das Murmeltier

Für viele überraschend dürfte der Vorstoß des Präsidenten der Deutschen Bundesbank, Joachim Nagel, **zur eng begrenzten Aufnahme von Gemeinschaftsschulden** gekommen sein – und vermutlich waren ebenso viele über diesen Vorstoß irritiert. Letztlich wurde er ebenso schnell zurückgezogen wie geäußert.

Der Widerstand gegen Eurobonds ist weiterhin von vielen Seiten ebenso unterschieden wie hartnäckig, würden sie doch einen weiteren Schritt in die verstärkte Integration – bis hin zu den „Vereinigten Staaten von Europa“ darstellen. Die Vertreter von zentralistischen Vereinigten Staaten von Europa fordern hingegen genau aus diesem Grund die Einführung von Eurobonds. Diese werden auch als unumgänglich für eine breitere Akzeptanz des Euros auf globaler Ebene gesehen. Ob diese Hoffnung berechtigt ist, darf angesichts des Einfrierens der russischen Währungsreserven und der Heranziehung als Sicherheit für ein Darlehen der EU-Staaten an die Ukraine aber durchaus bezweifelt werden. **Blanchard et al. argumentieren in ihrem Vorschlag aus dem Vorjahr hingegen**, dass die Finanzmärkte nach einem weiteren globalen, liquiden und sicheren Finanztitel verlangen.

Sehr wahrscheinlich ist, dass eine etwaige permanente Einführung von Eurobonds nicht die nationale Schuldenaufnahme reduzieren, sondern die Verschuldung insgesamt zusätzlich erhöhen würden. Denn die Finanzierungswünsche ufern zunehmend aus. **Die EU-Kommission schätzt** den Investitionsbedarf der EU-Mitgliedsstaaten bis 2030 zur Erreichung der EU-Klimaziele auf jährlich 1,2 Bill. EUR. Die Verteidigungsausgaben legen deutlich zu, der Kostendruck des demographischen Wandels steigt stetig und mittelfristig irreversibel an und auch die Kosten der Migration bleiben hoch.

„I hope life isn't a big joke, because I don't get it.

Jack Handey, Deep Thoughts

Finanzielle Repression

Eine beliebte Methode zur indirekten Verbesserung der Staatsfinanzen sind die verschiedenen Varianten der finanziellen Repression. Diese umfassen die gesetzliche Verpflichtung insbesondere von institutionellen Anlegern wie Versicherungen und Pensionsfonds, einen bestimmten Prozentsatz des Anlagevolumens in vermeintlich sicheren Staatsanleihen zu halten. Die regulatorische Bevorzugung von Staatsanleihen in der höchsten Bonitätsstufe, die von Geschäftsbanken im Unterschied zu anderen Anlageklassen nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, fördert ebenfalls die Nachfrage nach Staatsanleihen und senkt die Anleiherenditen unter das Niveau, das sich ohne diese regulatorische Bevorzugung eingestellt hätte.

„The only difference between a tax man and a taxidermist is that the taxidermist leaves the skin.

Mark Twain

Ein im Westen seit dem endgültigen Ende der Goldanbindung und der Einführung des Systems der flexiblen Wechselkurse verpönte Instrument der finanziellen Repression sind Kapitalverkehrskontrollen. Diese könnten aber wieder en vogue werden, wenn es zu größeren und anhaltenden Kapitalabflüssen kommt, z. B. infolge prohibitiver

Die EU-Kommission schätzt den Investitionsbedarf der EU-Mitgliedsstaaten bis 2030 zur Erreichung der EU-Klimaziele auf jährlich 1,2 Bill. EUR.

Vermögens- oder Kapitalsteuern. Damit würde nicht nur die Kapitalflucht unterbunden werden, sondern zumindest kurzfristig auch der Außenwert der Währung abgesichert.

Gold im Visier des Fiskus

Ins Blickfeld der fiskalischen Begierde gerät verstärkt nun auch Gold. Erstmals wird in Belgien seit dem 1. Jänner 2026

eine Kapitalertragssteuer von 10 % auf realisierte Gewinne aus einer Anlage in Gold erhoben. Diese neue Regelung wird jedoch nicht rückwirkend angewandt und als steuerlicher Anschaffungswert gilt der Marktwert zum 31. Dezember 2025, unabhängig vom Tag des Kaufes.

In Österreich hat ein Fall medial für Aufsehen gesorgt, weil einem Bürger, der sein Gold verkaufen wollte, der Verkauf versagt blieb, weil er nicht belegen konnte, wann und wo er das Gold gekauft hatte. Dieses Verlangen nach einem gesetzlich nicht geforderten Herkunftsnachweis hatte keine steuerlichen Hintergründe, sondern war auf eine überschießende Anwendung der Geldwäscherichtlinie zurückzuführen.

„I have little hair because my brain is so big it pushes the hair out.“

Silvio Berlusconi

In Italien gab es ebenfalls im Frühjahr heftige Diskussionen um eine Gesetzesvorlage. Bereits seit 2024 muss jeder, der beim Verkauf keinen Kaufbeleg für den Kauf des Goldes vorlegen kann, 26 % Steuer auf den Verkaufserlös entrichten. Der am Ende wieder zurückgezogene Vorschlag sah eine Art Amnestieregel vor. Gold im Privatbesitz hätte durch die Zahlung einer Steuer von 12,5 % steuerlich legalisiert werden können. Bei einem späteren Verkauf würde die Steuer dann nur auf die Differenz zwischen aktuellem Verkaufspreis und dem Preis zum Zeitpunkt der Legalisierung zur Berechnung der Steuerschuld herangezogen werden.

Diese Beispiele zeigen, auch wenn viele Gesetzesvorschläge letztlich gescheitert sind, dass die nahezu völlig unbeschwerten Zeiten des Goldan- und -verkaufs vorbei sind. Die anekdotische Evidenz deutet eindeutig in Richtung immer stärkeren Zugriffs durch den Fiskus auf Gold im Besonderen und Vermögenswerte im Allgemeinen.

Fiskalische Inflation

„Inflation is when you pay fifteen dollars for the ten-dollar haircut you used to get for five dollars when you had hair.“

Sam Ewing

In diesen Wettbewerb zweifelhafter Ideen, die meist nur die Symptome bekämpfen, und das kurzfristig, anstatt die strukturellen Budgetprobleme an der Wurzel zu lösen, reiht sich auch der IWF mit einem ebenso fragwürdigen wie bezeichnendem Vorschlag ein. **So wird das Zulassen einer „kontrollierten Inflation“ für einige Zeit befürwortet, um eine schrittweise und nachhaltige Budgetkonsolidierung zu ermöglichen.** Eine derartige „fiskalische Inflation“ würde gelingen, sofern Staatsanleihen keine Inflationsindexierung aufweisen. In den USA sind nicht einmal 10 % der marktfähigen US-Treasuries inflationsindexiert, in Deutschland sind es gerade einmal rund 4 %.

Unverblümt formuliert bedeutet das: Der IWF begrüßt eine systematische Entwertung von durch Staatsanleihen gedeckten privaten und öffentlichen Pensionsvorsorgeprogrammen und ebenso eine Enteignung ausländischer Gläubiger. Einer gesetzlich verpflichtenden Veranlagung in Staatsanleihen, z. B. in der zweiten Pensions Säule kann man nicht entkommen. Sich aber freiwillig einem derart hohen Risiko eines realen Kaufkraftverlusts auszusetzen, dürfte gerade auch vor dem Hintergrund dieser IWF-Empfehlung mehr als nur unklug sein.

Vermögensregister

Medial geistert in der EU immer wieder das Gespenst eines Vermögensregisters herum. Ein konkreter Gesetzesvorschlag bezüglich einer allgemeinen Registrierungspflicht für Vermögenswerte liegt allerdings weiterhin nicht vor. **Unabhängig davon, wie viel Substanz dem Vorschlag einer möglichen Einführung eines derartigen Registers beizumessen ist, ist sie Ausdruck der zunehmenden Besorgnis einer steuerlichen Beweislastumkehr:** Nicht mehr der Staat muss

nachweisen, dass ein bestimmter Geldbetrag illegal erwirtschaftet oder unzureichend versteuert wurde, sondern die Bürger müssen nachweisen, dass das Geld, mit dem sie größere Anschaffungen tätigen, legal erwirtschaftet und gesetzeskonform versteuert wurde. Gerechtfertigt, wenn auch weitgehend an den Haaren herbeigezogen, wird diese Beweislastumkehr durch das Verschieben des Kampfes gegen Geldwäsche und Terrorismusbekämpfung, emotional abgesichert durch die im Kern totalitäre Haltung, dass jeder, der nichts zu verbergen habe, auch nichts befürchten müsse.

Diese Begründung dient auch als Argument für die ab Sommer 2027 neuerliche Verschärfung der Bargeldnutzung in der EU. In etwas mehr als einem Jahr sind Barkäufe im Wert von mehr als 10.000 EUR – außer von privat zu privat – verboten. Bereits ab 3.000 EUR muss die Identität des Käufers erfasst werden. Aktuell liegt die Grenze bei 10.000 EUR. Den Nationalstaaten steht es frei, strengere Obergrenzen zu verfügen. So haben Frankreich und Spanien bereits vor einiger Zeit ihre nationale Obergrenze auf lediglich 1.000 EUR festgelegt, Italien auf 5.000 EUR. Die fortlaufende Geldentwertung bringt eine ebenso fortlaufende reale Absenkung der Obergrenze mit sich.

In Österreich hat ein Fall medial für Aufsehen gesorgt, weil einem Bürger, der sein Gold verkaufen wollte, der Verkauf versagt blieb, weil er nicht belegen konnte, wann und wo er das Gold gekauft hatte.

” *Seize the moment. Remember all those women on the Titanic who waved off the dessert cart.*

Erma Bombeck

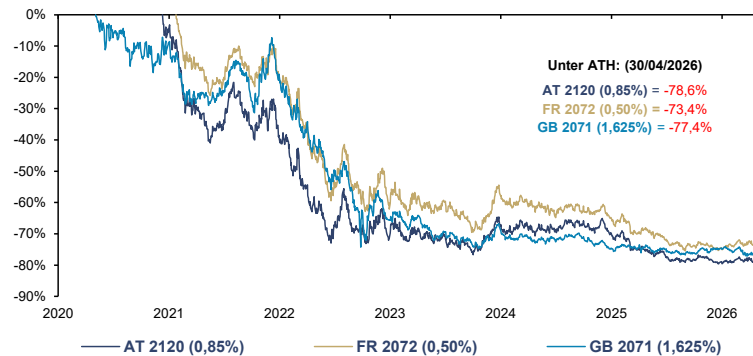
Fazit

Unsere langjährige Maxime „Anything but bonds“ – und das weltweit – ist angesichts der strukturellen Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte daher auch keine wirklich mutige Ansage mehr. Und doch stellt sie eine scharfe Abkehr von lieb-gewonnenen Gewohnheiten dar³ – und von dem von Finanzministern und Anlagebüchern wiedergekäuten Mantra, wonach Staatsanleihen sicher wären, weil Staaten nicht bankrottgehen könnten. Dabei handelt es sich um eine bewusste Verzerrung der historischen Realität. Staaten müssen nicht einmal formal bankrottgehen, damit Anleihegläubiger (schwere) Verluste erleiden.

Wenig Trost bietet das Versprechen, zum Tilgungszeitpunkt den Nennwert der (Staats-)Anleihe vollumfänglich zurückzuerhalten. Viele Anleger werden spätestens am Tag der Auszahlung schmerzlich erkennen müssen: Die geldnominalistische Auffassung, wonach 100 Geldeinheiten ohne jede Qualifizierung immer 100 Geldeinheiten sind, ist zwar (finanz-)rechtlich von Bedeutung. Ökonomisch gilt diese Gleichsetzung jedoch nicht, insbesondere in Zeiten erhöhter Inflationsraten.

3 Siehe Kapitel „Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

AT 2120 (0,85%), FR 2072 (0,50%) und GB 2071 (1,625%) unter dem Allzeithoch, 01/2020–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

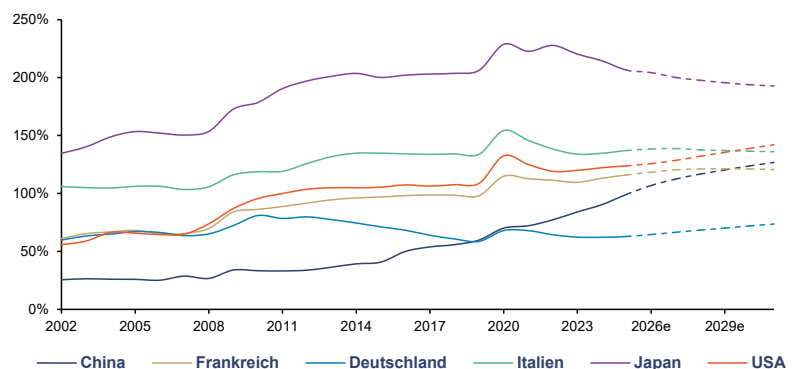


„Doing nothing is very hard to do... you never know when you're finished.“

Leslie Nielsen

Und die Langfristprognose für die Staatsverschuldung der führenden Industriestaaten ist schlecht. Sie macht auch jene „unsichtbaren“ Schulden sichtbar, die heute als rechtlich verbrieft Ansprüche an das Sozialversicherungssystem bestehen, sei es an die umlagefinanzierten Pensionssysteme oder an das Gesundheitssystem, für die Staaten aber im Unterschied zu Unternehmen keine Rückstellungen bilden müssen.

Staatsverschuldungsprognose, in % des BIP, 2002–2031e

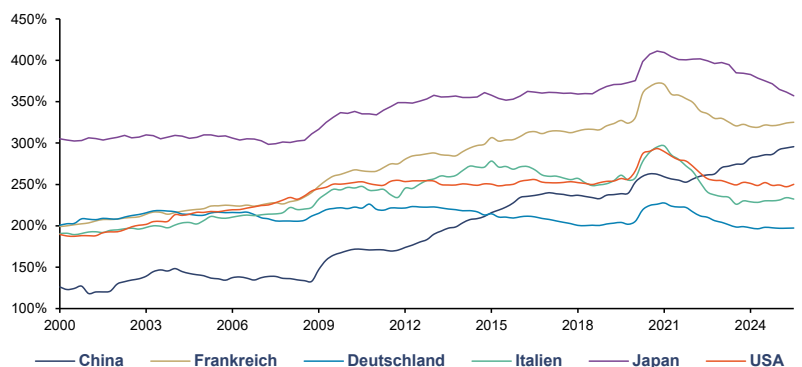


Quelle: IWF, Incrementum AG



Wiederholt haben wir darauf hingewiesen, dass die Staatsverschuldung nur einen Teil der gesamtgesellschaftlichen Verschuldung abbildet. Neben dem Staat – Bund, Länder, Gemeinden, Sozialversicherung – sind auch private Haushalte und Unternehmen verschuldet, wobei der relative Anteil an der gesellschaftlichen Gesamtverschuldung wie auch die jeweilige sektorspezifische Schuldenquote von Land zu Land mitunter stark variieren. Dies führt zu jeweils (stark) divergierenden öffentlichen Debatten und politischen Dynamiken im Falle von Zinsänderungen und Renditeanstiegen.

Gesamtverschuldung*, in % des BIP, Q1/2000–Q3/2025



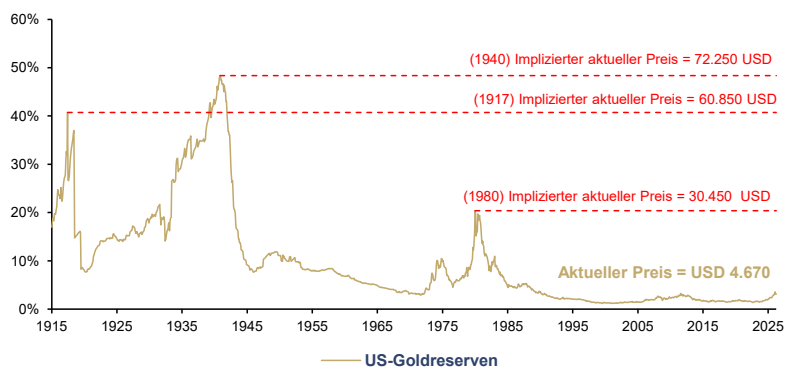
Quelle: BIZ, Incrementum AG

*Staat, nicht-finanzielle Unternehmen und private Haushalte



Abschließend ist folgender Chart äußerst aufschlussreich, der die Golddeckung der US-Bundesschulden abbildet. Anfang der 1940er-Jahre und damit unmittelbar vor Eintritt der USA in den 2. Weltkrieg deckten die US-Goldreserven die US-Bundesschulden zu 51 %. Ende 2025 waren es nur mehr 3 %, wobei seit Mitte der 1990er der Wert um diese Marke schwankte. Wären per Ende 2025 wie Anfang der 1940er-Jahre 51 % der US-Bundesschulden durch die Goldreserven gedeckt, müsste die Unze Gold mit rund 75.000 USD bewertet werden. Selbst die Erreichung des Zwischenhochs von 18 % im Jahr 1980 impliziert fast eine Versechsfachung des aktuellen Goldpreises auf rund 26.000 USD.

US-Goldreserven, in % der US-Staatsschulden, 01/1915–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG





Wertschöpfung durch verantwortungsvollen Bergbau

Kinross ist ein in Kanada ansässiges, weltweit führendes Goldbergbauunternehmen mit Betrieben und Projekten in den Vereinigten Staaten, Brasilien, Mauretanien, Chile und Kanada. Unser Schwerpunkt liegt auf der Schaffung von Mehrwert auf der Grundlage der Kernprinzipien des **verantwortungsvollen Bergbaus, operativer Exzellenz, diszipliniertem Wachstum und Bilanzstärke.**

TSX: K
NYSE: KGC

Erfahren Sie mehr unter kinross.com

Status quo der Inflationsdynamik



Key Takeaways

- Der Angriff auf den Iran hat einen Energiepreisschock ausgelöst, der zumindest im ersten Monat keinen Vergleich mit der Energiekrise 2022 scheuen musste. Bis dahin bewegte sich die Inflation in den USA – wie von uns erwartet – weiterhin hartnäckig auf erhöhtem Niveau. In der Eurozone fiel die Inflationsrate sogar unter die Marke von 2 %, auch dank der Euro-Aufwertung.
- Die Ölintensität der westlichen Wirtschaften ist im Vergleich zu den beiden Energiepreisschocks in den 1970er-Jahren deutlich zurückgegangen. Das liegt auch an der deutlich höheren Bedeutung des Dienstleistungssektors.
- Vor wenigen Tagen hat Kevin Warsh die Nachfolge von Jerome Powell als neuer Vorsitzender der Federal Reserve angetreten. Warsh erhofft sich einen Produktivitätsschub für die US-Wirtschaft durch den KI-Boom. Dieser soll die Grundlage für ein niedrigeres Zinsniveau legen. Zudem soll die Bilanzsumme der Federal Reserve schrumpfen.
- Die Verantwortung, erhöhte und hohe Inflationsraten zu verhindern, sieht Warsh eindeutig bei der Federal Reserve. Denn, so eine seiner kernigen Aussagen: „Inflation ist eine bewusste Entscheidung.“ („Inflation is a choice.“)
- Auch nach Abebben des aktuellen Energiepreisschocks gehen wir unter Ausblendung von Basiseffekten von erhöhten Inflationsraten bei einer ebenfalls erhöhten Inflationsvolatilität aus.

Inflation is a choice and the Fed must take responsibility for it.

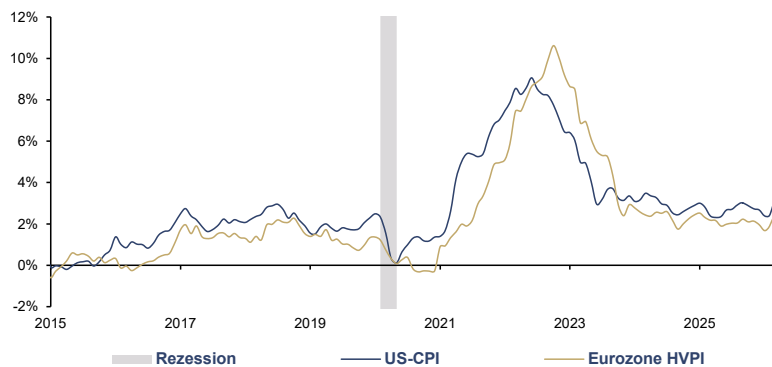
Kevin Warsh

„I have learned from my mistakes, and I am sure I can repeat them exactly.“

Peter Cook

Eigentlich hätte dieses Kapitel wie folgt beginnen sollen: Hartnäckig erhöhte Inflationsraten bei erhöhter Inflationsvolatilität – so lässt sich unsere Inflationsprognose der vergangenen Jahre kürzestmöglich zusammenfassen. Für die USA war diese Inflationsprognose jedenfalls zutreffend. **Seit Mai 2021 – und damit seit fünf Jahren – hat der CPI das 2 %-Ziel der Federal Reserve nicht mehr erreicht, geschweige denn unterschritten.** Das trifft auch auf den von der Federal Reserve bevorzugten Indikator, den Kern-PCE zu. Dieser hatte im Jänner sogar die 3,0 % wieder überschritten. In der Eurozone fiel der HVPI hingegen im Jänner und Februar unter das EZB-Inflationsziel von 2,0 %, gerade auch weil die Energiepreise im Jahresvergleich weiter nachgaben und begünstigt durch die deutliche Aufwertung des Euros seit Jänner 2025.

US-CPI und Eurozone HVPI, yoy, 01/2015–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

„A smooth sea never made a skilled sailor.“

Franklin D. Roosevelt

Doch am 28. Februar griffen Israel und die USA den Iran an – und die Inflationslandschaft wurde über Nacht neu vermessen. Die Energiepreise schossen deutlich in die Höhe. Die Blockade der Straße von Hormus führt jedoch nicht nur zu einem Preisanstieg, sondern auch rasch zu einer Mengenverknappung. Innerhalb kurzer Zeit wurden insbesondere in Asien erste administrative Maßnahmen verhängt, um die Energienachfrage zu drosseln.

Völlig offen ist, wie nachhaltig die Störung der Energiemärkte sein wird. Die Zerstörungen an der Energieinfrastruktur in den Golfanrainerstaaten sind teilweise erheblich, sodass bereits mehrfach *Force-majeure*-Klauseln aktiviert werden mussten. Die Blockade der Straße von Hormus – zunächst durch den Iran und seit Mitte April auch durch die USA – hat diese für den Welt- und insbesondere Energiehandel wichtige Lebensader nahezu vollständig geschlossen. Wo früher täglich bis zu 100 Schiffe die Meerenge passierten, herrscht heute gespenstische Ruhe.

Der März-2026-CPI in den USA legte annualisiert um 10,9 % zu. Übertroffen wurde dieser Wert nur in der Hochphase der Inflationswelle Mitte 2022.

Die Intensität des Energiepreisschocks zeigte sich bereits in den ersten Datensätzen. Als erste große Zentralbank veröffentlichte die EZB ihre Schnellschätzung für den März. Der HVPI, den fallende Energiepreise und die Euro-Aufwertung im Jänner und Februar unter die 2 %-Marke gedrückt hatten, legte kräftig von 1,9 % auf 2,5 %, später revidiert auf 2,6 %, zu. **Im Monatsvergleich betrug das Plus 1,2 %, was einer annualisierten Jahresinflation von 15,4 % entspricht. Das ist deutlich mehr als der Höchstwert von 11,5 % während der Inflationswelle 2021–23.** Die Schnellschätzung für April zeigt einen weiteren Anstieg des HVPI auf 3,0 %.

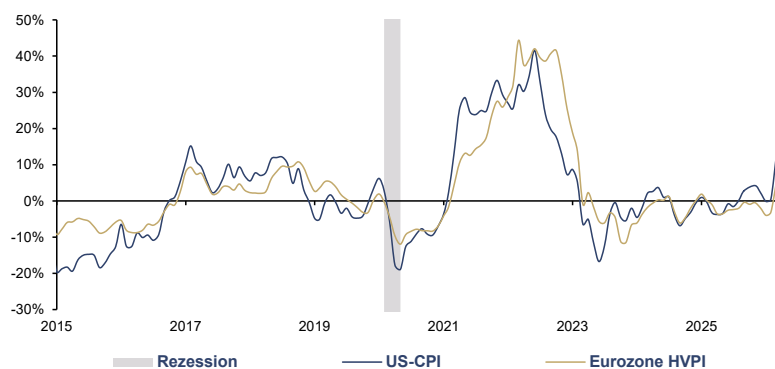
Maßgeblich für diesen steilen Anstieg verantwortlich waren – wenig überraschend – die Energiepreise, die im Jahresvergleich um 4,9 % nach oben schossen, nachdem sie in den beiden Vormonaten im Vorjahresvergleich noch um 4,0 % bzw. 3,1 % nachgegeben hatten. Gegenüber dem Vormonat explodierten die Energiepreise um 6,8 %, was annualisiert mit 120 % mehr als einer Verdoppelung entspricht.

Anfang April folgten die USA mit den ersten CPI-Inflationszahlen nach Ausbruch des Iran-Kriegs. Der Gesamt-CPI legte im Monatsvergleich um 0,87 % zu, was annualisiert 10,9 % entspricht. Dieser Wert wurde nur in der Hochphase der Inflationswelle Mitte 2022 übertroffen. Damit legte der CPI im Jahresvergleich um 3,3 % zu, der höchste Wert seit Anfang 2024. Die Energiepreise, die im Warenkorb ein Gewicht von etwas mehr als 7,0 % aufweisen, schnalzten im Jahresvergleich um 12,5 % nach oben (= 311 % annualisiert), im Monatsvergleich um 10,9 %, und damit jeweils deutlich mehr als in der Eurozone.

„*Inflation is like a drug in more ways than one. It is fatal in the end, but it gets its votaries over many difficult moments.*“

Lord D'Abernon

Inflationskomponente: Energie, yoy, 01/2015–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

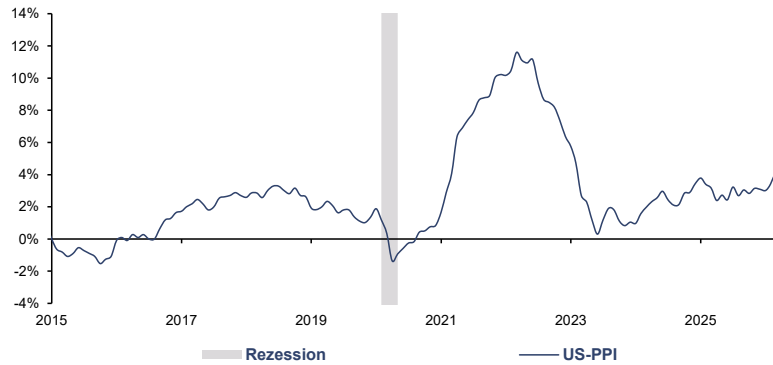
Die ersten Daten zu den Produzentenpreisen zeigen ebenfalls den sich aufbauenden Inflationsdruck. Vorausgeschickt werden muss, dass in den USA im Unterschied zur Eurozone die Jahresveränderungsraten nur in den ersten Monaten der Corona-Pandemie unter null lagen. Seit der Normalisierung der Jahresveränderungsraten im Jahr 2024

„*Boy, that escalated quickly.*“

Ron Burgundy

zeigt sich ein eindeutiger Aufwärtstrend, der im März mit 4,0 % den höchsten Wert seit Februar 2023 erreichte. Annualisiert lagen die Produzentenpreise in allen drei Monaten des laufenden Jahres über der Marke von 6,0 %.

US-PPI, yoy, 01/2015–03/2026

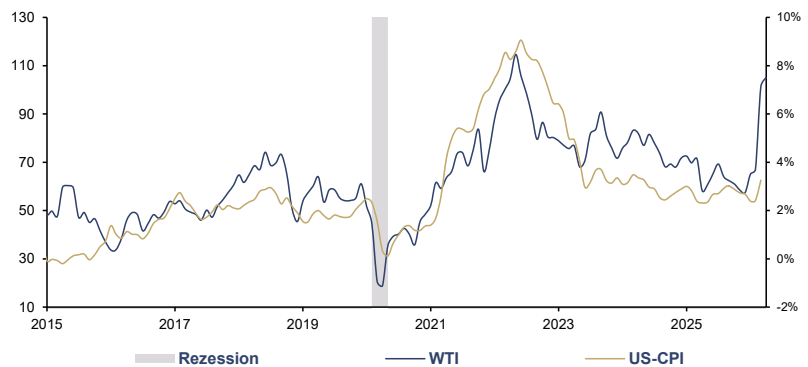


Quelle: LSEG, Incrementum AG



Die Korrelation zwischen Ölpreis und Inflationsrate ist trotz der fallenden Ölintensität der Wirtschaft weiterhin sehr hoch. In der vergangenen Inflationswelle sind die sonstigen Preise der Energiepreisentwicklung nur mit wenigen Monaten Verzögerung gefolgt.

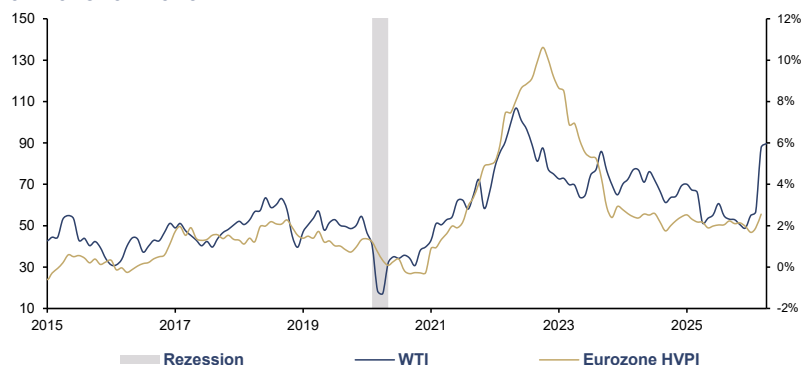
WTI (lhs), in USD, und US-CPI (rhs), yoy, 01/2015–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



WTI (lhs), in EUR, und Eurozone HVPI (rhs), yoy, 01/2015–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Für die USA ergaben Simulationsberechnungen der Federal Reserve mit ihrem **FRB/US-Modell**, dass ein Ölpreisanstieg um 10 USD die Inflationsrate um 0,2 Prozentpunkte erhöht. Die in diesem Modell berücksichtigten Zweitrundeneffekte führen nahezu zu einer Verdoppelung auf 0,35 Prozentpunkte. Bei einem Ölpreis von 95 USD pro Barrel rechnen Analysten mit einer US-Inflationsrate von rund 3,2 %, bei 110 USD mit 3,5 %, bei 130 USD mit 3,9 % und bei 150 USD mit 4,3 %.

Diese Berechnungen zeigen auch, wie unsicher die Inflationsprognosen für die kommenden Monate sind. Angesichts der hohen (geo-)politischen Unsicherheit lassen sich keine seriösen Prognosen vornehmen, mit zwei sehr allgemeinen Ausnahmen: 1.) Das Risiko (deutlich) zulegender Inflationsraten ist signifikant höher als strukturell fallender Inflationsraten; 2.) Die Inflationsvolatilität wird ansteigen.

Indirekt ist Energie in jedem (Konsum-)Produkt und jeder Dienstleistung enthalten, wodurch ein länger andauernder Energiepreisschock eine Flächenwirkung entfaltet. Insofern greifen Analysen ohne Berücksichtigung von Zweitrundeneffekten deutlich zu kurz. In der Inflationswelle 2021–2023 machten sich die gestiegenen Energiepreise bereits nach wenigen Monaten in den anderen Subsektoren des Warenkorbs bemerkbar. Zudem beginnen mit etwas Verzögerung auch die rigideren Energiepreise wie die Endkundenstrompreise anzuziehen.

Die Korrelation zwischen Ölpreis und Lebensmittelpreisen ist ebenfalls eine positive. Speziell die moderne Landwirtschaft ist energieintensiv, von der Bestellung der Äcker über die Ernte und den Transport in die Städte, aber auch die Düngemittel selbst benötigen zur Herstellung reichlich Energie – oder basieren auf Gas.

„If price stability is squandered, financial stability is put at risk. If financial stability is lost, the economy is imperiled and the social contract is threatened.

Kevin Warsh

„Modern agriculture is the use of land to convert petroleum into food.

Albert Allen Bartlett

FAO-Lebensmittelpreisindex, und WTI, in USD, 01/1990–04/2026



Quelle: FAO, Incrementum AG

 incrementum

„I have seen the future and it is very much like the present, only longer.“

Kehlog Albran

Die Zentralbanken einmal mehr in der Zwickmühle

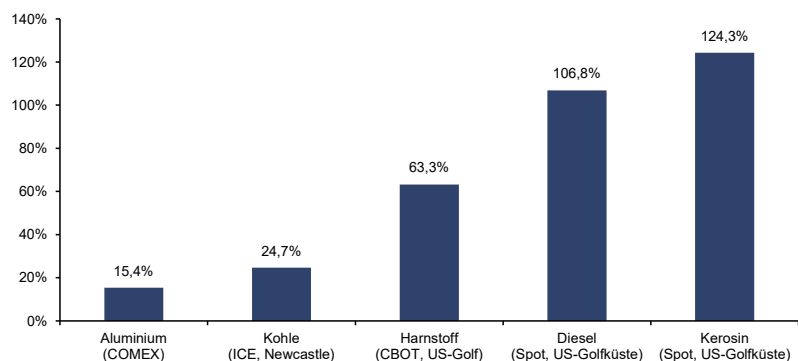
Durch das erwartete deutliche Anziehen der Teuerung geraten die Zentralbanken unter erheblichen Druck. Denn sowohl die Federal Reserve als auch die Europäische Zentralbank hatten 2021 die sich aufbäumende Inflationswelle völlig unterschätzt. Die Einschätzung von Jerome Powell, dass die erhöhten Inflationsraten bloß „vorübergehend“ sind und Christine Lagardes Verniedlichung als „Hügel“ („hump“), nach der sich die Inflationsrate noch mehr als verdoppeln sollte, sind kein Ruhmesblatt. EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die noch bis Ende Oktober 2027 im Amt sein wird, möchte diesen Fehler wohl kein zweites Mal begehen, zumal sich Gerüchte um ihren vorzeitigen Rücktritt – bislang zumindest – nicht bewahrheitet haben.

Jerome Powell, dessen Amtszeit als Vorsitzender erst vor wenigen Tagen endete, sieht sich dennoch mit einer drohenden zweiten Inflationswelle konfrontiert. Sein Mandat als einfaches Mitglied des Board of Governors endet schließlich erst am 31. Jänner 2028.

So oder so würden Zinserhöhungen die Wirtschaftsaussichten zusätzlich zu den erheblichen Folgen höherer Energiepreise eintrüben. Diese hellten sich in der Eurozone in den vergangenen Quartalen auf bescheidenem Niveau etwas auf, während die USA weiterhin ein überraschend hohes Wachstum verzeichnen und eine Zinserhöhung ökonomisch eher verkraften dürften. Allerdings hat sich der BIP-Echtzeitindikator der Federal Reserve Bank of Atlanta für Q1/2026 seit Ausbruch des Iran-Kriegs deutlich verschlechtert. In den ersten Tagen des Krieges lag die Prognose von **GDPNow** noch deutlich über 3,0 %. Die letzte Schätzung Ende April sah nur mehr ein Wachstum von 1,2 %.

Was vielfach nicht so bewusst sein dürfte: Die Golfregion ist nicht nur Exporteur von Öl, sondern auch von vielen Nebenprodukten wie Helium, Dünger oder Vorstoffen für die synthetische Düngerproduktion. Zudem zählen die Golfstaaten zu den wichtigen Exportländern für energieintensive Grundstoffe wie Aluminium. In homogenen Märkten führt der Wegfall des marginalen Angebots zu einer Preiserhöhung im Gesamtmarkt.

Performance diverser Rohstoffe, in USD, 01/2026–04/2026

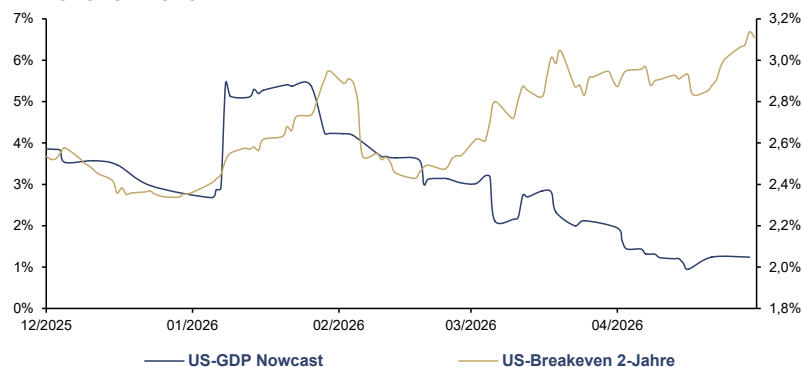


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Investing.com, Trading Economics, Incrementum AG



Jedenfalls ist die Wahrscheinlichkeit eines stagflationären Szenarios deutlich angestiegen.¹

US-GDP-Nowcast (lhs), und US-Breakeven 2-Jahre (rhs), 12/2025–04/2026



Quelle: Federal Reserve Bank of Atlanta, Incrementum AG



Die Rückkehr der 1970er-Jahre in anderem Gewand?

Naheliegend ist ein Vergleich mit den beiden Inflationswellen in den 1970er-Jahren. Diese waren stark durch politische Entwicklungen im arabischen Raum geprägt, während die erste Inflationswelle Ende der 1960er-Jahre monetär-ökonomische Gründe hatte. Die erste Ölkrise wurde durch die bewusste Drosselung der Ölförderung um 5 % durch die OAPEC („Organisation der arabischen Erdöl exportierenden Staaten“) ausgelöst. Die arabischen Staaten wollten die westlichen Staaten anlässlich des Jom-Kipur-Krieges zwingen, ihre Unterstützung Israels zurückzuziehen. **Der Ölpreis stieg zunächst von 3 auf 5 USD je Barrel, d. h. um 70 %, später dann sogar auf 12 USD, also um das Vierfache. Auf heute bezogen ergäbe dies – ausgehend von 60 USD – einen Anstieg auf bis zu 240 USD.**

Die zweite Ölkrise folgte 1979/1980 im Zuge der Islamischen Revolution im Iran und des kurz darauf beginnenden Ersten Golfkriegs (Irak gegen Iran). Der Ölpreis verdoppelte sich innerhalb eines Jahres auf knapp unter 40 USD.

„The core mission of a central bank is to maintain price stability, not to subsidize the treasury or inflate asset bubbles through loose policies.

Kevin Warsh

¹ Siehe auch „Stagflation 2.0“, In Gold We Trust-Report 2022

Von seinen Rekordständen ist der Ölpreis allerdings noch weit entfernt. Das nominelle Allzeithoch wurde beim WTI am 11. Juli 2008 mit 147,27 USD erreicht, inflationsbereinigt entspricht das gegenwärtig rund 220 USD.

WTI, US-CPI-bereinigt, in USD, 01/2000–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

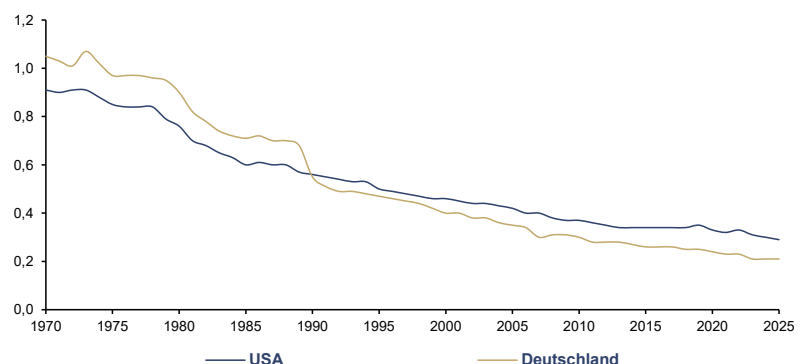
» *Formula for success: rise early, work hard, strike oil.*

J. Paul Getty

Seit den 1970er-Jahren ist der Anteil von Erdöl am Primärenergiebedarf deutlich gesunken, von knapp 45 % 1971 auf rund 30 %. Allerdings ist der Anteil von Erdgas gestiegen, von etwas über 16 % Anfang der 1970er-Jahre auf knapp 25 %. Erdgas gilt insbesondere als Substitut von Kohle. In diesen fünfeinhalb Jahrzehnten hat sich der Primärenergiebedarf allerdings nahezu verdreifacht, weswegen – trotz sinkender relativer Bedeutung – in absoluten Zahlen sich die Erdölnachfrage mehr als verdoppelt hat.

Deutlich zurückgegangen ist in den vergangenen Jahrzehnten die Ölintensität. Die Ölintensität ist die pro Einheit des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) verbrauchte Menge an Erdöl. 1973, zum Zeitpunkt der ersten Ölkrise, mussten in den USA für die Generierung von BIP im Umfang von 1.000 USD 0,91 Barrel Öl aufgewendet werden. 2025 waren es nur mehr 0,31 Barrel. Deutschland konnte seine Energieintensität sogar um 80 % reduzieren, was auch auf den Sondereffekt der Wiedervereinigung zurückzuführen ist.

Energieintensität*, 1970–2025



Quelle: AGEBA, BEA, BP, Destatis, EIA, Eurostat, World Bank, LSEG, Incrementum AG
*Barrel pro 1.000 USD realem BIP

incrementum

Ein Aspekt verzerrt die Statistik jedoch deutlich. Seit 1970 ist der Anteil des vergleichsweise energieextensiven Dienstleistungssektors in den USA um knapp 30 % von 60,2 % auf 76,7 % angewachsen, in Deutschland um fast zwei Drittel von etwas über 45 % im Jahr 1970 (BRD) auf fast 75 %. Zum Dienstleistungssektor zählt allerdings auch das staatliche Sozialsystem. Pflegt eine Ehefrau ihren Ehemann

zu Hause oder erziehen Eltern ihre Kinder selbst, so fließt das nicht in das Bruttoinlandsprodukt ein. Pflegt dieselbe Frau in einem Altersheim den Nachbarn oder betreut als Kindergärtnerin die Nachbarkinder und bekommt dafür bezahlt, erhöht dies das Bruttoinlandsprodukt. Der Energieverbrauch für diese Dienstleistung ist dadurch jedoch kaum gestiegen, das Bruttoinlandsprodukt allerdings schon. Diese Überführung von früher unbezahlten Tätigkeiten in den eigenen Haushalt in den formalen, meist aus Steuermitteln bezahlten Sektor, erweckt den Eindruck einer größeren Energieunabhängigkeit.

Der psychologische Nominalpreiseffekt bleibt bestehen, auch wenn die Nominallöhne den Kaufkraftverlust längst ausgeglichen haben. Statistik kennt nur Realgrößen, der Wähler nur Nominalpreise.

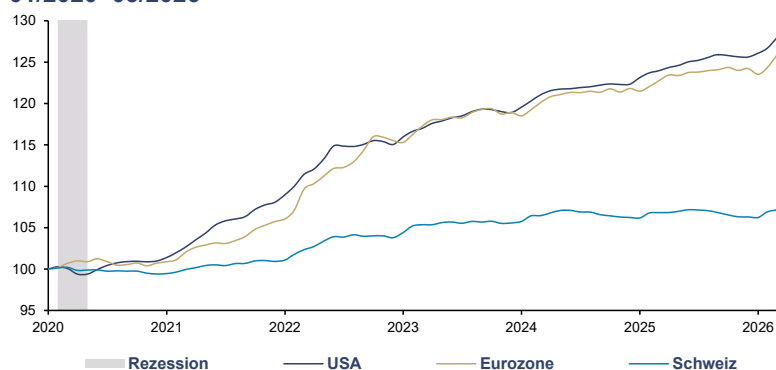
Der akkumulierte Kaufkraftverlust ist bedeutsam

Der aktuelle Inflationsschock verschärft den bereits erheblichen Kaufkraftverlust der vergangenen Jahre. Denn eine sinkende Inflationsrate bedeutet nicht, dass die Preise fallen, sondern nur, dass sie langsamer ansteigen.

„Money doesn't make you happy. I now have USD 50mn, but I was just as happy when I had USD 48mn.

Arnold Schwarzenegger

Verschiedene Gesamtinflationsindizes, 100 = 01/2020, 01/2020–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Die USA schlagen in dieser Hinsicht den Euroraum im Ganzen sowie die meisten Einzelstaaten. Das ist auf die niedrigeren Inflationsraten im Euroraum seit Herbst 2023 zurückzuführen. Die deutliche Aufwertung des Euros im Jahr 2025 um mehr als 13 % entlastete die Konsumenten insbesondere bei den Energiepreisen zusätzlich zur Normalisierung der Energiepreise.

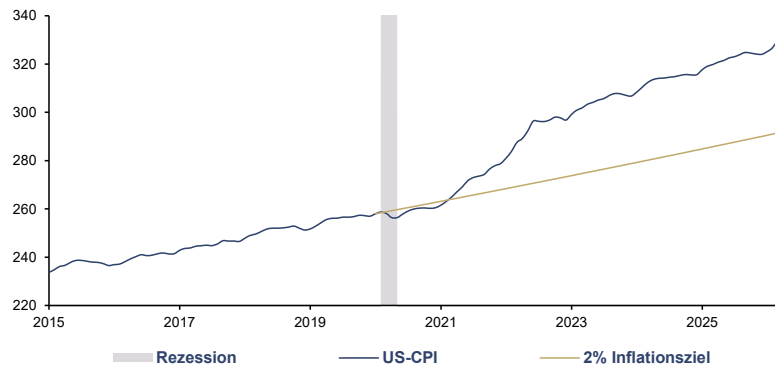
Dieser beachtliche Kaufkraftverlust ist auch einer der Gründe für den politischen Vertrauensverlust. Dieser psychologische Nominalpreiseffekt bleibt schließlich bestehen, auch wenn die Nominallöhne den durch die stark gestiegenen Konsumentenpreise verursachten Kaufkraftverlust in den allermeisten Fällen zumindest ausgeglichen haben und somit die inflationsbereinigten realen Löhne wieder auf früherem Niveau sind.

Für die USA zeigt der folgende Chart, wie stark sich das tatsächliche Preisniveau von jener Preisentwicklung entfernt hat, die die Bürger infolge des von der Federal Reserve kommunizierten Inflationsziels erwartet hatten.

„I would say Fed policy has been in some sense reverse Robin Hood.

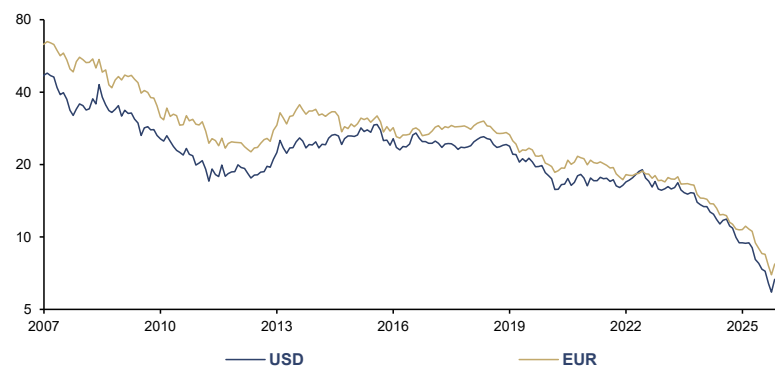
Kevin Warsh

US-CPI, yoy, und 2% Inflationsziel, 01/2015–03/2026



Noch deutlicher wird der Kaufkraftverlust der Fiat-Währungen über einen längeren Zeitraum. Der CPI hat seit Mai 2007, als der erste *In Gold We Trust-Report* veröffentlicht wurde, um knapp 60 % zugelegt, der HVPI um rund 48 %. Noch größer ist der Kaufkraftverlust, wenn man die Goldkaufkraft des US-Dollars bzw. des Euros betrachtet, also wie viele Milligramm Gold 1 USD bzw. 1 Euro kauft.

1 USD und 1 EUR (log), in mg Gold, 05/2007–04/2026



Vertiefung USA

Das hitzigste Thema in den vergangenen 12 Monaten war eigentlich die Debatte um die US-Zölle und ihre Auswirkungen auf die US-Inflationsrate. Mit dem kräftigen Anstieg der Energiepreise in den ersten Tagen des Iran-Krieges ist dieses Thema völlig in den Hintergrund geraten.

Kevin Warsh's Ankündigung eines Kurswechsels

» Across countries, the unexpected worsening of fiscal surplus during the period during and after the pandemic is strongly correlated with the unexpected increases in inflation.

Ricardo Reis

In der Senatsanhörung zu seiner Bestellung als Vorsitzenden der Federal Reserve bekräftigte Kevin Warsh sein Ansinnen, in der Federal Reserve einen „*regime change*“ vorzunehmen. Schließlich vertritt Kevin Warsh die Auffassung, dass eine hartnäckig erhöhte Inflation die Folge staatlicher Exzesse in Form anhaltend hoher Staatsausgaben und einer aufgeblähten Zentralbankbilanz ist. Diese Argumentation weist eine deutliche Nähe zu der von John H. Cochrane entwickelten *Fiskaltheorie des Preisniveaus* (FTPL) auf, mit lediglich monetaristischen Zwischentönen.

Eine ökonomische Schlüsselkomponente in Warsh's Plan einer grundlegenden Änderung der geldpolitischen Mechanik ist ein realwirtschaftlicher Produktivitätsschub, der durch den sich abzeichnenden KI-Boom ausgelöst werden soll. Der daraus resultierende dämpfende Effekt auf die (Konsumenten-)Preise soll der Federal Reserve die Möglichkeit eröffnen, die Zinsen zu senken. Gleichzeitig möchte Warsh die Bilanzsumme der Federal Reserve weiter und deutlich verkürzen. **Während die EZB ihre Bilanzsumme bereits um knapp 30 % verkürzen konnte, sind es bei der Federal Reserve lediglich rund 25 %.**

Eine FT-Auswertung zeigt: Kevin Warsh trat in seinen Reden und Schriften seit 2006 unter demokratischen Präsidenten besonders hawkish auf, unter republikanischen meistens deutlich dovisher.

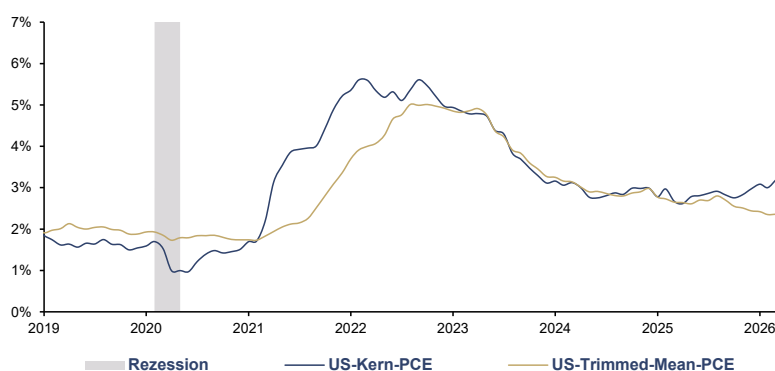
In seiner Anhörung vor dem Senat ließ Warsh noch mit einem neuen Detail aufhorchen. Zunächst bezeichnete er den bislang favorisierten (Kern-)PCE-Index als „grobe Schätzung“ („rough swag“). Als alternatives, besseres Inflationskonzept nannte er die *Trimmed Mean PCE Inflation Rate* der Federal Reserve Bank of Dallas. Bei dieser Methode werden alle einzelnen PCE-Komponenten aufsteigend sortiert. Danach werden die extremen Enden aus der Verteilung entfernt („getrimmt“), wobei asymmetrisch vorgegangen wird: am unteren Ende werden 24 % des Gewichts entfernt, am oberen Ende jedoch 31 %. Diese asymmetrische Vorgehensweise wird damit gerechtfertigt, dass in einem Umfeld eher niedrigerer Inflationsraten starke Preisanstiege in einzelnen PCE-Komponenten seltener sind, dafür aber kräftiger ausfallen. Dadurch soll der zugrundeliegende Inflationstrend besser abgebildet werden.

Angenehmer – aktueller – Nebeneffekt: **Mit 2,3 % war der Inflationsauftrieb im Februar beim Trimmed Mean deutlich niedriger als bei der PCE-Gesamtinflation mit 2,8 %, wodurch ein Zinssenkungsschritt leichter argumentierbar wird.**

„Inflation is what happens if that one time change in the price level becomes self fulfilling. That is higher prices beget higher prices.“

Kevin Warsh

US-Kern-PCE und US-Trimmed-Mean-PCE, yoy, 01/2019–03/2026



Quelle: Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG

incrementum

Kevin Warsh betonte in der Anhörung zudem, dass die Unabhängigkeit der Federal Reserve „essential“ sei. **Eine Auswertung der FT zeigt jedoch**, dass Warsh in seinen Reden und Schriften seit 2006 besonders hawkish unter demokratischen Präsidenten auftrat, gerade auch in seiner Zeit als Mitglied des Gouverneursrats von 2006 bis 2011, ein Amt, das er aus Protest gegen eine weitere Runde an QE niederlegte. Unter republikanischen Präsidenten waren seine Aussagen meistens deutlich dovisher.

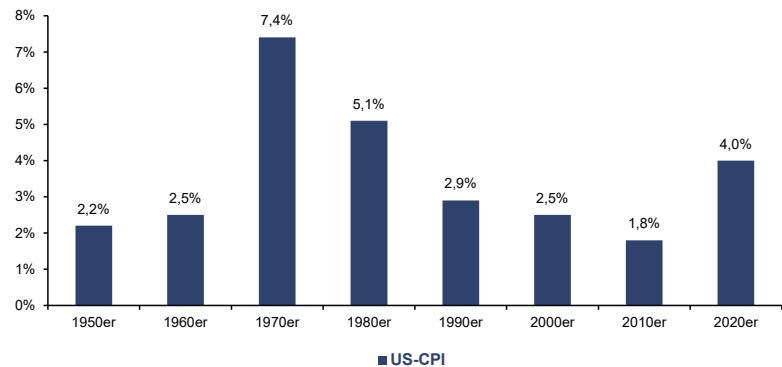
Jedenfalls dürfte es auch Kevin Warsh nicht mehr gelingen, außer womöglich durch den erwähnten statistischen Kniff, dass die 2020er-Jahre einen Stockerlplatz im Inflationsnegativranking der Dekaden seit 1950 erreichen werden. Der Abstand

„I used to be indecisive, but now I'm not so sure.“

Anonymous

zur viertplatzierten Dekade, den 1990er-Jahren, ist mit 1,1 Prozentpunkten bereits beachtlich. Dazu müsste für den Rest der Dekade die Inflationsrate im Schnitt fortlaufend unter 2 % betragen. Sollte der Iran-Krieg erhebliche und anhaltende Verwerfungen nach sich ziehen, könnten eher noch die zweitplatzierten 1980er-Jahre eingeholt werden.

US-CPI Dekaden-Durchschnitt, yoy, 01/1950–03/2026



Quelle: BLS, Ritholtz, YCharts, Incrementum



Monetäre Inflationsfaktoren

Per November 2025 beendete die Federal Reserve ihr QT. Insgesamt wurden Anleihen im Umfang von 2,4 Bill. USD verkauft. Die Bilanzsumme verkürzte sich von knapp 9 Bill. USD im April 2022 auf etwas über 6,5 Bill. USD. Zum Vergleich: Die EZB hat ihre Bilanzsumme um 30 % reduziert, wobei allerdings der kräftige Anstieg der auf Quartalsbasis neubewerteten Goldreserven die Bilanzsumme ausdehnte. Die im Rahmen der verschiedenen QE-Programme angehäuften Vermögenswerte wurden um 50 % auf 3,6 Bill. EUR reduziert, die QE-Anleihen um knapp 30 %, die QE-Darlehen an die Geschäftsbanken im Rahmen der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) so gut wie vollumfänglich.

» *Nothing is so permanent as a temporary government program.*
Milton Friedman

Auf der Sitzung des FOMC im Dezember 2025 kündigte die Federal Reserve an, die Bilanzsumme durch den Kauf von Staatsanleihen im Umfang von rund 40 Mrd. USD pro Monat bis zum Steuertermin ansteigen zu lassen; danach sollen diese „Reserve Management Purchases“ (RMPs) „deutlich reduziert“ werden. Infolgedessen stieg die Bilanzsumme der Federal Reserve wieder an, auf bis zu 6,7 Bill. USD. Die Federal Reserve ersetzt zudem ihre *Mortgage Backed Securities* (MBS) durch T-Bills. Durch den Ersatz von MBS durch T-Bills tauscht die Federal Reserve langfristige Wertpapiere gegen kurzfristige Wertpapiere aus und macht ihre Bilanz zinssensitiver.

» *Whew! For a moment there I thought we were out of paper.*
Wizard of Id

Lockerung der Kapitalregeln wirkt inflationär

In unserem zweistufigen Geldsystem steuern die Zentralbanken die Geldmenge im engeren Sinne – Bargeld und Zentralbankreserven sowie möglicherweise bald digitales Zentralbankgeld. Darauf aufbauend versorgen die Geschäftsbanken Wirtschaftsakteure durch die bilanzverlängernde und kreditäre Giralgeldschöpfung mit dem überwiegenden Großteil der Zahlungsmittel. Insofern hat die Kreditvergabe der Geschäftsbanken einen erheblichen Einfluss auf die zirkulierende Geldmenge. Aktuell beläuft sich der Geldmengenmultiplikator in den USA auf etwas über 4 und in der Eurozone auf etwas unter 4, während er vor der Weltfinanzkrise mehr als doppelt so hoch war. Die zahlreichen Runden an QE haben die Zentralbankbilanzen aufgebläht.

US-M2/M0-Ratio, 01/1970–03/2026


 incrementum

Insofern haben Veränderungen bei den Kapitalregeln Auswirkungen auf die Kreditvergabepraxis der Geschäftsbanken, somit auf die in einer Wirtschaft zirkulierende Kredit- bzw. Geldmenge und stärken bzw. schwächen dadurch den Inflationsdruck. Eine Erleichterung der Kreditvergabe führt tendenziell zu einer Ausweitung der Geldmenge und damit einem höheren Inflationsdruck, insbesondere dann, wenn die Zentralbanken nicht gleichzeitig einen Straffungskurs fahren.

Und genau an dieser Stellschraube wird in den USA aktuell gedreht. Seit Anfang April gelten für systemrelevante Banken **neue Regulierungen**. Diese sollen bestehende Fehlanreize für Großbanken reduzieren, die diese davon abhalten, Vermögenswerte mit vergleichsweise geringem Risiko – wie die explizit erwähnten US-Treasuries – nachzufragen. Anders gesagt: Die Nachfrage nach US-Treasuries soll angekurbelt und damit die Yields – marginal – gedrückt werden. Im März kündigte die für die Bankenaufsicht zuständige Gouverneurin der Federal Reserve, Michelle W. Bowman, an, dass in Bälde **weitere Reformvorschläge für die Bankenregulierung** präsentiert werden sollen. Diese Vorschläge sollen die Geschäftsbanken in die Lage versetzen, das „Wirtschaftswachstum besser zu unterstützen“, was nichts anderes bedeutet, als die Kreditvergabe zu erleichtern.

Das breite Geldmengenaggregat M2 in den USA befindet sich nach den kräftigen Ausschlägen während der Corona-Pandemie mit einer Wachstumsrate von knapp 5 % bereits wieder am unteren Rand jenes Korridors zwischen 5 und 10 %, in dem sich das Geldmengenwachstum in Nicht-Krisenzeiten seit 1996 bewegt. **Im Schnitt wuchs M2 in diesen 30 Jahren um 6,3 % pro Jahr.**

Nur 2017 und 2018 fiel das breite Geldmengenwachstum nach unten aus diesem Korridor heraus, als unter Janet Yellen und im ersten Amtsjahr von Jerome Powell die Zinsen in insgesamt sieben kleinen Zinsschritten auf 2,25–2,5 % erhöht wurden. Bei der Pressekonferenz zur Zinsentscheidung am 19. Dezember 2018 tätigte der noch kein Jahr im Amt befindliche neue Vorsitzende seinen berühmten „Autopilot“-Sager, den er wenige Wochen später – der berühmte „Powell-Pivot“ – korrigierte.

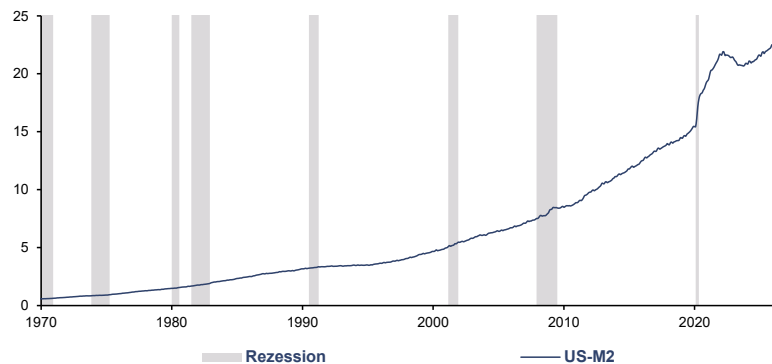
„*Heard about the guy who fell off a skyscraper? On his way down past each floor, he kept saying to reassure himself: so far so good... so far so good... so far so good.*“

Hubert, La Haine

„*I made a fortune getting out too soon.*“

J.P. Morgan

US-M2, in Bill. USD, 01/1970–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Inflationserwartungen

Investoren steht mittlerweile ein reiches Spektrum an Kennzahlen zur Verfügung, die die kurz-, mittel- und langfristigen Inflationserwartungen abbilden. Diese lassen sich in marktbasierende und umfragebasierte Inflationserwartungen aufteilen, wobei die Aussagekraft aller Indikatoren überschaubar ist.

Marktbasierte Inflationserwartungen

5-year, 5-year-Inflationserwartungen

Seit dem Hoch im April 2022 befinden sich die langfristigen Inflationserwartungen in einem Abwärtstrend, der sich bis zum Vorabend des Ausbruchs des Iran-Kriegs sogar noch leicht beschleunigte und erst knapp vor Erreichen der Marke von 2,0 % sein jähes Ende fand. **In den ersten Wochen des Iran-Kriegs kletterte die 5y5y-Inflationserwartung auf über 2,25 %.** Alles in allem sind die Daten jedoch so zu interpretieren, dass die Marktteilnehmer ein hohes Vertrauen in die Federal Reserve – und in die US-Wirtschaftspolitik – haben.

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

Vitaliy Katsenelson

US-CPI (lhs), und 5-Year, 5-Year-Forward-Inflation-Expectation-Rate (rhs), yoy, 01/2019–04/2026



Quelle: Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG



Breakeven-Rate

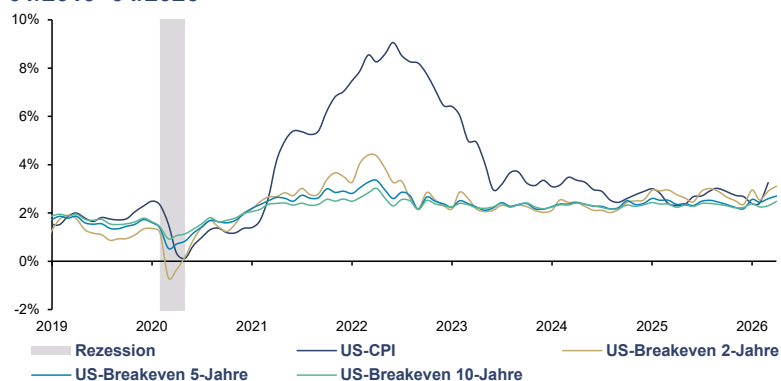
Die Breakeven-Inflationsrate gibt die Inflationsrate an, die erforderlich ist, damit der Kauf einer inflationsgebundenen Anleihe mindestens den gleichen Realzins abwirft wie der Kauf einer herkömmlichen Anleihe. Auffällig ist, dass die 5-jährige Breakeven-Rate

bereits in den ersten Wochen des heurigen Jahres einen markanten Aufwärtsschub um etwas mehr als 30 Basispunkte verzeichnete. **Der Ausbruch des Iran-Kriegs führte zu einem zweiten Aufwärtsschub und nach einer kurzen Abkühlung in der zweiten Märzhälfte folgte ein dritter Aufwärtsschub, so dass die 5-jährige Breakevenrate mit 2,70 % mehr als 50 Basispunkte höher liegt als am Jahresende 2025.**

Vielleicht ist die spannendste Frage nicht, ob die Inflation zurückkommt, sondern warum die Märkte so überzeugt bleiben, dass sie es nicht tut.

Die 2-jährige Breakeven-Rate ist mit 3,11 % seit Jahresbeginn bereits fast 80 Basispunkte im Plus, seit dem Ausbruch des Iran-Kriegs sind es fast 60 Basispunkte. Das ist allerdings nur 10 Basispunkte über dem Niveau von Ende August 2025. **Die 10-jährige Breakeven-Rate reagiert naturgemäß deutlich verhaltener.** Seit Jahresbeginn ist sie um 23 Basispunkte auf 2,48% angestiegen. Das deutlich höhere Niveau als in der zweiten Hälfte der 2010er-Jahre bestätigt die allgemein höhere Inflationserwartung, etwas über dem Inflationsziel der Federal Reserve.

US-CPI, yoy, und diverse US-Breakeven-Zinssätze, 01/2019–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Unterschätzen die Märkte die Inflationsgefahr massiv?

Vielleicht ist die spannendste Frage nicht, ob die Inflation zurückkommt, sondern warum die Märkte so überzeugt bleiben, dass sie es nicht tut. Die langfristigen Inflation-Swap-Sätze und die 55y-Forward-Rate signalisieren beide dasselbe: nahezu vollkommenes Vertrauen in die Rückkehr zur Preisstabilität. Niemand am Rentenmarkt scheint ernsthaft zu glauben, dass Inflationsraten strukturell über dem Ziel verharren könnten – weder durch fiskalische Dominanz, noch durch Energie-Zweitundeneffekte, noch durch die administrativ verursachte Teuerung aus Brüssel.

Genau diese Gelassenheit macht uns nachdenklich. Inflation, so lehrt die Geschichte, verlässt die Bühne selten nach dem ersten Akt – und noch seltener auf Zehenspitzen. Dass die Marktteilnehmer ein Wiederholungsszenario derzeit praktisch ausschließen, ist weniger ein Beleg für ihre Weitsicht als vielmehr für die Wirkungsmacht der Ankererwartung: Was einmal als „vorübergehend“ deklariert wurde, bleibt es in den Köpfen vieler auch beim zweiten Mal.

Der Goldpreis scheint das anders zu sehen. Entweder riecht das gelbe Metall, was die Märkte noch nicht einpreisen – oder die Swap-Kurven haben recht, und Gold läuft einer Inflation hinterher, die nie kommt. Unsere Einschätzung ist klar: **Die Swap-Kurve unterschätzt die Wahrscheinlichkeit eines strukturellen Inflationsregimes, und Gold tut das, was es historisch immer getan hat – es nimmt die monetäre Realität früher wahr als die Terminmärkte.**

„It is difficult to get a man to understand something when his salary depends on his not understanding it.

Upton Sinclair

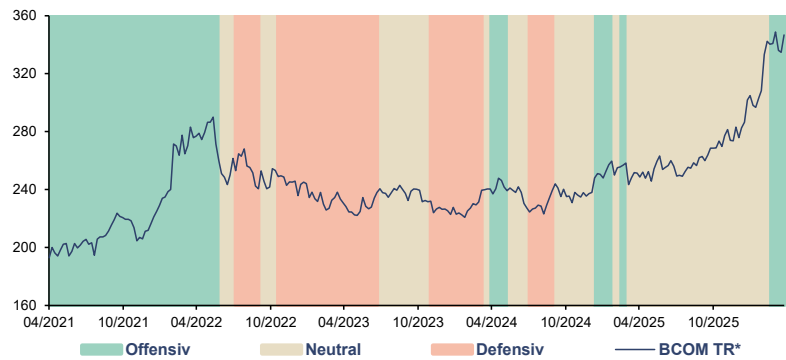
„Those who cannot remember the past are condemned to repeat it.

George Santayana

Incrementum Inflationssignal

Das **Incrementum Inflationssignal** ist zuletzt von *neutral* auf *offensiv* umgesprungen. Damit liegt erstmals seit rund einem Jahr wieder eine offensive Signal-Ausprägung vor.

BCOM TR*, und Incrementum Inflationssignal, 04/2021–04/2026



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



Bemerkenswert ist, dass das Signal über einen längeren Zeitraum neutral geblieben war, obwohl der Bloomberg-Commodity-Index in den vergangenen Monaten sichtbar zugelegt hatte. Der Grund dafür lag in der mangelnden Marktbreite: Der Anstieg des Index wurde auf Jahressicht im Wesentlichen von Edelmetallen getragen, während viele andere Rohstoffsegmente kaum nennenswerte Aufwärtsdynamik zeigten. **Bereinigt um Edelmetalle war die Entwicklung des breiten Rohstoffmarkts bis vor dem Ausbruch des Iran-Krieges weitgehend seitwärtsgerichtet.**

Dieses Bild hat sich zuletzt deutlich verändert. Im Zuge der verschärften geopolitischen Spannungen rund um den Iran haben sich insbesondere Energierohstoffe wie Öl und Gas kräftig verteuert. Gleichzeitig mehren sich Anzeichen, dass auch verschiedene Agrarrohstoffe, darunter Weizen, einen Boden ausgebildet haben. Eingeschränkte Lieferketten und erhöhte Unsicherheit auf der Angebotsseite wirken hier zusätzlich preistreibend.

Mit dem nun erfolgten Wechsel in den offensiven Bereich nehmen die Hinweise zu, dass inflationäre Tendenzen wieder an Relevanz gewinnen. Vor diesem Hintergrund erscheinen Rohstoffe aus Diversifikationsgründen zunehmend attraktiver. In einem Umfeld geopolitischer Spannungen, fragiler Lieferketten und wieder steigender Preisdynamik kann ein aktives Rohstoff-Investment einen wichtigen Beitrag zur Portfolio-stabilisierung leisten.

Umfragebasierte Inflationserwartungen

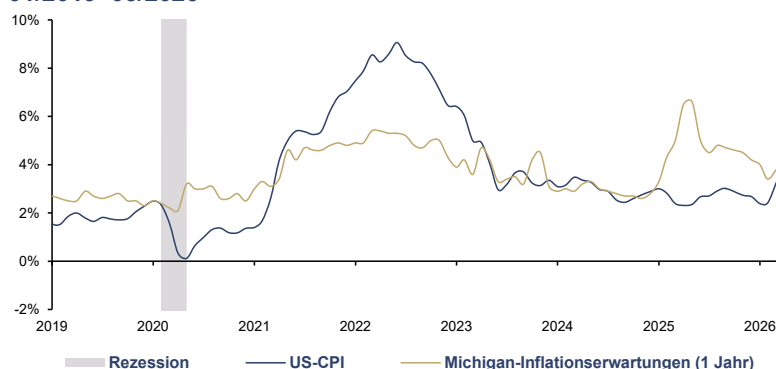
Inflationserwartungen University of Michigan

Mit dem Wahlsieg Donald Trumps schossen die kurzfristigen Inflationserwartungen deutlich in die Höhe. Im Mai 2025 fanden sie bei 6,6 % ihren Höhepunkt. Die Ergebnisse variierten allerdings sehr stark je nach Parteipräferenz. Während Republikaner einen Rückgang der Inflation erwarteten, befürchteten Demokraten ein Hinaufschneiden. Danach ging es kontinuierlich bergab, auch wenn der Anteil jener Konsumenten, die ihre schlechte finanzielle Situation auf die hohen Preise zurückführten, auf hohem Niveau um die 40 % schwankte und seit Herbst 2025 spürbar zulegte. **Der Ausbruch des Iran-Krieges hat die kurzfristigen Inflationserwartungen (Median) deutlich nach oben geschraubt, von 3,4 % auf 4,7 %.** Allerdings sind die umfragebasierten Inflationserwartungen ebenfalls meist kein guter Prädiktor der Inflationsentwicklung.

» *When all else fails there's always delusion.*

Conan O'Brien

US-CPI und Michigan-Inflationserwartungen (1 Jahr), yoy, 01/2019–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Vertiefung Eurozone

Im Februar machten Gerüchte die Runde, Christine Lagarde würde frühzeitig von ihrem Mandat zurücktreten. Dieses läuft Ende Oktober 2027 aus und kann nicht verlängert werden. Die Gerüchte bewahrheiteten sich allerdings nicht. **Doch spätestens im Herbst wird das politische Gerangel um die Nachfolge von Christine Lagarde einsetzen.** Das Vorschlagsrecht liegt lt. Art. 283 AEUV bei den Regierungen der EU-Länder, also de facto bei Deutschland und Frankreich, auch wenn sich Spanien beim Aufkommen der Gerüchte um einen vorzeitigen Rückzug Lagardes rasch in Stellung brachte. Da Deutschland mit Ursula von der Leyen weiter den Kommissionspräsidenten stellt, dürfte Frankreich die Federführung beim Entscheidungsfindungsprozess für Lagardes Nachfolge erhalten. Der vorgeschlagene Kandidat muss sich einer nicht-bindenden Anhörung im Europäischen Parlament und im EZB-Rat stellen. Die Bestellung erfolgt durch einen Beschluss des Europäischen Rats mit qualifizierter Mehrheit. Regelmäßig beginnt am 1. November 2027 die achtjährige Amtszeit.

Derweil treibt Christine Lagarde ihr Herzensprojekt, den digitalen Euro, weiter voran, auch wenn sie die derzeit für 2029 anvisierte Einführung nicht mehr als Präsidentin der EZB erleben wird. Neben dem für die Verbraucher gedachten digitalen Euro arbeitet die EZB auch an einem Konzept für ein tokenisiertes Finanzsystem unter der Bezeichnung *Appia*. 2028 soll das Konzept veröffentlicht werden, auf dessen Grundlage die weiteren Schritte für die Einführung eines tokenisierten Zentralbankgeldes umgesetzt werden sollen. Beide Initiativen dienen dazu, die strategische Autonomie der EU zu stärken, haben also vorrangig ein politisches Ziel.

„What is a committee? A group of the unwilling, picked from the unfit, to do the unnecessary.“

Richard Harkness

Administrativ-bürokratische Inflationsfaktoren

Während sich die USA unter Präsident Trump aus dem Pariser Klimaschutzabkommen ebenso verabschiedet haben wie aus der Energiewende, **hat die EU ihren Kampf gegen den Klimawandel nur leicht abgeschwächt.**

Anfang November 2025 wurde beschlossen, die Einführung der zweiten Stufe des EU-Emissionshandelssystems (ETS-2) auf 2028 zu verschieben. An den Klimazielen – -90 % bis 2040, -100 % bis 2050 – wurde nichts Wesentliches geändert. Die erste Stufe, EU-ETS 1, wurde 2005 eingeführt. Diese erfasst die großen Energieanlagen und die energieintensive Industrie sowie die Luftfahrt- und Schifffahrtsunternehmen. Diese Branchen sind für rund 40 % der CO₂-Emissionen verantwortlich. Gratis-Zertifikate für Betriebe mit besonders hohen CO₂-Emissionen mildern bislang den Kostenanstieg. Im Zuge der heraufziehenden Energiekrise als Folge des Iran-Kriegs kamen erste Stimmen

Der CBAM ist ein Lehrbuchbeispiel für die Interventionsspirale: Ein dauerhafter administrativer Eingriff in den Preismechanismus zieht immer weitere Interventionen nach sich.

„For every complex problem there is an answer that is clear, simple, and wrong.

H.L. Mencken

„Most of the great problems we face are caused by politicians creating solutions to problems they created in the first place.

Walter E. Williams

„Bureaucracy destroys initiative. There is little that bureaucrats hate more than innovation, especially innovation that produces better results than the old routines.

Frank Herbert

auf, das ETS vorübergehend vollständig auszusetzen, so von Italiens Premierministerin Giorgia Meloni.

2028 wird dieses Versteigerungsverfahren dann auf die Sektoren Straßenverkehr und Gebäude ausgeweitet (EU-ETS 2). Benzin und Diesel sowie Gas und Heizöl werden dann mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit deutlich teurer werden. In einer Übersichtsstudie listet der hoch angesehene *Wissenschaftliche Dienst des Deutschen Bundestags* verschiedene Analysen auf,

die den künftigen CO₂-Preis abschätzen. Die Bandbreite ist hoch. Sie reicht von 50 EUR bis zu 400 EUR pro Tonne. Ein Großteil der Schätzungen liegt deutlich über dem aktuellen Preis für CO₂. Das trifft sowohl auf den seit Mitte Jänner deutlich auf rund 75 EUR per Mitte April gefallen Marktpreis zu, als auch auf den von der deutschen Bundesregierung festgelegten Preis für die bislang nicht vom Emissionshandel erfassten Sektoren.

Bei einem CO₂-Preis von 200 EUR pro Tonne steigen die Kosten eines Vier-Personen-Haushalts beispielsweise um rund 1.000 EUR pro Jahr. Der Aufschlag für Diesel und Benzin würde sich im Vergleich zum aktuellen Niveau ungefähr vervierfachen. In absoluten Zahlen macht das zumindest 50 Cent pro Liter aus.

Mit 1. Jänner 2026 ist jedoch ein anderer Preistreiber in Kraft getreten, der CO₂-Grenzausgleichsmechanismus (Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM)). Er ist ein weiterer Baustein in Brüssels Kampf gegen die CO₂-Emissionen und ein Lehrbuchbeispiel für die Interventionsspirale, wonach ein deutlicher und dauerhafter administrativer Eingriff in den Preismechanismus immer weitere Interventionen nach sich zieht. Der CBAM soll einerseits verhindern, dass ausländische Unternehmen wegen der steigenden Kosten für CO₂-Emissionen in der EU ihre Produkte günstiger anbieten können. Andererseits soll auch die kostengetriebene Abwanderung von Unternehmen aus der EU ins EU-Ausland weniger attraktiv werden. Vor kurzem wurde zum ersten Mal ein Referenzwert festgelegt, und zwar in der Höhe von 75,36 EUR für Einfuhren im Q1/2026 pro Zertifikat. Gekauft werden müssen die Zertifikate allerdings erst 2027.

Womöglich ist die Motivation hinter CBAM aber gar nicht so nobel, wie sie auf den ersten Blick scheint. **Denn großer Profiteur des CBAM ist die EU, die mit 75 % den Großteil dieser als Ausgleichszahlung schönegeredeten grünen Zölle erhält und damit ihre Eigenmittel vermehrt.** Immerhin 25 % fließen an die Nationalstaaten. Sappor und zugegeben sehr zugespitzt formuliert: Die EU wirft Trumps Zollpolitik vor, was sie im Grunde selber betreibt – aber natürlich im Gewand nobler Motive. Dass die Umsetzung von CBAM zudem **extrem bürokratisch ausgestaltet wurde**, braucht niemanden zu verwundern. Entbürokratisierungsankündigungen aus dem Munde von Bürokraten sind in aller Regel genau eines, ein Lippenbekenntnis.

Zurück zu ETS-2: Durchaus bemerkenswert war die Reaktion der EZB auf die Verschiebung der Einführung von ETS-2. **Spitzenvertreter der EZB merkten an**, dass diese Verschiebung der Ausweitung des Emissionshandels auf die Sektoren Verkehr und Gebäude die Inflationsrate 2027 um 0,2 Prozentpunkte senken könnte, von damals prognostizierten 1,9 auf 1,7 %. Damit würde der Euroraum Gefahr laufen, 2027 das Inflationsziel von 2,0 % zu verfehlen.

Dass die EZB allen Ernstes eine Unterschreitung ihres Ziels um 0,3 Prozentpunkte als Problem verkauft – nach einer dreijährigen Inflationswelle, die den HVPI um 18 % hochgetrieben hat –, zeigt, wie weit sie sich von der Lebenswirklichkeit der Bürger entfernt

hat. Und eine niedrige Inflationsrate bedeutet immer noch, dass die Preise weiter ansteigen, wenn auch in einem geringeren Tempo. **Doch mehr noch als die Inflation fürchten Zentralbanker – irrigerweise – die Preisdeflation.**²

Eine neue Studie „*The costs of deflations: a historical perspective*“ stellt genau diese Angst vor einer Preisdeflation grundlegend in Frage. Eine Vermögenspreisdeflation, insbesondere am Immobilienmarkt, hätte hingegen viel größeren Schaden angerichtet – nicht zuletzt, weil sie den Bankensektor in erhebliche Schwierigkeiten gebracht hätte. **Die wichtigste Aufgabe der (Geld-)Politik wäre daher, das Entstehen von Finanzblasen zu verhindern.** In deutlicher Nähe zur Konjunkturtheorie der Österreichischen Schule der Nationalökonomie wird der kreditinduzierte Boom als das eigentliche Problem benannt, die Korrektur hingegen als die unumgängliche Bereinigung der überzogenen Kredit- und Schuldenexpansion.

Dass das asymmetrische Verhältnis von Inflation und Deflation nicht naturgegeben ist, sondern ein Phänomen des Fiat-Geldzeitalters, zeigt der historische Vergleich: **Die Autoren untersuchten 3.687 Preisinflations- und Preisdeflationsphasen im Zeitraum 1870–2013.** Das Verhältnis zwischen Preisinflations- und Preisdeflationsperioden war dabei höchst aufschlussreich:

- Klassischer Goldstandard (1870–1913): 1,25 : 1
- Zwischenkriegszeit (1920–1938): 1,18 : 1
- Nachkriegszeit (1947–2013): 18,4 : 1

Deutlicher lässt sich kaum belegen, dass die Fiat-Ära strukturell inflationär ist – und die Obsession der Zentralbanken mit der Gefahr einer Preisdeflation mehr historisch geerbtes Trauma als empirisch fundierte Sorge.

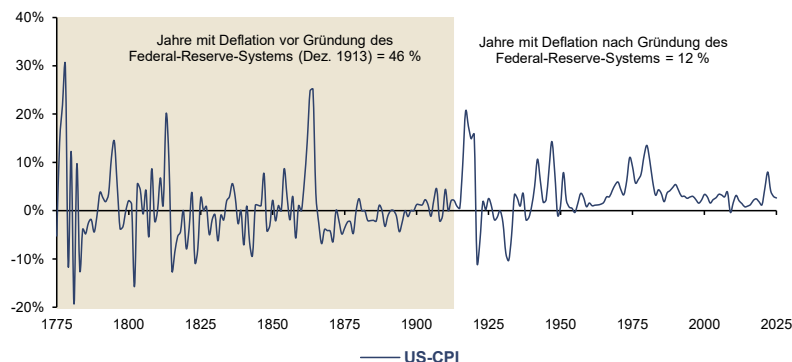
„*The deflation phobia of modern economists and policymakers has extended beyond just worrying about banking collapses. It has progressed to a pathological level.*

Saifedean Ammous

„*It is a sobering fact that the prominence of central banks in this century has coincided with a general tendency towards more inflation, not less.*

Paul Volcker

US-CPI, yoy, 1775–2025



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



Fazit

Die vergangenen 20 Jahre waren ökonomisch mehr als turbulent. Sie begannen mit der Weltfinanzkrise 2007/08, die in eine scharfe, aber nur kurz andauernde Rezession mündete. Es folgten die ersten Runden an QE, damals ein Tabubruch, eine als „außergewöhnlich“ bezeichnete Geldpolitik, die mittlerweile Normalität, also „gewöhnlich“ geworden ist. QT ist kein Abschied von QE, sondern nur dessen – noch immer in Gang befindliche – Abwicklung. Die Corona-Pandemie führte zu einer weiteren Runde an QE, gefolgt von der schon länger erwartbaren Inflationswelle, die durch den Ausbruch des Ukraine-Kriegs und die ihn begleitende hohe Unsicherheit an den Energiemärkten verschärft wurde. Die führenden Zentralbanken scheiterten in deren

„*What we do know is that speculative episodes never come gently to an end. The wise, though for most the improbable, course is to assume the worst.*

John Kenneth Galbraith

² Siehe „Inflation vs. Deflation – Der große Showdown?“, In *Gold We Trust*-Report 2018; „Exkurs: Monetäre Tektonik – Inflation vs. Deflation“, In *Gold We Trust*-Report 2013

Inflation ist der Anstieg der ungedeckten Geldmenge. Teuerung ist der Anstieg des allgemeinen Preisniveaus – Wirkung, nicht Ursache.

Bekämpfung kläglich, auch weil die Inflationswelle lange Zeit völlig unterschätzt wurde.

Wir hatten bereits frühzeitig vor der sich aufbauenden Inflationswelle gewarnt. Null- und Niedrigzinspolitik mussten – über kurz oder lang – ihren Niederschlag in (stark) anziehenden Preisen finden.³ Dabei behilflich ist die wichtige konzeptionelle Unterscheidung zwischen Inflation – dem Anstieg der un-

gedeckten Geldmenge – und Teuerung – dem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus,⁴ selbst wenn diese begriffliche Trennung von Ursache – Inflation – und Wirkung – Teuerung – im Alltag kaum umsetzbar ist.

„All roads lead to inflation.

Paul Tudor Jones

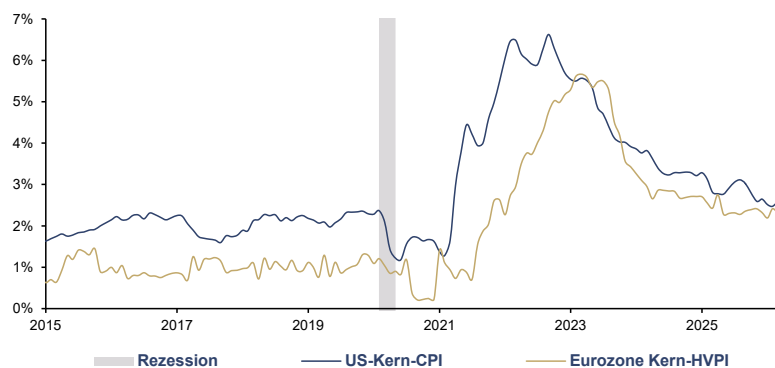
2018, als der *In Gold We Trust*-Report zum ersten Mal einen Titel erhielt, benannten wir ihn „Gold und die monetäre Zeitendwende“. Im November 2020 veröffentlichten wir das Inflations-Special „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“ und warnten frühzeitig vor dem Heraufziehen der unentrinnbaren Inflationskrise. 2021 konstatierten wir den „monetären Klimawandel“ und damit die fortlaufend zunehmende fiskalische Dominanz, welche die Zentralbanken von – ohnehin schlechten – Hütern der Preisstabilität in Staatsfinanciers wandeln, auch wenn dies natürlich nicht offen kommuniziert wird. Im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ haben wir die Konsequenzen dieser sich verfestigenden neuen Normalität im Detail ausgeführt, darunter die beiden eng verwandten Thesen, dass strukturell erhöhte Inflationsraten und das Investmentprinzip „Anything but bonds“ gekommen sind, um zu bleiben.

„I am not sure the West is ready to confront the consequences of its actions: persistent inflation, reduced industrial output, lower growth, and higher unemployment.

Wolfgang Münchau

Abgesehen von vorübergehenden Sondereffekten wie Wechselkursschwankungen oder dem aktuellen Energiepreisschock mit seinen Basiseffekten in beide Richtungen gehen wir davon aus, dass speziell in den USA die Inflationsrate auf einem erhöhten Niveau bleiben wird. Die Kombination aus hohen Budgetdefiziten und weiterhin soliden Wachstumszahlen sowie dem politischen Druck auf die Federal Reserve, die Zinsen tendenziell niedriger zu halten, liefert die Begründung für unsere Einschätzung. Das strukturell höhere Inflationsniveau zeigt sich gerade auch in den Kerninflationsraten.

US-Kern-CPI und Eurozone Kern-HVPI, yoy, 01/2015–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

³ Siehe auch Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim and Hochreiter, Gregor: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019

⁴ Siehe „Inflation vs. Teuerung: Begriffsverwirrung hat schwerwiegende Konsequenzen“, *In Gold We Trust*-Report 2012

Dass Energie- und Lebensmittelpreise aus der Berechnung der Kerninflation herausgenommen werden und damit in den nächsten Quartalen dafür sorgen werden, dass die (Kern-)Inflationsrate deutlich unter der Gesamtinflationsrate liegen wird, ist für die Konsumenten kein Trost. Es ist daher zu erwarten, dass sich die ohnehin tiefe Kluft zwischen Zentralbankern, Statistikern und Ökonomen und der normalen Bevölkerung weiter vertiefen wird, wenn die erste Gruppe auf Basis der Kerninflation erklären wird, dass die Inflation ohnehin nicht so schlimm sei.

Eine Banknote ist ein Zahlungsverprechen für einen bestimmten Wert. Wird dieser Wert durch Inflation verwässert, wird das Versprechen gebrochen – moralisch ein Diebstahl.

Die moralischen Folgen der Inflation

Eine in der öffentlichen Debatte weithin unbeachtet bleibende Dimension von (hoch-)inflationären Phasen ist der negative Einfluss von Inflation auf die Moral und in das Vertrauen in die Institutionen. Ein Autor, der sich intensiv mit diesem Aspekt auseinandersetzt, ist Lord Brian Griffiths. In seinem Buch „*Inflation Is About More Than Money: Economics, Politics and the Social Fabric*“ argumentiert er, dass Inflation im Grunde genommen ein Akt der Täuschung ist, da eine Banknote ein „Zahlungsverprechen“ für einen bestimmten Wert darstellt. Wird dieser Wert durch Inflation verwässert, wird dieses Versprechen gebrochen, was moralisch gesehen einem Diebstahl gleichkommt. Er stellt sich damit gegen die geldnominalistische Auffassung, wonach 100 Geldeinheiten immer 100 Geldeinheiten wären, unabhängig von deren Kaufkraft.

Daher weist Griffiths die Vorstellung zurück, dass Inflation lediglich ein Systemfehler sei, und definiert sie als „moralische Krankheit“ und „gesellschaftliche Störung“, weil sie Anstand und Ehrlichkeit in der Gesellschaft untergräbt. Sie bestraft Sparsamkeit und belohnt Verschuldung, was langfristig wirtschaftlichen Schaden verursacht. Zudem trifft sie die Armen und diejenigen am härtesten, deren Vermögen aus Löhnen und Ersparnissen statt aus Sachwerten besteht, was besonders verwerflich ist. Inflationsphasen untergraben darüber hinaus mit der Zeit das Vertrauen in das Finanzsystem, den Kapitalismus und die demokratische Regierung.

In der Tradition der Österreichischen Schule der Nationalökonomie stehend argumentiert Guido Hülsmann ähnlich, so zum Beispiel in seinem Essay „*Cultural consequences of monetary interventions*“ oder in seinem Buch „*Krise der Inflationkultur*“. Literarisch hat sich Thomas Mann in seiner Novelle „Unordnung und frühes Leid“ mit der Hyperinflation nach dem Ersten Weltkrieg auseinandergesetzt und wie diese politische und gesellschaftliche Extremismen und eine Art Hyperrealität beflügelte.⁵

Auch wenn sich Preise fortlaufend ändern und somit die Kaufkraft des Geldes nie konstant ist, so führt eine zu starke Schwankung der Kaufkraft dazu, dass das Preisgefüge seinen Anker verliert. Doch nicht nur die Wirtschaft im Speziellen verliert ihren Anker in Zeiten stark erhöhter Inflationsraten, sondern auch die Gesellschaft im Allgemeinen. Oder wie es Lenin formulierte: „Um die bürgerliche Gesellschaft zu zerstören, muss man ihr Geldwesen verwüsten.“

Zu den moralischen Folgen erhöhter Teuerung zählt auch das speziell unter Politikern beliebte Sündenbock-Suchen. Denn der Mythos, dass Politik und Zentralbanken an Inflationswellen unschuldig seien, kann dadurch am Leben gehalten werden. Beliebte Sündenböcke sind Unternehmer. Schließlich stellen Unternehmer in der Bevölkerung eine Minderheit dar und das Verprellen dieser Wählergruppe ist für viele Parteien daher kein wahltaktisches Problem.

„No subject is so much discussed today — or so little understood — as inflation.

Henry Hazlitt

„I think we now understand better how little we understand about inflation.

Jerome Powell

„Die Hausfrau [...] ist mürrisch und matt von den verrückten Schwierigkeiten der Wirtschaft. [...] Sie denkt an die Eier, die heute unbedingt eingekauft werden müssen, und spricht davon: von den Sechstausend-Mark-Eiern, die nur an diesem Wochentage von einem bestimmten Geschäft, eine Viertelstunde von hier, in bestimmter Anzahl abgegeben werden.

Thomas Mann

⁵ Siehe auch Paul A. Cantor: „Hyperinflation and Hyperreality: Thomas Mann in Light of Austrian Economics“, *Review of Austrian Economics*, Vol. 7, No. 1, 1994, S. 3–29

» *Nothing is easier, or more emotionally satisfying, than blaming high prices on those who charge them, rather than on those who cause them.*

Thomas Sowell

Doch dieses populistische Schuldzuweisen, wonach es exzessive Unternehmensprofite gewesen wären, die maßgeblich die Inflationswelle 2021–2023 angeheizt hätten, entpuppte sich auch in der vergangenen Inflationswelle als Mythos. Zu diesem Ergebnis kommt jedenfalls die Studie „*Did profits cause inflation?*“ von Christopher Conlon. Auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde hatte sich während der von ihr völlig unterschätzten Inflationswelle dem populistischen Treiben gegen die Unternehmer angeschlossen.

Besonders absurde Züge hatte und hat das anti-unternehmerische Kesseltreiben im Energiesektor. So sind in Europa viele Energieversorger im Staatseigentum. Die höheren Gewinne flossen in die nach den fiskalischen Corona-Exzessen stark strapazierten Staatshaushalte, während dieselben Politiker den Energieversorgern Übergewinne auf Kosten der Bürger vorwarfen, obwohl sie selbst im Aufsichtsrat dieser Unternehmen saßen – und im Regelfall sogar die Mehrheit in diesem Gremium stellten.

Ein ökonomischer Faktor, der allerdings der Inflation selbst geschuldet ist, hat aber durchaus einen Einfluss auf die nominellen Gewinne. Starke Preisanstiege beeinflussen insofern die nominellen Gewinne positiv, als die Abschreibung der Kapitalgüter auf das alte Preisniveau bezogen ist. Das neue, höhere Preisniveau schlägt sich in den Unternehmensgewinnen erst nieder, wenn Reparaturen oder Ersatzinvestitionen getätigt werden müssen.

Höhere Inflationsraten bei höherer Inflationsvolatilität voraus

Abschließend lässt sich resümieren, dass die sich abzeichnende Energie(versorgungs)krise zur Unzeit kommt. Die Zentralbanken sind nach der desaströsen Fehleinschätzung während der erst wenige Jahre zurückliegenden Inflationswelle ebenso in der öffentlichen Meinung angezählt wie die etablierten politischen Parteien – die verbliebenen etablierten politischen Parteien, denn in den führenden Industrienationen dies- und jenseits des Atlantiks dominieren nur mehr in den USA, in Spanien und in Deutschland sogenannte etablierte Parteien das Geschehen.

» *Get your facts first, then you can distort them as you please.*

Mark Twain

Schwindendes Vertrauen, angefacht durch einen weiteren kräftigeren Inflations-schub kann für diese Parteien zum Sargnagel werden. In den USA verhindert bislang das Mehrheitswahlrecht zwar formal den Aufstieg neuer Parteien – doch wie die MAGA-Bewegung zeigt(e), kann auch eine bestehende, aber entkernte Parteihülle neu besetzt werden. Doch wie Großbritannien oder auch Frankreich belegen, können selbst in einem politischen System mit Mehrheitswahlrecht ehemals staatstragende Parteien rasch von der Bildfläche verschwinden. ■



DIE WELT DER EDELMETALLE



OGUSSA

IHR INVESTMENT IN GOLD

bei Österreichs erster Adresse für Edelmetalle. Seit 1862.



BARREN IN 11 GRÖSSEN
IN UNSEREN FILIALEN UND IM WEBSHOP.

1 bis 1000 Gramm • bis € 10.000 anonym • umsatzsteuerfrei

Wien, Linz, Salzburg, Innsbruck, Dornbirn, Graz und Klagenfurt.

Liesinger-Flur-Gasse 4
1230 Wien

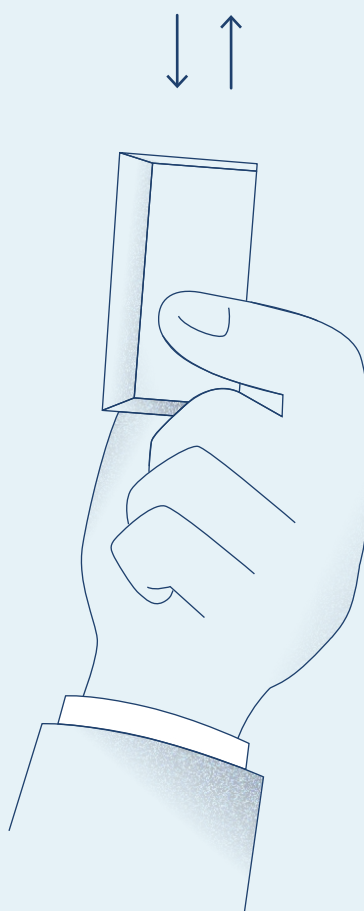
www.oegussa.at

T + 43 1 866 46
M office@oegussa.at

Ein Unternehmen der **umicore**[®]



Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots



Key Takeaways

- 2025 kauften die Zentralbanken 863 t Gold – im Wert von rekordverdächtigen 95,2 Mrd. USD. 95 % der Zentralbanken erwarten lt. Central Bank Gold Reserves Survey 2025 eine weitere Zunahme.
- Gold ist kein passives Reserveasset mehr, denn die Zentralbanken behandeln Gold zunehmend als aktives Bilanzinstrument. Das ist eine Form der „stillen Remonetarisierung“.
- Die Investitionsnachfrage stieg 2025 im Vorjahresvergleich um 84 % auf 2.175 t, angetrieben von Rekordzuflüssen in ETFs von 89 Mrd. USD (800 t) und einer Nachfrage nach physischen Barren und Münzen von 1.374 t.
- Asien gewinnt immer mehr an Bedeutung. Die Zuflüsse in asiatische Gold-ETFs von 25 Mrd. USD im Jahr 2025 überstiegen die kumulierte Summe seit Auflage des ersten asiatischen Gold-ETFs im Jahr 2007. In Q1/2026 verzeichneten asiatische ETFs ihr stärkstes Quartal seit Beginn der Aufzeichnungen.
- Das gesamte Goldangebot lag 2025 bei 5.002 t. Die Minenproduktion erzielte mit 3.672 t einen neuen Rekordwert. Bemerkenswert ist die verhaltene Reaktion des Recyclings auf die Rekordpreise, was darauf hindeutet, dass die Besitzer die Erwartungen einer weiteren Geldentwertung verinnerlicht haben.

Greed and fear are powerful, greed is powerful, fear is more powerful, but there's one thing more powerful than both and that's need.

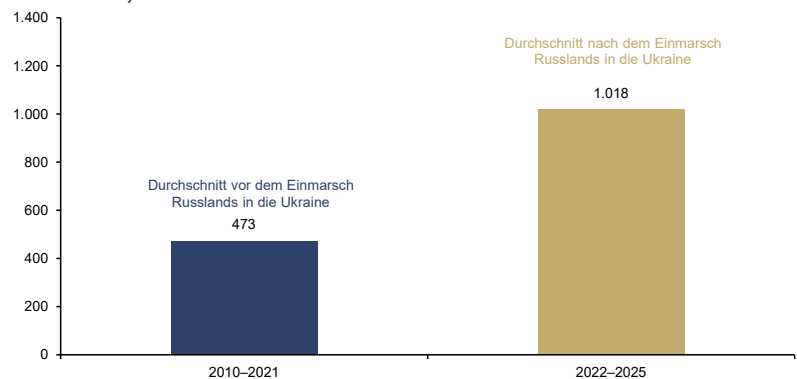
Jeffrey Gundlach

Wir wenden uns nun den wichtigsten Entwicklungen bei Angebot und Nachfrage von Gold zu und konzentrieren uns dabei auf Zentralbanken und private Investoren. Für weitere Einblicke empfehlen wir die „Gold Demand Trends“ des World Gold Council (WGC).

Goldnachfrage der Zentralbanken

Die Zentralbanken sind trotz sinkender Goldkäufe weiterhin der strukturelle Anker der Goldnachfrage. In drei aufeinanderfolgenden Jahren, von 2022 bis 2024, lagen die Käufe des öffentlichen Sektors bei über 1.000 t, was einen entscheidenden Bruch mit der Situation vor 2022 darstellt. Was als allmählicher Diversifizierungstrend begann, hat sich zu einer strategischen Neupositionierung der Währungsreserven als Reaktion auf eine geopolitisch aufgeladene Währungsordnung entwickelt. 2025 kauften die Zentralbanken „nur“ 863 t Gold. Das ist erheblich mehr als 2010–2021, als es durchschnittlich 473 t pro Jahr waren. **Gemessen am Geldwert beliefen sich die Zentralbankkäufe auf insgesamt 95,2 Mrd. USD, womit ein neues Allzeithoch erzielt wurde.**

Durchschnittliche jährliche weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2010–2025



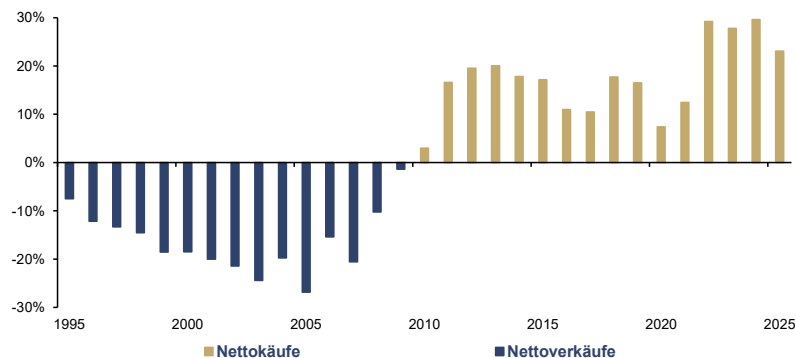
Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Relativ gesehen beliefen sich die offiziellen Ankäufe im Jahr 2025 auf etwas weniger als ein Viertel der geförderten Goldmenge, nachdem die Nachfrage der Zentralbanken drei Jahre lang fast ein Drittel der jährlichen Goldminenproduktion ausgemacht hatte. Trotz dieser Abschwächung gehörte das vergangene Jahr immer noch zu den besten in der jüngeren Geschichte.

„The road to wisdom? Well, it's plain and simple to express: Err and err and err again, but less and less and less.“

Piet Hein

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in % der Minenproduktion, 1950–2025



Quelle: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Incrementum AG

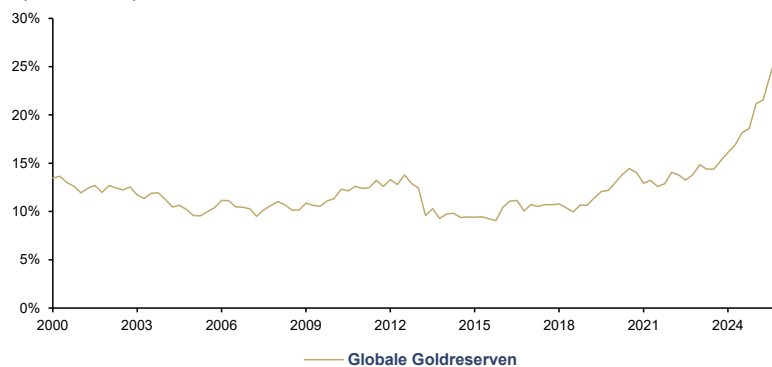


Der strategische Trend blieb daher unverkennbar: Gold gewinnt aufgrund seiner politischen Neutralität und des Fehlens eines Gegenparteirisikos als Reservewährung weiter an Bedeutung. Der Anteil von Gold an den weltweiten Devisenreserven ist weiter gestiegen und nähert sich allmählich wieder den Werten an, die zuletzt Anfang der 1990er-Jahre verzeichnet wurden.

„Your old road is rapidly aging.“

Bob Dylan

Globale Goldreserven, als Anteil der globalen Gesamtreserven, Q1/2000–Q4/2025

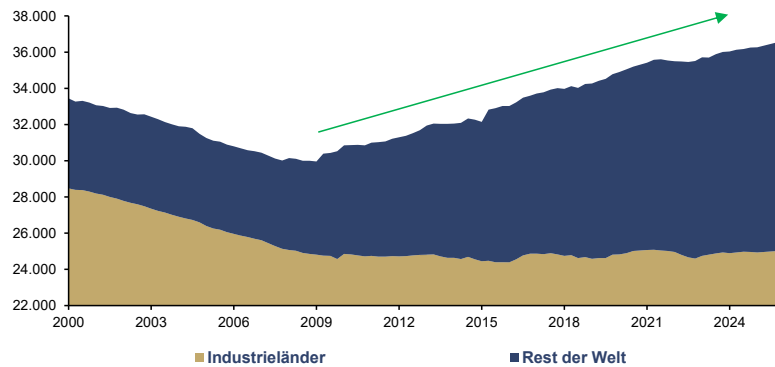


Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Eine der interessantesten Entwicklungen war die unterschiedliche Herangehensweise der Schwellenländer und der Industrieländer an ihre Goldreserven. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben ihre Goldbestände im Rahmen umfassenderer Bemühungen, ihre Reserven weg von traditionellen Reservewährungen zu diversifizieren und die finanzielle Widerstandsfähigkeit zu stärken, deutlich erhöht. Im Gegensatz dazu stagnieren die Goldreserven der Industrieländer weitgehend, was darauf zurückzuführen ist, dass viele Industrieländer den Großteil ihrer Goldreserven bereits vor Jahrzehnten aufgebaut haben.

Goldreserven, in Tonnen, Q1/2000–Q4/2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



„Oh my God, they found me. I don't know how, but they found me. Run for it, Marty!”

Dr. Emmett Brown, Zurück in die Zukunft

Offensichtlich haben die Zentralbanken aber noch nicht genug Gold gekauft. Laut „Central Bank Gold Reserves Survey 2025“ erwarten rekordverdächtige 95 % der Zentralbanken, dass die weltweiten Goldreserven in den nächsten 12 Monaten steigen werden. Bemerkenswert ist, dass 2025 das erste Jahr in der Geschichte der Umfrage war, in dem kein einziger Befragter mit einem Rückgang der Goldreserven rechnete – eine Einstimmigkeit, die Bände spricht.

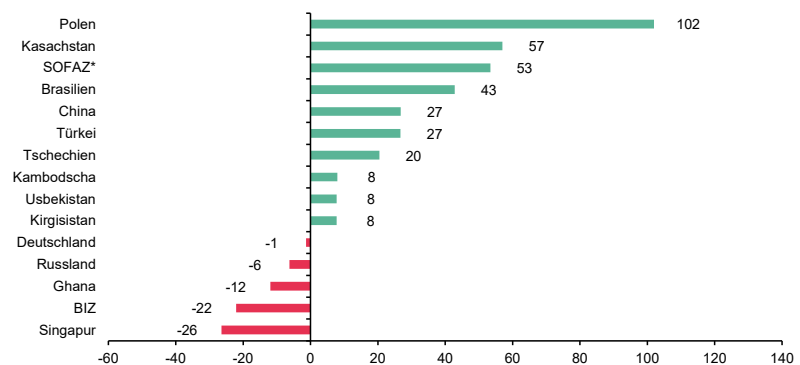
„Hard choices, easy life. Easy choices, hard life.”

Jerzy Gregorek

Die Motive sind einheitlich und aufschlussreich: die Wertentwicklung von Gold in Krisenzeiten, seine Rolle als Wertspeicher und seine Funktion als Diversifikationsinstrument in einer Welt, in der das Vertrauen in Fiat-Vermögenswerte zunehmend an Bedingungen geknüpft ist.

Die bedeutendsten Käufer unter den Zentralbanken im Jahr 2025 stammten überwiegend aus Schwellenländern.

Top 10 Käufer und Top 5 Verkäufer von Goldreserven, in Tonnen, 2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan



„If the world were perfect, it wouldn't be.”

Yogi Berra

Doch erneut erwies sich eine Zentralbank aus einem Industrieland als auffälliger Ausreißer. Zum zweiten Mal in Folge stach Polen als aktivster Käufer hervor. Die polnische Zentralbank stockte ihre Bestände 2025 um 102 t auf und setzte damit ihre mehrjährige Strategie zur Stärkung ihrer Goldposition fort. Bemerkenswert ist, dass Polen Pläne zum Kauf weiterer 150 t angekündigt hat, wodurch sich die Goldreserven auf etwa 700 t erhöhen würden, was das Land unter die zehn größten Goldbesitzer weltweit bringen würde. Dieser vor kurzem erfolgte Kurswechsel der polnischen Zentralbank lässt sich auf einen bestimmten Moment zurückführen: den russischen Einmarsch in der Ukraine.

Laut Adam Glapinski, dem Präsidenten der Polnischen Nationalbank (NBP),

we [the NBP] will keep buying gold until we reach 700 tons, because that's where we are on the political map.... A country that borders a war zone is subject to special scrutiny. Investors and international institutions assessing our credibility take our reserves into account.

Auf der anderen Seite fand sich Russland 2025 auf der Seite der Verkäufer wieder. Diese Entwicklung ist bedeutend, da die russische Zentralbank zwischen 2006 und 2021 einer der beständigsten Goldkäufer war. Die vor kurzem durchgeführten Verkäufe spiegeln wahrscheinlich die Notwendigkeit wider, die laufenden Kriegsanstrengungen zu finanzieren, was es Russland effektiv ermöglicht, die Hausse zu monetarisieren.

Die Bedeutung von Gold für die Bilanzen der Zentralbanken wurde durch die Erfahrungen der Bundesbank im Jahr 2025 deutlich. Die negative Zinsmarge zwischen den niedrig verzinsten Anleihebeständen aus den geldpolitischen Ankaufprogrammen APP und PEPP und den höher verzinsten Geschäftsbanken-Einlagen – ein Erbe der Zinswende von 2022/23 – belastete die Gewinn- und Verlustrechnung mit einem Jahresfehlbetrag von 8,6 Mrd. EUR. Zusammen mit dem Verlustvortrag aus 2024 summiert sich der Bilanzverlust der Bundesbank auf stattliche 27,8 Mrd. EUR.

Doch der Blick auf die Passivseite zeigt ein gänzlich anderes Bild: Der Anstieg des Goldpreises – verbucht im „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ – hat den Wert der deutschen Goldreserven dramatisch erhöht. Die Neubewertungsreserve für Gold sprang allein 2025 um 125 Mrd. EUR auf einen historischen Höchstwert von 387 Mrd. EUR. Damit ist die Bewertungsreserve heute fast 19-mal so hoch wie zu Beginn der Währungsunion 1999. Auf der Aktivseite kletterte die Goldposition entsprechend auf einen neuen Rekordwert von 395 Mrd. EUR – und glich den geldpolitisch bedingten Rückgang der Bilanzsumme nahezu vollständig aus.

Das Ergebnis ist eine Bilanz-Akrobatik der besonderen Art: Trotz des Bilanzverlustes von 27,8 Mrd. EUR stieg das Nettoeigenkapital der Bundesbank um 112 Mrd. EUR auf 363 Mrd. EUR – und damit auf einen neuen Höchststand. Übersetzt heißt das: Was die Bundesbank an ihren Anleihebeständen verliert, gewinnt sie um ein Vielfaches an ihren 3.350 Tonnen Gold zurück. Mit ihnen ist sie, in den Worten von Bundesbank-Präsident Joachim Nagel, „finanziell solide aufgestellt“. Eine bemerkenswerte Ironie der Geschichte: **Die offiziell unangetastete „Reserve für den schlimmsten Tag“ hat sich klammheimlich in die tragende Säule der gesamten Bundesbank-Bilanz verwandelt.**

In Italien hat der politische Druck zugenommen, eine stärkere staatliche Kontrolle über die Goldreserven der Zentralbank durchzusetzen und diese ausdrücklich als Teil des für öffentliche Zwecke verfügbaren nationalen Vermögens zu definieren. Zweifellos zeigt diese Debatte, dass Gold neu bewertet wird – von einer unantastbaren Reserve zu einer, wenn auch nur vorübergehend, nutzbaren Finanzierungsquelle.

Polen liefert offensichtlich ein noch deutlicheres Beispiel für den sich vollziehenden Paradigmenwechsel. Die Polnische Nationalbank, seit 2024 der größte Käufer unter den Zentralbanken, hat ihre Bereitschaft signalisiert, ihre Goldbestände aktiv zu verwalten. Gouverneur Adam Glapinski brachte vor kurzem die Idee ins Spiel, durch Goldtransaktionen bis zu 13 Mrd. USD zur Finanzierung von Verteidigungsausgaben zu generieren, wobei möglicherweise Gold verkauft wird, um es später wieder zurückzukaufen. Auch wenn die Details noch unklar sind, ist die Botschaft unmissverständlich: **Gold wird zunehmend als Bilanzinstrument betrachtet, das in Zeiten finanzieller Engpässe genutzt werden kann.**

Dies markiert einen wichtigen Wandel in den Arbeitsabläufen und der Mentalität der Zentralbanken. Neben der Betrachtung von Gold als strategische Reserve beginnen sie, Gold als mögliche Quelle für Liquidität und fiskalische Flexibilität anzuerkennen. In diesem Sinne wird Gold heimlich, still und leise remonetarisiert, da es als Reservewert ohne die mit herkömmlichen Anleiheemissionen verbundenen politischen und marktbezogenen Konsequenzen aktiviert werden kann.

” *Fate, it seems, is not without a sense of irony.*

Morpheus

” *Not all Germans believe in God, but they all believe in the Bundesbank.*

Jacques Delors

” *If I were German, I would definitely keep the Bundesbank and the D-Mark.*

Margaret Thatcher

” *Gold is the only safe investment for state reserves.*

Adam Glapiński

„*For the first time in roughly three decades, gold surpassed Treasuries in central bank reserve share — one of the most consequential portfolio rebalancings in modern history.*

WisdomTree, 2025

Werfen wir nun einen Blick auf die Entwicklungen seit Jahresbeginn: Auffallend ist, dass Polen erneut die Käuferseite anführt und allein im Jänner und Februar etwa 20 t zugekauft hat. Usbekistan hat seine Aufstockungsserie auf fünf Monate in Folge ausgeweitet, womit sich die Käufe seit Jahresbeginn auf 16 t belaufen. China setzt seinen stetigen und methodischen Ansatz fort, fügte weitere 2 t hinzu und verzeichnete damit den 16. Monat in Folge mit Käufen. Unterdessen hat die Tschechische Nationalbank still und leise eines der weltweit beständigsten Aufstockungsprogramme aufgebaut.

Auf der Verkäuferseite hat Russland rund 15 t liquidiert, während sich die Türkei als der aktivste taktische Akteur herausgestellt hat. Nach dem Verkauf von 8 t im Februar hat die türkische Zentralbank ihre Aktivitäten im März deutlich verstärkt; Schätzungen zufolge wurden rund 50 t für Liquiditätsbereitstellung und Devisengeschäfte mobilisiert. Wichtig ist, dass türkische Vertreter betonten, dass ein erheblicher Teil dieser Transaktionen aus Gold-Währungs-Swaps besteht, was darauf hindeutet, dass ein Großteil des Goldes letztendlich in die Reserven zurückfließen könnte.

Überzeugungskäufer vs. opportunistische Käufer

„*When conviction buyers are net buyers, prices can run far. The 1970s show how far.*

Goldman Sachs

Um die sich wandelnde Dynamik der Goldnachfrage besser zu verstehen, ist es sinnvoll, zwischen Überzeugungskäufern und opportunistischen Käufern zu unterscheiden.

Da ihr Kaufverhalten weitgehend unempfindlich gegenüber Preisschwankungen ist, lassen sich Überzeugungskäufer stattdessen von strategischen Überlegungen wie Inflationsabsicherung, Währungsentwertung und Absicherung gegen systemische Risiken leiten. Wenn diese Akteure in den Markt eintreten, nehmen sie das Angebot in der Regel relativ unelastisch auf und bestimmen so die Richtung des Goldpreises.

„*Hope is not a method.*

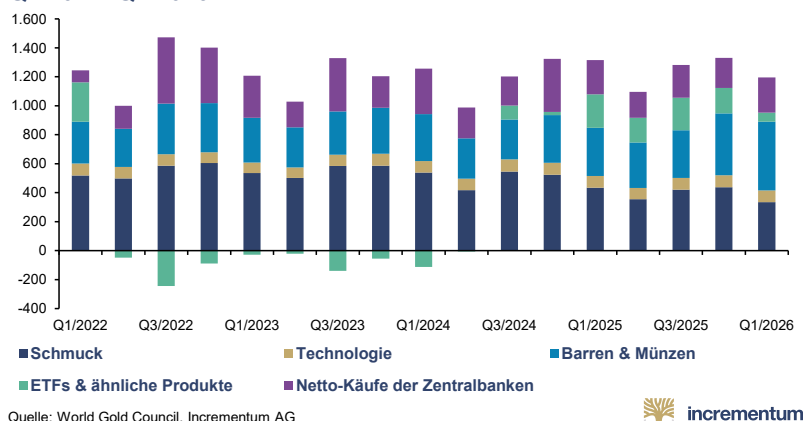
General Gordon Sullivan

Opportunistische Käufer hingegen sind sehr preissensibel, da sie ihre Käufe bei Kurskorrekturen tendenziell erhöhen und sich bei Kursanstiegen zurückziehen. Wichtig ist jedoch, dass sie selten verkaufen. Kurz gesagt, ihr Verhalten führt einen Stabilisierungsmechanismus in den Markt ein, der in Abschwungphasen eine Untergrenze bildet und in Zeiten starker Kursanstiege auf natürliche Weise übermäßige Aufwärtsbewegungen begrenzt.

Investitionsnachfrage nach Gold

Während die Zentralbanken die strukturelle Grundlage der Goldnachfrage bilden, bestimmen private Anleger die marginale Preisdynamik. Dies zeigte sich besonders deutlich im Jahr 2025, als die Investitionsnachfrage auf 2.175 t anstieg – ein Plus von rund 84 % gegenüber dem Vorjahr –, angetrieben durch Rekordzuflüsse in ETFs und robuste physische Käufe.

Globale Goldnachfrage nach Sektoren, in Tonnen,
Q1/2022–Q1/2026



Dieser Aufschwung spiegelte ein starkes Zusammenspiel makroökonomischer Kräfte wider: anhaltende Inflation, geopolitische Fragmentierung, wachsende Sorgen um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung und zunehmende Zweifel an der Widerstandsfähigkeit des internationalen Währungssystems. Gleichzeitig senkten sinkende Realrenditen und ein schwächerer US-Dollar die Opportunitätskosten für das Halten von Gold, während die starke Preisdynamik selbst zusätzliche Zuflüsse anzog.

Strukturell bleibt die Investitionsnachfrage gespalten. **Obwohl Asien weiterhin den physischen Goldmarkt dominiert, bleiben die westlichen Finanzmärkte, vor allem die USA, das Epizentrum der ETF-Aktivitäten.** Allerdings verändert sich diese Aufteilung allmählich, da die Beteiligung Asiens an den ETF-Märkten zunimmt. Betrachtet durch die zuvor eingeführte Linse verhalten sich westliche Investoren, insbesondere ETFs und makroorientiertes Kapital, tendenziell als Überzeugungskäufer, während Haushalte in Schwellenländern, vor allem in Asien, den Kern der opportunistischen Nachfrage bilden und besonders in Phasen schwacher Preise aufstocken.

Q1/2026 bot ein Lehrbuchbeispiel dafür, wie sich die Investitionsnachfrage in einem ausgereiften Bullenmarkt verhält. Innerhalb von weniger als 30 Tagen stiegen die Goldpreise um mehr als 20 % und trieben die Volatilität auf über 30 %. Im Grunde löste dieser rasante Anstieg erhebliche Gewinnmitnahmen aus, wobei bis Februar mehr als 150 t liquidiert wurden, was die Abflüsse auf ein seit der Pandemie nicht mehr gesehenes Niveau trieb. Die anschließende Korrektur im März wurde jedoch nicht durch eine Verschlechterung der Fundamentaldaten getrieben, sondern durch eine Veränderung der finanziellen Rahmenbedingungen.

Ein stärkerer US-Dollar, steigende Anleiherenditen und zunehmende Unsicherheit hinsichtlich der Politik der Federal Reserve belasteten die Positionierung der Anleger. Ebenso zwangen breite Ausverkäufe an den Aktienmärkten die Anleger dazu, ihre Goldbestände zu liquidieren, um Liquidität zu beschaffen, was den Rückgang noch verstärkte. Wie in früheren Zyklen wiederholt beobachtet, macht die Liquidität von Gold es zu einem der ersten Vermögenswerte, die in Zeiten finanzieller Belastungen verkauft werden, selbst wenn die zugrunde liegenden Treiber intakt bleiben.

Im Kern wird die Nachfrage nach Goldanlagen weiterhin von einer beständigen Hierarchie von Motiven bestimmt, in deren Mittelpunkt Vermögenssicherung und finanzielle Widerstandsfähigkeit stehen. Das wird durch die von der Universität St. Gallen für philoro durchgeführte „Schweizer Edelmetall-Studie 2025“ bestätigt. Die Studie kommt zum Ergebnis, dass Anleger Gold in erster Linie als langfristigen Wertspeicher betrachten, ergänzt durch seine Rolle als Absicherung gegen Inflation, Wirtschaftskrisen und geopolitische Instabilität. Zwar tragen auch Faktoren wie Portfoliodiversifizierung, Renditepotenzial und die greifbare Natur von Gold zu seiner Attraktivität bei, doch bleiben diese gegenüber seinem grundlegenden Zweck als Absicherung gegen systemische Risiken zweitrangig. Im Wesentlichen wird Gold

„Progress is cumulative in science and engineering, but cyclical in finance.

Jim Grant

„You're gonna need a bigger boat.

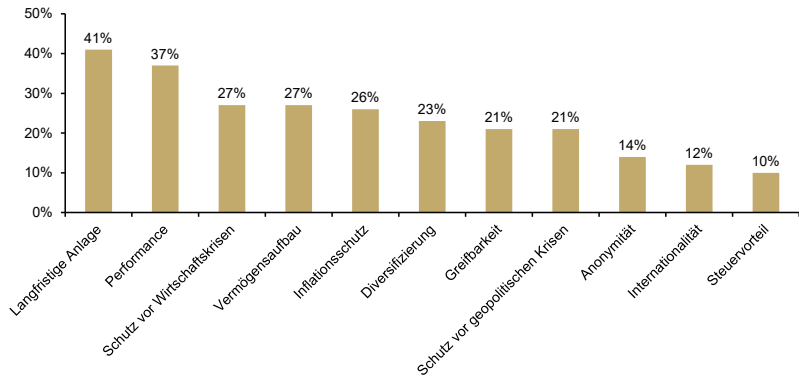
Jaws, 1975

„Whether it's the best of times or the worst of times, it's the only time we've got.

Art Buchwald

– unabhängig von geografischer Lage oder Anlageinstrument – nicht nur erworben, um Renditen zu erzielen, sondern um die Kaufkraft in einem zunehmend unsicheren monetären Umfeld zu erhalten.

Gründe für Investitionen in Edelmetalle, 2025



Quelle: Philoro, Incrementum AG

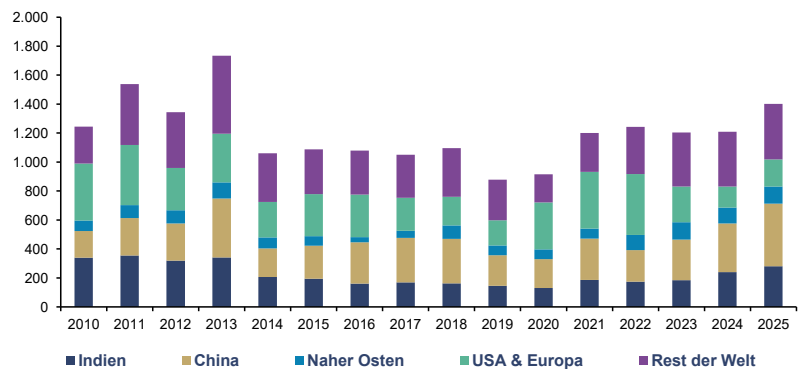


Nachfrage nach Barren und Münzen

Zweifelloos bleibt die physische Investitionsnachfrage die stabilste Komponente des Goldmarktes. Die Nachfrage nach Barren und Münzen belief sich im vergangenen Jahr auf 1.374 t und erreichte damit den höchsten Stand seit mehr als einem Jahrzehnt.

Bemerkenswert ist, dass Asien erneut im Mittelpunkt dieser Entwicklung stand. **Allein die Nachfrage aus China betrug 444 t und jene aus Indien 280 t, wobei beide Staaten Mehrjahreshochs markierten.**

Goldbarren- und Münznachfrage, in Tonnen, 2010–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



» *Genius is eternal patience.*
Michelangelo

Die Treiber dieser Nachfrage sind sowohl struktureller als auch konjunktureller Natur. In China haben die anhaltende Schwäche des Immobiliensektors, sinkende Renditen traditioneller Finanzanlagen und zunehmende geopolitische Spannungen die Rolle von Gold als bevorzugtes Wertanlageinstrument gestärkt. In Indien stützen kulturelle

Affinität, steigende Einkommen und zunehmende finanzielle Unsicherheit weiterhin die Nachfrage, wobei eine deutliche Verlagerung von Schmuck hin zu Anlageprodukten zu beobachten ist.¹

Über diese beiden asiatischen Länder hinaus hat sich auch der Nahe Osten zu einem zunehmend wichtigen Zentrum der physischen Nachfrage entwickelt. Das vergangene Jahr war das stärkste seit Beginn der Aufzeichnungen, wobei die Nachfrage nach Barren und Münzen 118,2 t erreichte, was die wachsende Rolle der Region sowohl als Finanzzentrum als auch als Handelsknotenpunkt widerspiegelt.

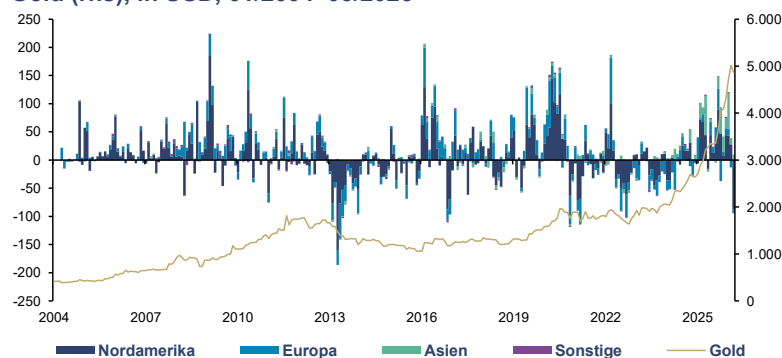
Die Dichotomie zwischen Überzeugungskäufern und opportunistischen Käufern ist nirgendwo deutlicher zu erkennen als auf dem ETF-Markt.

ETF-Nachfrage

Die Dichotomie zwischen Überzeugungskäufern und opportunistischen Käufern war vor kurzem nirgendwo deutlicher zu erkennen als auf dem ETF-Markt. 2025 markierte einen Wendepunkt für die ETF-Nachfrage. Weltweit verzeichneten physisch hinterlegte Gold-ETFs Nettozuflüsse von rund 89 Mrd. USD bzw. 800 t – die stärksten jemals verzeichneten jährlichen Zuflüsse. Diese Zuflüsse ließen die weltweiten ETF-Bestände auf 4.025 t ansteigen, wobei das verwaltete Vermögen ein neues Allzeithoch erreichte.

Erwähnenswert ist, dass nordamerikanische Fonds bei diesem Anstieg die führende Rolle spielten. Tatsächlich entfielen rund 57 % der gesamten weltweiten Zuflüsse auf nordamerikanische ETFs.

Monatliche Gold-ETF-Flows nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004–03/2026



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

incrementum

Dennoch verändert sich die Struktur der ETF-Nachfrage allmählich. Während die USA in absoluten Zahlen weiterhin dominieren, gewinnt Asien bei den ETF-Zuflüssen und -Beständen zunehmend an Bedeutung. So verzeichneten asiatische Gold-ETFs im Jahr 2025 ein Rekordjahr und zogen Mittelzuflüsse in Höhe von 25 Mrd. USD an – ein Betrag, der die kumulierten Zuflüsse übersteigt, die in der Region zwischen 2007, als der erste asiatische Gold-ETF aufgelegt wurde, und 2024 verzeichnet wurden.

¹ Siehe Kapitel „Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des größten Goldmarktes der Welt“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

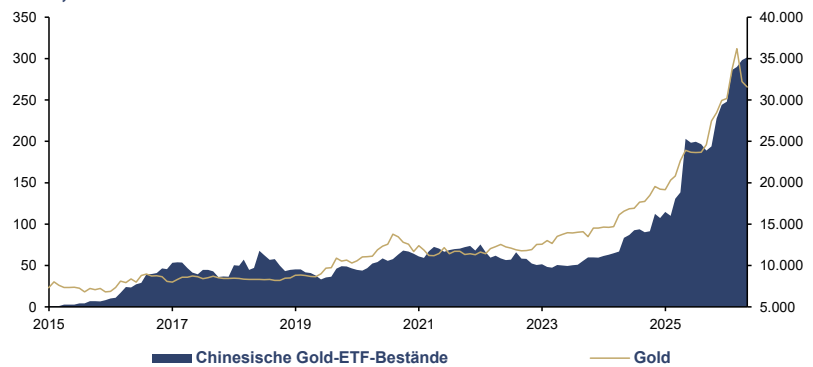
„Europeans found the Chinese amusing for their rejection of paper money and their practice of weighing metallic currency on scales. People presumed that the Chinese were five generations behind us — in reality they were a generation ahead of Europe.“

Felix Somary

Sollte es noch Zweifel am Aufstieg Asiens gegeben haben, so wurden diese in Q1/2026 vollständig ausgeräumt. Im März, als der Iran-Krieg ausbrach, verzeichneten globale Gold-ETFs Rekord-Monatsabflüsse von rund 84,8 t, den größten Rückgang seit September 2022. Diese Trendwende wurde überwiegend von den westlichen Märkten getrieben. Allein bei den nordamerikanischen ETFs gingen die Bestände im März um 87 t zurück, was zu Nettoabflüssen von 15,7 t für das Quartal führte. In ähnlicher Weise verzeichneten europäische ETFs im März Abflüsse von 7,3 t, womit sich die Schwäche vom Februar fortsetzte und die gesamten Quartalsabflüsse auf 7,5 t stiegen.

Doch trotz dieser ausgeprägten Verkäufe im Westen blieb das globale Bild positiv. Gold-ETFs verzeichneten in Q1/2026 weiterhin Nettozuflüsse von 62 t, da die starke Nachfrage aus Asien die Abflüsse aus dem Westen mehr als ausglich. Erstaunlicherweise verzeichneten asiatische ETFs ihr stärkstes Quartal seit Beginn der Aufzeichnungen, angeführt von China und Indien. Chinesische Fonds machten den Großteil der regionalen Zuflüsse aus, angetrieben durch eine Kombination aus Nachfrage nach sicheren Anlagen, Schwäche an den Aktienmärkten und Währungsabwertungen.

Chinesische Gold-ETF-Bestände (lhs), in Tonnen, Gold (rhs), in CNY, 01/2015–04/2026

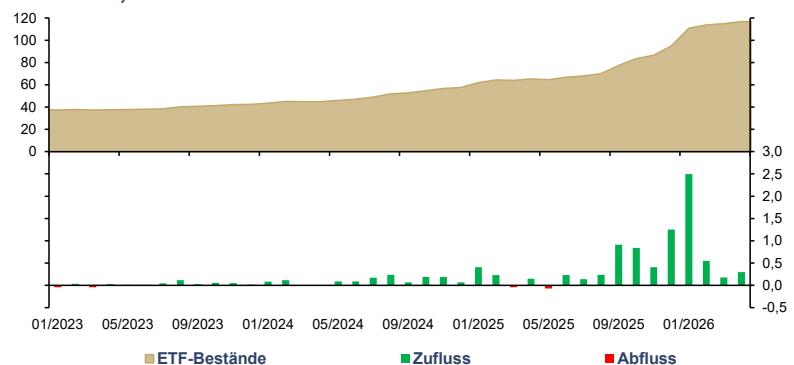


Quelle: World Gold Council, LSEG, Incrementum AG



Indische Anleger erhöhten ihre Allokationen weiter, unterstützt durch sowohl strukturelle als auch zyklische Faktoren.

Indische Gold-ETF-Bestände (lhs), in Tonnen, und Flows (rhs), in Mrd. USD, 01/2023–04/2026



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



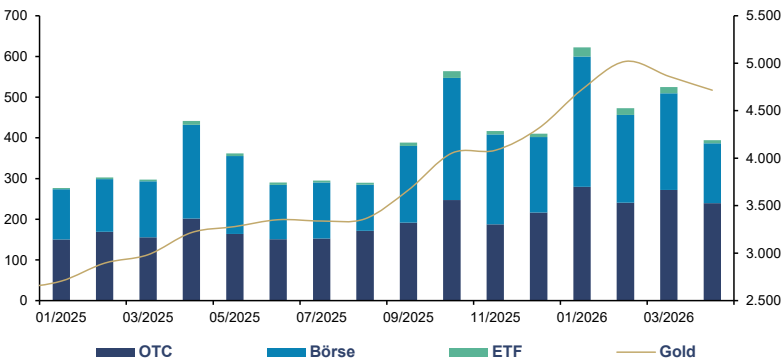
Diese Divergenz spiegelt deutlich das Zusammenspiel verschiedener Anlegertypen wider. Westliche ETF-Anleger, die als Überzeugungskäufer auftraten, trieben sowohl die frühere Rallye als auch die anschließende Liquidation voran, während asiatische Anleger während der Korrektur zunehmend einsprangen, ihre Rolle als opportunistische Käufer bekräftigten und zur Stabilisierung des Marktes beitrugen.

Ein weiteres bemerkenswertes Merkmal in Q1/2026 war die anhaltende Ausweitung der Liquidität am Goldmarkt. Trotz der starken Korrektur im März blieb die Handelsaktivität außergewöhnlich hoch. **Die weltweiten Goldhandelsvolumina beliefen sich im Durchschnitt auf etwa 525 Mrd. USD pro Tag, womit der März in US-Dollar-Beträgen der drittstärkste Monat seit Beginn der Aufzeichnungen war.** In allen Handelssegmenten – vom außerbörslichen Handel über Börsen bis hin zu ETFs – hat die Aktivität schrittweise zugenommen.

Diese Widerstandsfähigkeit unterstreicht einen wichtigen Punkt: **Der Goldmarkt wird über alle Handelsplätze hinweg zunehmend liquider.** Der Anstieg der Handelsvolumina während der Korrektur ist keineswegs ein Zeichen von Schwäche, sondern spiegelt das verstärkte Engagement sowohl institutioneller als auch privater Marktteilnehmer wider.

” You can lead a banker to liquidity, but you can’t make him lend.
Mark Dow

Tägliche Goldhandelsvolumina, in Mrd. USD, 01/2025–04/2026



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Nachfrage nach Schmuck

Während die Investitionsnachfrage im Jahr 2025 stark anstieg, ging die Nachfrage nach Schmuck als direkte Folge der rekordhohen Goldpreise volumenmäßig zurück. Die weltweite Schmucknachfrage sank auf 1.543 t, was einem Rückgang von etwa 18 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Besonders ausgeprägt war der Rückgang in China und Indien, den beiden größten Schmuckmärkten. Der chinesische Schmuckverbrauch sank auf 386,1 t, während jener Indiens auf 430,5 t zurückging, nachdem er bereits 2024 leicht (Indien) bzw. deutlich (China) gefallen war. Tatsächlich verzeichnete China die niedrigste Schmucknachfrage seit 2010, in Indien war es die zweitniedrigste Nachfrage seit Beginn der Aufzeichnungen. Nur im Pandemiejahr 2020 war die Schmucknachfrage in Indien noch schwächer.

Weltweite Nachfrage nach Goldschmuck, 2024–2025

	2024	2025	Yoy
Weltweite Nachfrage	1.886,9	1.542,3	-18%
Indien	563,4	430,5	-24%
China	511,3	386,1	-24%

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

525 Mrd. USD tägliches Handelsvolumen – Gold ist liquider als je zuvor.

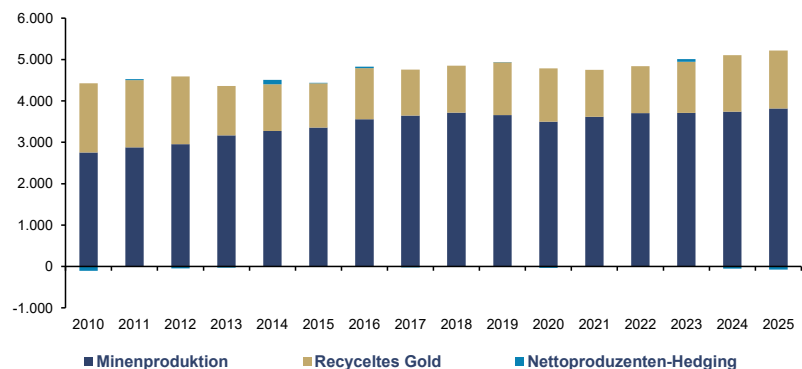
Goldangebot

Auf der Angebotsseite blieb der Goldmarkt im Jahr 2025 relativ stabil. Das gesamte Goldangebot belief sich auf 5.002 t, was einem moderaten Anstieg von rund 1 % im Vergleich zu 2024 entspricht, da die Minenproduktion ihren allmählichen Anstieg auf einen neuen Rekordwert fortsetzte.

Das Angebot gliederte sich wie folgt:

- Minenproduktion: 3.672 t
- Recyclinggold: 1.404 t
- Netto-Absicherungsgeschäfte der Produzenten: –74 t

Globales Goldangebot nach Bezugsquellen, in Tonnen, 2010–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



„Some people think luxury is the opposite of poverty. It is not. It is the opposite of vulgarity.“

Coco Chanel

Die verhaltene Reaktion des Recyclingmarktes auf die Rekordpreise bleibt eines der faszinierendsten Merkmale des aktuellen Zyklus. In der Vergangenheit haben steigende Preise die Besitzer zum Verkauf angeregt und damit das Sekundärangebot angekurbelt. Diesmal fiel die Reaktion jedoch verhalten aus. **Es ist, als hätten Hausbesitzer in einem überhitzten Immobilienmarkt gemeinsam beschlossen, nicht zu verkaufen – und zwar nicht, weil sie es nicht könnten, sondern weil sie davon ausgehen, dass die Preise weiter steigen werden.**

Mit anderen Worten: Die Erwartung weiterer Wertsteigerungen in Verbindung mit dem Fehlen akuter finanzieller Belastungen hat den Anreiz verringert, bestehende Goldbestände zu veräußern. Die Entwicklungen des letzten Quartals haben jedoch zweifellos die Stimmung der Goldbesitzer verändert.

Fazit

Eine Aufschlüsselung der Struktur der weltweiten Goldnachfrage offenbart die sich wandelnde Architektur des Goldmarktes. Im Jahr 2025 setzte sich die Gesamtnachfrage aus folgenden Komponenten zusammen:

- Schmuck: 1.638 t
- Technologie: 323 t
- Barren und Münzen: 1.374 t
- ETFs und ähnliche Produkte: 801 t
- Zentralbanken: 863 t

Die Struktur des Goldmarktes durchläuft einen tiefgreifenden Wandel, der zunehmend den allgemeinen Übergang zu einer multipolaren Weltwirtschaft widerspiegelt. Tatsächlich zeigte sich die Widerstandsfähigkeit der Nachfrage aus Asien Anfang 2026 deutlich.

Kurz gesagt: Geopolitische Ereignisse beeinflussen nicht nur die Nachfrage, sondern wirken sich zunehmend auch auf den physischen Goldfluss aus, insbesondere in den Schwellenländern. Die Verschärfung der Konflikte im Nahen Osten hat die Lufttransportwege erheblich beeinträchtigt, wobei sich die Priorisierung der Fracht auf lebenswichtige und verderbliche Güter verlagert hat. Aus diesem Grund wurden Goldtransporte, insbesondere in wichtige Verbrauchermärkte, eingeschränkt.

Die Vereinigten Arabischen Emirate, ein wichtiger Umschlagplatz für Raffination und Handel, sind davon besonders stark betroffen. Da Indien etwa ein Drittel seiner Goldimporte aus den VAE bezieht, dürften logistische Engpässe die Nachfrage auf dem indischen Subkontinent belasten. Zweifellos führen diese Spannungen zu beobachtbaren Marktverzerrungen, wobei die Aufschläge in China und Indien steigen, während sie in Dubai sinken.

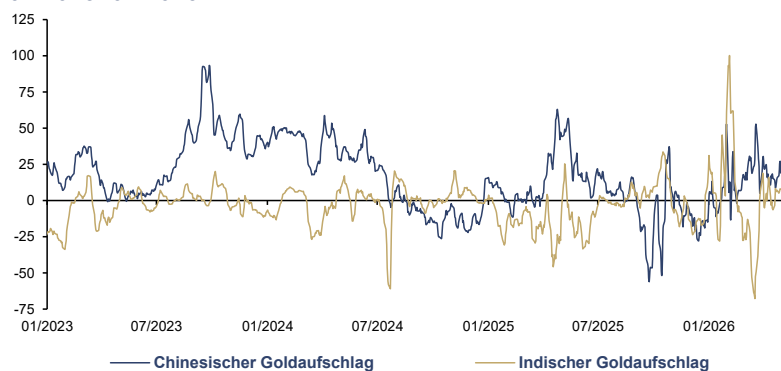
Offensichtlich gibt es eine geographische Spaltung auf dem globalen Goldmarkt. Interessanterweise scheint diese regionale Asymmetrie Parallelen zur Weltwirtschaft selbst aufzuweisen. Die Nachfrage hat sich nach Osten verlagert, wo Gold gehortet, gehalten und kulturell verankert ist, während die Ebene der „Finanzdienstleistungen“ im Westen dominiert, wo Kapitalströme, Hebelwirkung und Preisbildung konzentriert sind.

Zweifellos ist diese hybride Struktur der Preisdynamik deutlich geworden. Vor kurzem wurde Gold auf den chinesischen und indischen Märkten häufig mit Aufschlägen gegenüber den westlichen Referenzpreisen gehandelt.

” *You will not find it difficult to prove that battles, campaigns, and even wars have been won or lost primarily because of logistics.*

Dwight D. Eisenhower

Gold-Aufschlag/Abschlag in China und Indien, in USD, 01/2023–04/2026



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Die Struktur des globalen Goldmarktes wird viel klarer, wenn man sie durch die Brille der Überzeugungskäufer und der opportunistischen Käufer betrachtet.

Einerseits bestimmen Überzeugungskäufer, bei denen es sich in erster Linie um Zentralbanken und westliche institutionelle Anleger handelt, die Richtung des Marktes. Zentralbanken bauen ihre Goldreserven weitgehend unabhängig vom Preis auf, getrieben von langfristigen strategischen Überlegungen wie Währungshoheit und Diversifizierung der Reserven. Westliche Investoren, insbesondere über ETFs und makroorientierte Strategien, verstärken tendenziell Trends und investieren aggressiv Kapital in Phasen mit Preisdynamik. Zusammen sorgen diese Akteure für starke Richtungsbewegungen, indem sie das Angebot absorbieren und die Preise nach oben treiben.

Die Geschichte lehrt: diejenigen, die physisches Gold, nicht Papierforderungen halten, werden die Bedingungen des Übergangs bestimmen.

„*The two most powerful warriors are patience and time.*

Leo Tolstoy

„*It must be a fragile system if it can be brought down by just a few berries.*

Katniss Everdeen

Auf der anderen Seite bilden vorwiegend Privathaushalte in Schwellenländern, insbesondere in China, Indien und dem Nahen Osten, den Kern der opportunistischen Käufer. Ihr Verhalten unterscheidet sich deutlich: Da sie sehr preissensibel sind, neigen sie dazu, Gold während Kurskorrekturen zu akkumulieren und sich bei Kursanstiegen zurückzuziehen, verkaufen jedoch selten. **Dies schafft eine stabilisierende Kraft innerhalb des Marktes, die in Abschwungphasen eine Untergrenze bildet und übermäßige Aufwärtsbewegungen dämpft.**

Diese Dynamik ist deutlich sichtbar geworden. Die starke Korrektur im März, die durch Abflüsse aus westlichen ETFs und eine Verschärfung der finanziellen Rahmenbedingungen ausgelöst wurde, stieß in Asien auf eine erneute physische Nachfrage, wodurch ein noch stärkerer Rückgang verhindert wurde. **Was sich andernfalls zu einem tieferen Ausverkauf hätte entwickeln können, erwies sich stattdessen als begrenzte und letztlich konstruktive Korrektur.**

Doch jenseits der physischen Dynamiken bahnt sich an den globalen Anleihemärkten eine Entwicklung an, die Goldes Rolle im Finanzsystem zementieren könnte. Der japanische Markt für Staatsanleihen – jahrzehntelang einer der stabilsten Pfeiler der globalen Finanzarchitektur und der zweitgrößte der Welt – zeigt zunehmend Risse. Wenn ausgerechnet hier das Vertrauen bröckelt, hat das Folgen weit über Tokio hinaus. Die wachsende Korrelation zwischen steigenden JGB-Renditen und dem Goldpreis ist deshalb mehr als ein Marktphänomen – sie ist Ausdruck eines tieferen Wandels: **Wenn die klassischen sicheren Häfen Wasser ziehen, wird Gold zum monetären Trockendock.**

Wenn der zweitgrößte Markt für Staatsanleihen der Welt ins Wanken gerät, ist die Flucht in Gold nicht nur eine Neugewichtung des Portfolios, sondern ein Urteil über die Nachhaltigkeit der globalen Schuldenarchitektur.

JP 10Y (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2016–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

„*It's hard enough to predict the present.*

Lloyd Blankfein

Seit einigen Jahren gehen einige Analysten davon aus, dass die chinesischen Börsen die westliche Dominanz bei der Preisbildung irgendwann in Frage stellen könnten. Dennoch deuten die aktuellen Entwicklungen darauf hin, dass dieser Übergang langsamer verlaufen könnte als erwartet.

Die Bestände der Börsen in Shanghai sind rückläufig, was auf anhaltende physische Abzüge aus dem System hindeutet. Unterdessen bleiben die Bestände in westlichen Tresoren, insbesondere diejenigen, die mit der LBMA und der COMEX verbunden sind, auf hohem Niveau oder steigen weiter an.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich der moderne Goldmarkt zu einem global integrierten Investitionsökosystem entwickelt, in dem sowohl physischer Besitz als auch Finanzinstrumente zur anhaltenden Attraktivität des Metalls beitragen. Es versteht sich von selbst, dass diese sich zunehmend verwischende duale Struktur wichtige Auswirkungen auf die Zukunft dieses Marktes hat.

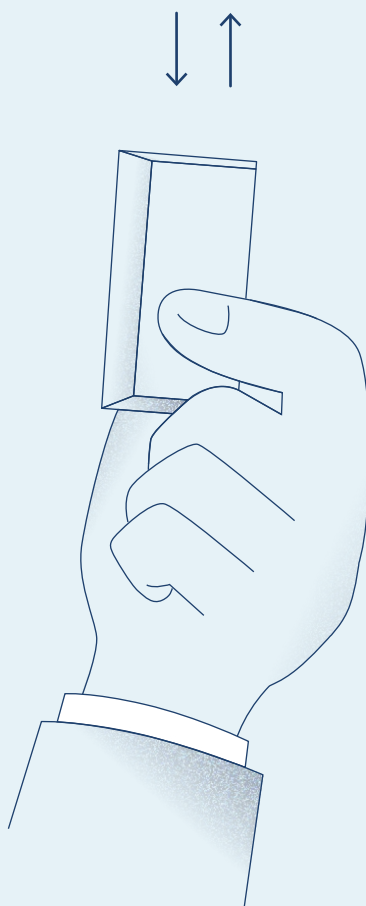
Da der Wohlstand in Asien zunimmt und sich der Schwerpunkt der physischen Nachfrage weiter nach Osten verlagert, steht die duale Struktur des Goldmarktes – westliche Preisbildung und östliche Akkumulation – vor einer Bewährungsprobe. Die Frage ist nicht, ob sich dieses Gleichgewicht verschieben wird, sondern wann. Und wenn man aus der Geschichte lernen kann, werden diejenigen, die das physische Metall und nicht die Papierforderungen halten, die Bedingungen dieses Übergangs bestimmen. ■

” *Like liberty, gold never stays where it is undervalued.*

Justin S. Morrill

” *Sometimes there is so much writing on the wall that the wall falls down.*

Christopher Morley





VON GREYERZ

WWW.VONGREYERZ.GOLD



GLOBALER MARKTFÜHRER FÜR DEN BESITZ VON PHYSISCHEN EDELMETALLEN

**WARUM
GOLD?**

Globale Schulden in Rekordhöhe, Krisen im privaten Kreditmarkt, überbewertete Aktienmärkte, ein marodes Finanzsystem, zu viele Kriege, explodierende Inflation und endloses Geldddrucken. Die Geschichte zeigt, dass Gold der einzige verlässliche Vermögensschutz ist.

**WIE
GOLD?**

Seit 25 Jahren unterstützt VON GREYERZ vermögende Privatpersonen, Family Offices und Institutionen beim Erwerb, Transport und der Lagerung physischer Edelmetalle im sichersten Tresor der Welt in den Schweizer Alpen – außerhalb des Bankensystems. Lagerung in Singapur ebenfalls möglich.

Sind Sie ausreichend abgesichert?

Scannen Sie den **QR-Code** oder kontaktieren Sie uns direkt per E-Mail unter **contact@vongreyerz.gold**. Unser Führungsteam freut sich darauf, Ihre Anforderungen zu besprechen.



Status quo von Gold – Fazit



Key Takeaways

- Fünf Säulen tragen den Goldbullenmarkt: die rapide Verschlechterung der Staatsfinanzen, das zunehmende Anti-USD-Sentiment, die erodierende Glaubwürdigkeit der Federal Reserve, die wachsende Rolle institutioneller Investoren und die Inflationsvolatilität.
- Staatsanleihen: Aus der „risikofreien Anlage“ wird die „renditefreie Risiko-Anlage“. Die globale Verschuldung erreichte Ende 2025 den Rekordwert von 348 Bill. USD, die USA durchbrachen am 17. März 2026 die 39-Bill.-USD-Marke.
- De-Dollarization im Mainstream angekommen: Mit 56,9 % ist der Anteil des US-Dollars an den globalen Währungsreserven so niedrig wie zuletzt vor rund drei Jahrzehnten. Auch wenn der jüngste Rückgang teilweise wechsellkursbedingt ist – die strukturelle Diversifikationsbewegung bleibt unverkennbar.
- Die Allokationslücke bleibt groß: Unsere Langzeitanalyse verortet die optimale Goldquote zwischen 14 und 20 %, Morgan Stanley empfiehlt mittlerweile 20 % Gold im 60/20/20-Portfolio. Die Allokationen institutioneller Investoren verharren jedoch im niedrigen einstelligen Bereich – die Diskrepanz war selten so groß. Gold entwickelt sich vom Satellite-Investment zum Core-Investment.
- Rohstoffe bleiben historisch extrem günstig: Das GSCI/S&P 500-Ratio notiert bei 0,81 – weit unter dem langfristigen Median von 3,87. Selten waren Sachwerte gegenüber Finanzwerten derart unterbewertet.
- Das System kollabiert nicht, es schmilzt: *Denominator Decay* macht Gold zur Schweiz der Währungswelt – nicht günstig, aber verlässlich, neutral und vertrauenswürdig.
- Die *Incrementum*-Ratios (Wiesnbier, iPhone, Skiticket) bestätigen: Die Kaufkraft von Gold steigt kontinuierlich.



All roads lead to gold.

Kiril Sokoloff

Nach unserer Tour de Force durch das vielfältige Golduniversum wollen wir die wichtigsten Gedanken abschließend zusammenfassen. Der Goldbullenmarkt ist kein Strohfeuer, sondern das sichtbare Resultat tektonischer Verschiebungen im globalen Finanzsystem. 2025 und die ersten Monate des Jahres 2026 haben nicht einzelne Datenpunkte verändert, sondern ganze Fundamente ins Wanken gebracht: die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen, den Weltreservestatus des US-Dollars, die Glaubwürdigkeit der Federal Reserve, die Portfolio-Architektur institutioneller Investoren und die mentale Inflationskalibrierung einer ganzen Anlegergeneration. **Fünf Säulen, fünf Kippunkte — und Gold ist der rote Faden, der sie verbindet.**

Die 5 Säulen des Gold-Bullenmarkts

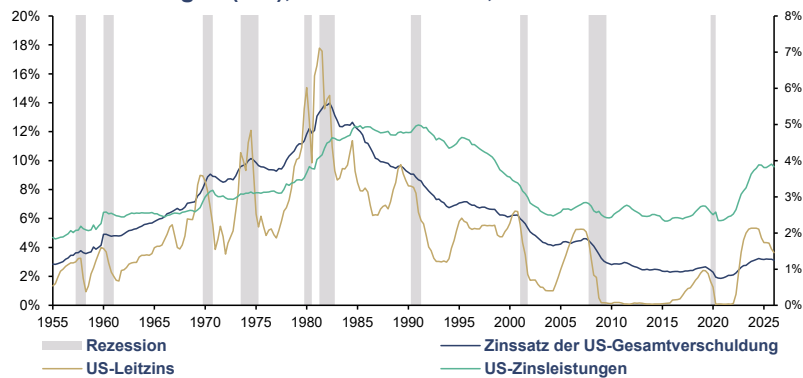
1. Rapide Verschlechterung der Staatsfinanzen

Die globale Verschuldung erreichte per Q4/2025 mit 348 Bill. USD ein neues Rekordniveau und legte binnen eines Jahres um 29 Bill. USD zu. Die USA durchbrachen am 17. März 2026 die Marke von 39 Bill. USD bei einer Staatsschuldenquote von bereits mehr als 120 %; das Fiskaljahr 2025 schloss mit einem Defizit von 1,8 Bill. USD, und die Nettozinszahlungen übertrafen neuerlich den Verteidigungshaushalt. Wohin das Auge in der OECD-Welt auch blickt: Staatsschuldenquoten deutlich im dreistelligen Prozentbereich, Deutschlands Abschied von der fiskalischen Vorbildfunktion — **die risikofreie Anlage mutiert zusehends zur renditefreien Risiko-Anlage.**

» *Do you have enough non-debt money?*

Ray Dalio

Zinssatz der US-Gesamtverschuldung und US-Leitzins (lhs), und US-Zinsleistungen (rhs), in % des US-BIP, Q1/1955–Q1/2026



Quelle: CBO, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG

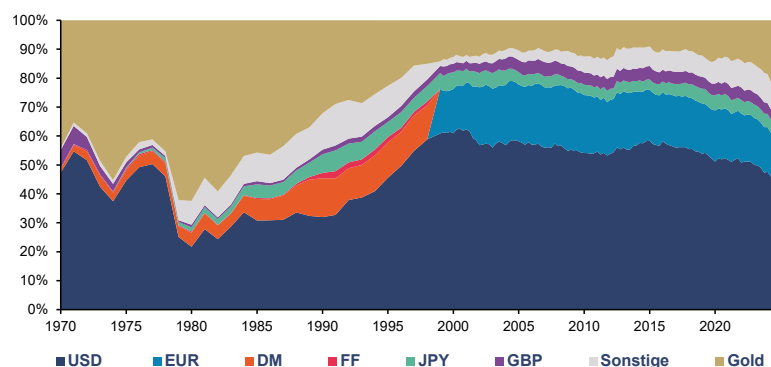


2. Beschleunigung des Anti-US-Dollar-Sentiments

Das Einfrieren der russischen Währungsreserven 2022 war der Paradigmenwechsel, der das Fass zum Überlaufen brachte. Plötzlich war die unangenehme Wahrheit nicht mehr zu ignorieren: US-Treasuries sind weder „risikofrei“ noch unbedingt verfügbar. Seit-her diversifizieren insbesondere Schwellenländer-Zentralbanken beschleunigt weg vom Dollar hin zu Gold – dem einzigen Reservemedium ohne Gegenpartei-Risiko.

Die Statistik bestätigt diesen monetären U-Turn aus zwei Blickwinkeln: Inklusive Gold ist der US-Dollar-Anteil an den globalen Zentralbankreserven auf rund 43 % gefallen – der niedrigste Wert seit 1994. Ohne Gold, also in der reinen Devisenreserven-Optik, sind es 56,9 % – so wenig wie seit rund 30 Jahren nicht mehr. **Welche Linse man auch wählt: Die De-Dollarization ist im Mainstream angekommen.**

Zusammensetzung der globalen Gesamtreserven, 1970–Q3/2025



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG



3. Erodierende Glaubwürdigkeit der Federal Reserve

Die Federal Reserve hat seit September 2024 den Leitzins kumuliert um 175 Basispunkte gesenkt – von 5,25–5,50 % auf 3,50–3,75 %. Die 10-jährige Treasury-Rendite ist im selben Zeitraum jedoch um rund 50 Basispunkte gestiegen, auf zuletzt 4,4 %. Eine solche Konstellation – Zinssenkungen bei gleichzeitigen Allzeithochs von S&P 500, M2, Staatsschulden und Gold – ist historisch beispiellos.

” *Americans are getting stronger: 20 years ago, it took 2 people to carry ten dollars worth of groceries. Today a five-year-old can do it.*

Henny Youngman

Fünf Säulen, fünf Bruchstellen — und alle weisen in dieselbe Richtung: zurück zu Gold als Zentrum des monetären Universums.

Das implizite 2%-Inflationsziel hat die Federal Reserve damit faktisch begraben, ohne es offiziell beerdigen zu müssen. Der Bondmarkt hat das längst verstanden: Die Renditekurve preist nicht mehr Glaubwürdigkeit, sondern Misstrauen ein. Bestätigt wird dieser Kurswechsel durch Äußerungen von Kevin Warsh, der während der Senatsanhörung am 21. April 2026 explizit einen „regime change“ und ein „new framework for inflation“ ankündigte. **Wer ein neues Framework braucht, hat das alte stillschweigend aufgegeben.**

4. Institutionelle Investoren wachen langsam auf

Gold-ETFs machen lediglich 0,17 % der US-Privatportfolios aus und liegen damit 6 Basispunkte unter dem Peak von 2012. JPMorgan sieht Potenzial für einen Anstieg der Allokation von derzeit 2,8 % auf 4–5 %, und Morgan Stanley empfiehlt mittlerweile ein 60/20/20-Portfolio, bestehend aus 60 % Aktien, 20 % Bonds, 20 % Gold. **Für uns steht fest: Gold entwickelt sich vom Satellite-Investment zum Core-Investment.**

5. Inflation: Der fiskalische Brandbeschleuniger

Wie sehr der Bondmarkt dennoch in die alte 2 %-Welt vertraut, zeigen die Break-even-Spreads: Per April 2026 notieren sie bei 2,58 % auf 5 Jahre, 2,38 % auf 10 Jahre und nur 2,24 % auf 30 Jahre. Die invertierte Form ist verräterisch: Je länger der Horizont, desto niedriger die erwartete Inflation – als ob die strukturellen Treiber der vergangenen Jahre über Nacht verschwinden würden. Investoren kalibrieren ihre Zukunftserwartungen an einer Vergangenheit, die 2022 strukturell zu Ende ging und ignorieren dabei, dass das 20. Jahrhundert allein in den USA drei wuchtige Inflationswellen kannte: 1940–47, 1966–70 und 1973–82. Eine intellektuelle Wette mit asymmetrischem Auszahlungsprofil – und genau hier liegt die strategische Chance für Gold.

Fünf Säulen, fünf Bruchstellen — und alle weisen in dieselbe Richtung. Was sich hier vollzieht, ist kein zyklisches Phänomen, sondern ein Regimewechsel: Das monetäre System der vergangenen Jahrzehnte verliert seine Ankerpunkte, und Gold rückt dorthin zurück, wo es über Jahrtausende stand — ins Zentrum.

Diese Rückkehr ist kein Zufall, sondern die logische Konsequenz ökonomischer Grundgesetze, die sich nicht wegregulieren lassen. **Treue Leser wissen:** Wir stellen stets die monetäre Funktion von Gold in den Vordergrund unserer Analysen. Geld unterliegt denselben ökonomischen Grundprinzipien wie alle Güter: Sein Wert wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Das Vertrauen in die Kaufkraft von Geld hängt somit maßgeblich von der Erwartung hinsichtlich des zukünftigen Geldangebotes ab. Steigt die Geldmenge stärker als das Waren- und Dienstleistungsangebot, sinkt über kurz oder lang die Kaufkraft. Dieses Grundgesetz der Ökonomie erklärt, warum Gold als natürliche Gegenposition zu ungedeckten Währungen fungiert: Sein Angebot kann nicht willkürlich ausgeweitet werden.

Der nächste Chart verdeutlicht die Entwicklung eindrucklich: **Während die US-Bevölkerung seit 1900 von 76 auf knapp 344 Mio. um den Faktor 4,5 wuchs, explodierte die Geldmenge M2 von 9 Mrd. auf fast 23 Bill. USD um mehr als das 2.500-Fache.** Pro Kopf bedeutet dies einen Anstieg um mehr als das 540-Fache von 109 USD auf über 63.000 USD. Die Geldmenge ist zu einer Hülle ohne Substanz geworden – nominell gewachsen, real entwertet.

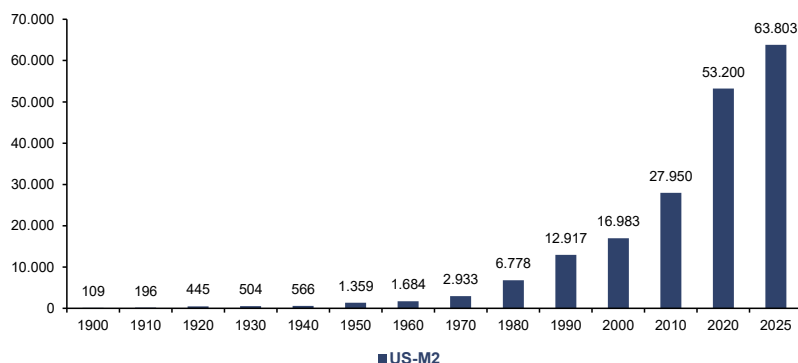
» *The path of least resistance is inflation.*

Paul Tudor Jones

» *The dollar is an excellent tool for commerce but a poor tool for savings.*

Ray Dalio

US-M2-Geldmenge pro Kopf, in USD, 1900–2025



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

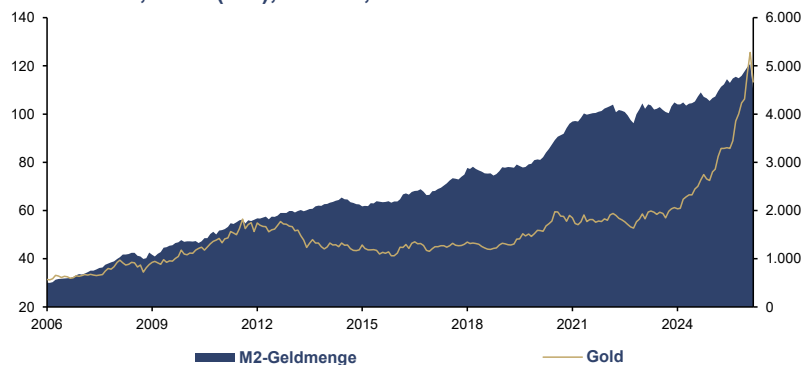


Das Geldmengenwachstum ist langfristig ein zentraler Treiber des Goldpreises. Nach drei Jahren mit mitunter negativen Wachstumsraten legt die globale Geldmenge nun wieder rascher zu, bewegt sich aber weiterhin am unteren Ende der historischen Bandbreite. Im langfristigen Durchschnitt ist M2 in den G20-Ländern um 6,6 % pro Jahr gewachsen. Dass es zu einer signifikanten Beschleunigung kommen wird, ist die These unseres Freundes Larry Lepard in seinem empfehlenswerten Buch „*The Big Print*“. **Wenn es tatsächlich zum Big Print kommt, wird dieser als zusätzlicher Katalysator für den Goldpreis wirken.**

„*Inflation is as violent as a mugger, as frightening as an armed robber, and as deadly as a hit man.*“

Ronald Reagan

Aggregierte M2-Geldmenge der Top-20-Volkswirtschaften (lhs), in Bill. USD, Gold (rhs), in USD, 01/2006–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



In unseren Interviews und Vorträgen betonen wir stets: Gold ist keine (Ersatz-)Religion, keine eierlegende Wollmilchsau und kein Allheilmittel für jedes Portfolioproblem. Umso berechtigter ist die Frage nach der richtigen Gewichtung. Ein pragmatischer Bezugspunkt für Privatanleger ist der Goldanteil an den Währungsreserven der Zentralbanken: **Weltweit liegt dieser bei rund 24 %, in den westlichen Industrienationen jedoch noch deutlich höher.**

„*Gold is the ruler that refuses to stretch.*“

Tony Deden

Goldreserven, Q3/2025

	Pro Kopf, in USD	Anteil der Gesamtreserven	% des BIP
China	201,07 USD	7,7%	1,4%
Eurozone	3.770,24 USD	69,4%	7,4%
Japan	839,23 USD	7,8%	2,3%
Kanada	0,00 USD	0,0%	0,0%
Russland	1.996,15 USD	40,0%	11,1%
Schweiz	14.202,18 USD	12,1%	12,3%
UK	551,26 USD	18,3%	1,0%
USA	2.941,13 USD	80,4%	3,3%
Welt	550,72 USD	24,2%	3,8%

Quelle: IWF, Weltbank, World Gold Council, Incrementum AG

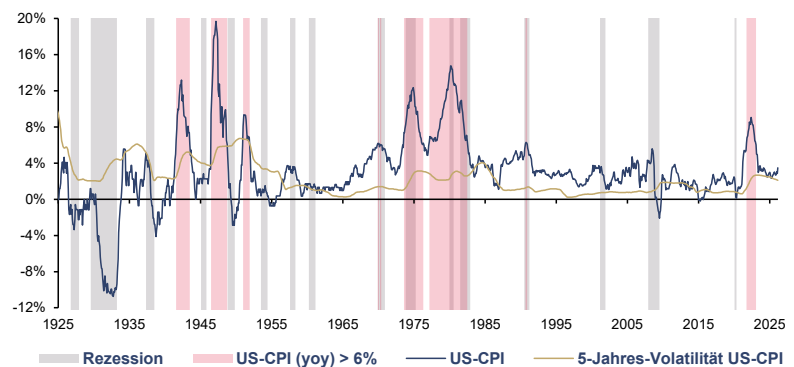
Unsere eigene quantitative Langzeitanalyse für den Zeitraum 1970 bis 2024, die wir im *In Gold We Trust*-Spezial „**The Optimal Gold Allocation**“ vorgestellt haben, bestätigt diesen Befund: Die idealen Goldquoten bewegen sich je nach Risikoaversion zwischen 14 und 20 %.

„Volatility is the academic's choice for measuring risk, but I don't think most investors fear volatility. They fear losing money.“

Howard Marks

Westliche Investoren – privat wie institutionell – sind davon aber noch weit entfernt; gemessen an dieser Benchmark könnte man sagen: so weit entfernt wie Wacker Innsbruck vom Champions-League-Sieg. Spät, aber doch scheinen nun auch westliche Finanzinvestoren Gold wiederzuentdecken. Das zeigt das markante Anziehen der ETF-Nachfrage in den vergangenen Monaten. Ein wesentlicher Grund dafür scheinen die latenten Inflations- bzw. Stagflationssorgen zu sein. Wie wir zuvor erläutert haben, erwarten wir in den nächsten Jahren eine erhöhte Inflationsvolatilität und mindestens eine weitere Inflationswelle. Deshalb gehen wir davon aus, dass die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen positiv bleibt, was die Argumente für negativ korrelierte Portfolio-Hedges wie Gold umso stärker untermauert.

US-CPI, yoy, und 5-Jahres-Volatilität US-CPI, 01/1925–03/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Wie im *In Gold We Trust*-Report 2025 „**The Big Long**“ prognostiziert, sind nach Gold ebenfalls Silber und Minenaktien sowie letztlich auch Rohstoffe aus ihrem Dornröschenschlaf erwacht. Grundsätzlich bietet eine Rohstoffallokation Investoren drei potenzielle Vorteile:

- langfristig positive Renditen,
- geringe Korrelationen zu Aktien und Anleihen und
- Absicherung gegen Inflationsdruck.

Der Rohstoffanalyst und Investor Craig Tindale argumentiert in seinem Substack-Artikel „[Copper: Limits to Growth in the Age of Demand Simultaneity](#)“, dass die physische Welt den digitalen Ambitionen des KI-Zeitalters harte Grenzen setzt.¹ Seine These: **Zentralbanken können Geld drucken, aber sie können weder das Kupfer, noch die Schmelzhütten, noch die Minen drucken, die für den Aufbau der Infrastruktur eines KI-Booms benötigt werden.** Die Minen sind nicht erschlossen, die Schmelzhütten nicht gebaut, doch die Nachfrage ist bereits da.

Zentralbanken können Geld drucken — Kupfer, Minen und Schmelzhütten aber nicht. Der KI-Boom stößt an die harte Wand der physischen Welt.

Mit zunehmender Verknappung, so Tindale, werde Kupfer vom Industrierohstoff zum strategischen Gut aufsteigen — mit Exportbeschränkungen, strategischer Bevorratung und staatlicher Zuteilung an bevorzugte Industrien. Verteidigung und kritische Infrastruktur werden priorisiert, der private Markt kämpft um die Reste. Tindales Schlussfolgerung ist markig: Die derzeit im Bau befindlichen KI-Rechenzentren könnten die letzte Welle sein, die vor dem Engpass noch fertiggestellt wird. **Die digitale Welt ist ein Mieter der physischen Welt — und die Miete ist fällig.**

Dass die Kapitalmärkte diese physischen Realitäten noch kaum eingepreist haben, zeigt ein Blick auf die relative Bewertung von Rohstoffen zum Aktienmarkt. Der folgende Chart ist treuen Lesern seit Jahren ein Begleiter. Er zeigt, dass Rohstoffe gegenüber Aktien weiterhin historisch extrem günstig bewertet sind. Der GSCI-Commodity-Index (TR) hat sich gegenüber dem S&P 500 von seinem historischen Tief im April 2020 bislang kaum erholt. Das Ratio beträgt aktuell 0,81. Es ist damit meilenweit von den Höchstständen entfernt und weiterhin deutlich unter dem langfristigen Median von 3,87.

„Supply chains will move from just in time to just in case.“

Paul Singer

„There aren't any commodity managers left from the carnage in commodities from 2011 to 2020. As such, it has been a challenge to convince real money allocators that they need commodity managers.“

Marko Papic

S&P GSCI-Total-Return-Index/S&P 500-Ratio, 01/1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Zur Bewertung des Goldpreises: Schon zu teuer oder immer noch günstig?

In Folge des markanten Goldpreisanstiegs der letzten Monate drängt sich nun die Frage auf: Ist Gold nun bereits zu teuer?

¹ Siehe auch die Debatte „[Shovels, Not Spreadsheets](#) – Eine Debatte zwischen Luke Gromen und Craig Tindale“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

„Value does not exist outside the consciousness of men.

Carl Menger

„Confidence is suspicion asleep.

John Exter

„Big bull markets always find a way to keep you frightened and OUT. Big bull markets are devils with no conscience - to get in you have to 'close your eyes, and just do it'.

Richard Russell

Treue Leser unseres Reports wissen: Wert ist subjektiv. Objektive Faktoren wie zum Beispiel die Produktionskosten spielen bei der Bewertung nur eine untergeordnete Rolle. So liegt der Marktwert eines Meisterwerks von Vincent van Gogh weit über dessen Herstellungskosten, ein Glas Wasser inmitten der Wüste wird anders bewertet als am Ufer des Wolfgangsees, und das erste Bier nach einer ausgedehnten Wanderung hat einen höheren Grenznutzen als das fünfte.

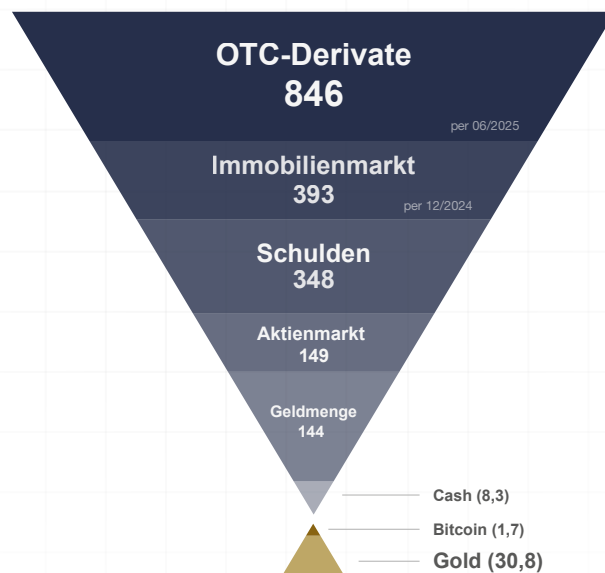
Bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“ haben wir uns im Kapitel „Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide“ ausführlich mit den Thesen von John Exter befasst.² Er sah Gold als Spitze einer umgekehrten Schuldenpyramide, die in Wahrheit jedoch gar nicht Teil dieser Pyramide ist: Während sämtliche Elemente der Pyramide Schulden sind – selbst Bargeld stellt eine Verpflichtung der Zentralbank dar – ist Gold keine Verbindlichkeit und damit die einzige echte Alternative zu Fiat-Geld.

Bis dato führten Krisen eher zu einer Flucht in US-Staatsanleihen als in Gold, was die Schuldenpyramide stabil hielt. Dies hat sich im Zuge der Marktturbulenzen nach dem *Liberation Day* und dem Ausbruch des Iran-Kriegs grundlegend geändert. Trotz zwischenzeitlich starker Verluste an den Börsen wurden zeitgleich auch US-Treasuries abgestoßen. Ob diese Entwicklung eine nachhaltige Veränderung der Reaktionsfunktion bedeutet, ist aktuell noch nicht absehbar. **Doch schwindet einmal das Vertrauen in US-Staatsanleihen, so würde die Pyramide kollabieren, und Gold würde zum letzten Zufluchtsort aufsteigen.**

Exter-Pyramide

Globale Marktkapitalisierung von Asset-Klassen

IN BILL. USD | 12/2025



Quelle:

BIS, Econovis, IIF, IMF, Savills Research, TradingView, World Gold Council, MiningVisuals, Incrementum AG

„What's the difference between a liquidity and a solvency event? Usually about an hour and a half.

Russell Napier

Exters zentrale Warnung gilt heute mehr denn je: Was geschieht, wenn Finanzwerte, deren Liquidität als selbstverständlich galt, plötzlich keine Nachfrage mehr finden? Dann fällt das Kartenhaus zusammen – und Gold steht bereit, die Rolle des letzten Liquiditätsankers zu übernehmen.

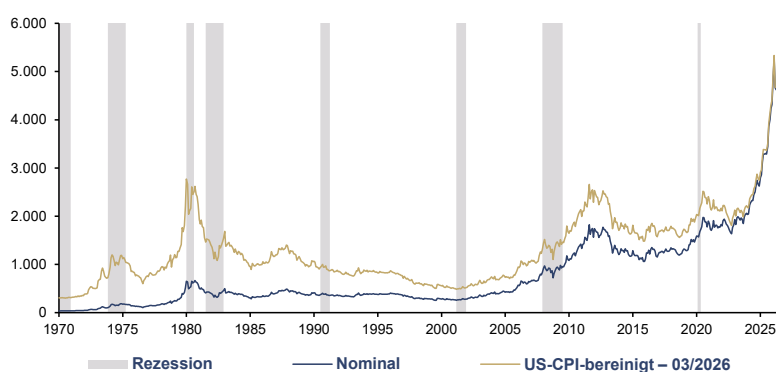
² Das Kapitel enthält auch ein Exklusivinterview mit Barry Downs, dem Schwiegersohn von John Exter.

Was geschieht, wenn die selbstverständliche Liquidität plötzlich versiegt?

Gold wechselt die Rolle: vom Diversifier zum letzten Liquiditätsanker.

Eine Möglichkeit, das Problem der Unvergleichbarkeit von Preisen im Zeitverlauf zu lösen, sind inflationsbereinigte Zeitreihen. Nachfolgend stellen wir den Goldpreis sowohl nominell als auch inflationsbereinigt dar. In der inflationsbereinigten Betrachtung auf Grundlage der offiziellen CPI-Zahlen hat Gold das reale Allzeithoch auf Monatsendbasis von 2.772 USD aus dem Jahr 1980 im Oktober 2024 überschritten.

Gold, Nominal, und US-CPI-bereinigt, in USD, 01/1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Fazit

Das System kollabiert nicht — es schmilzt. Was wir erleben, ist kein dramatischer Zusammenbruch, sondern ein schleichender Zerfall des Nenners. Die Recheneinheit selbst — das Fiat-Geld, in dem wir Werte beziffern — verliert an Substanz. Wir nennen diesen Prozess *Denominator Decay*: eine Erosion, die sich nicht in Schlagzeilen, sondern in stiller, beharrlicher Kaufkraftvernichtung vollzieht.

Die Konsequenzen sind alles andere als still. In einer instabilen Welt suchen Menschen nach Anker — nach Wertträgern, deren Substanz nicht von der Glaubwürdigkeit eines Emittenten abhängt. Wenn Anleger, die ihr Leben lang an DCF-Modelle und die Effizienzmarkthypothese geglaubt haben, plötzlich Gold kaufen, geschieht mehr als eine taktische Portfolioentscheidung: Es ist die Psychologie der Berührung — das Bedürfnis nach einem Asset, das man anfassen, wiegen, in der Hand halten kann.

Gold ist kein Panik-Trade. Es ist ein Preparedness-Trade — die Schweiz der Währungswelt: nicht günstig, aber verlässlich, neutral und vertrauenswürdig.

„The dollar still exists, but it's silently losing its meaning as a stable reference point. Governments, media, and markets still talk in USD – but it's like benchmarking to a melting ice cube.

SightBringer

In Gold We Trust-Spezial: Incrementum Gold/Wiesnbier-Ratio³

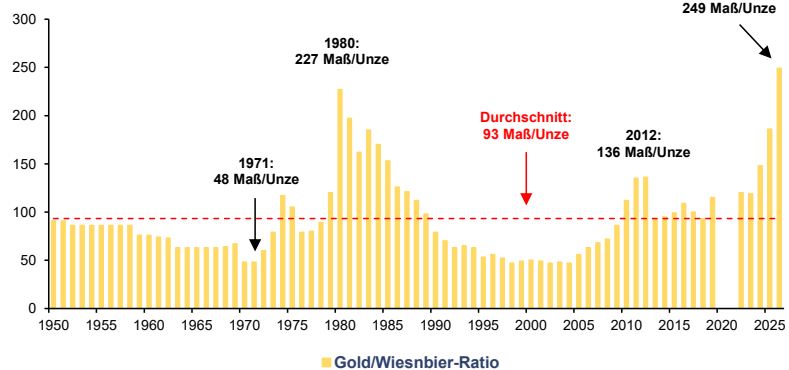


Mit freundlicher Genehmigung von: Exithamster

Am 19. September heißt es auf der Münchner Theresienwiese wieder: „O'zapft is!“. Der Bierpreis für das Oktoberfest 2026 steht noch nicht fest — aber eines schon: Die Bierkaufkraft des Goldes wird erneut deutlich höher liegen. Ende August 2025 notierte Gold bei 2.950 EUR, Mitte April 2026 bereits bei knapp 4.100 EUR — ein Plus von mehr als einem Drittel in einem halben Jahr.

Hätte das Oktoberfest Mitte April seine Pforten geöffnet, läge das Gold/Wiesnbier-Ratio bereits bei 249 Maß, nach 186 Maß am Oktoberfest 2025. Das ist ein Anstieg um ein Drittel, selbst wenn wir einen weiteren Anstieg des Euro-Preises für eine Maß im Ausmaß der bislang letzten Preiserhöhung auf bis zu 16,30 EUR unterstellen. 2024 kaufte eine Unze Gold 148 Maß, 2023 waren es nur 119 und damit weniger als halb so viele wie aktuell.

Gold/Wiesnbier-Ratio, 1950–2026



Quelle: Statista, LSEG, Incrementum AG

incrementum

„Without question, the greatest invention in the history of mankind is beer. Oh, I grant you that the wheel was also a fine invention, but the wheel does not go nearly as well with pizza.“

Dave Barry

Weil die Preisentwicklung einer Maß Wiesnbier in den vergangenen Jahren so steil nach oben zeigte – seit 2019 beträgt das Plus mehr als ein Drittel – wird bislang Unmögliches offen zur Diskussion gestellt. Der Präsident des Bayerischen Brauerbundes schlug nämlich vor, einen Eintrittspreis für das Betreten des Festgeländes auf der Theresienwiese zu verlangen. Den Wirten soll diese zusätzliche Einnahmequelle die Möglichkeit eröffnen, den Bierpreisanstieg zu dämpfen.

Ist Gold auf der Wiesen somit bereits maßlos überteuert? Das alte Rekordhoch von 227 Maß aus dem Jahr 1980 wurde mittlerweile deutlich übertroffen, vom 77-jährigen Durchschnitt von 93 Maß ganz zu schweigen. Insofern heißt es, ein wenig Acht zu geben, zumindest auf die eigene Leber.

³ Ausführlicher widmen wir uns dem Gold/Wiesnbier-Ratio alljährlich im Herbst in einem In Gold We Trust-Special. Für das In Gold We Trust-Special aus dem Vorjahr siehe „O'zapft is! – Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2025“, In Gold We Trust-Spezial, September 2025

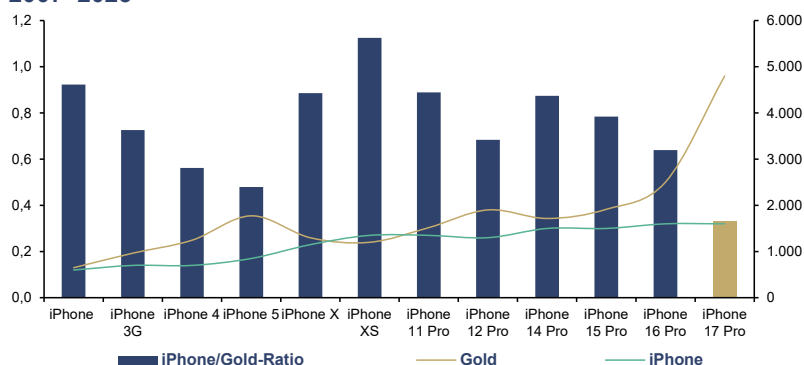
In Gold We Trust-Spezial: Incrementum iPhone/Gold-Ratio⁴

„iPhone zum Schleuderpreis“ – so müsste die Schlagzeile lauten. Mitte April kostete das iPhone 17 Pro Max mit 1 TB Speicher nur mehr 0,33 Unzen Gold – der niedrigste Preis in der gesamten iPhone-Geschichte. Für das allererste iPhone waren 0,92 Unzen fällig, fast drei Mal so viel wie heute. In US-Dollar hingegen blieb der Listenpreis mit 1.599 USD unverändert – ein kleiner Trost für jene iPhone-Liebhaber, die nicht in Gold investiert waren.

„You realize how old you are when you tell a kid you had phones attached to the wall. They look at you like you just said you rode dinosaurs to the iPhone store.“

Chris Rock

iPhone/Gold-Ratio (lhs), und Gold und iPhone (rhs), in USD, 2007–2025



Quelle: venturebeat.com, LSEG, Incrementum AG

incrementum

Auf US-Dollar-Basis beläuft sich die Preissteigerung im Schnitt 5,5 % pro Jahr. Für den Goldanleger sieht die Welt deutlich glänzender aus: Im selben Zeitraum legte der Goldpreis durchschnittlich um 11,4 % pro Jahr zu. In Gold gerechnet ist das iPhone somit jährlich um 5,5 % billiger geworden. Für dieses Weniger an Gold hat der Käufer allerdings Jahr für Jahr mehr iPhone erhalten. Die Leistungsverbesserungen sind enorm, wie die nachfolgende Tabelle illustriert.

„There's no chance that the iPhone is going to get any significant market share. No chance.“

Steve Ballmer, April 2007

	2007	2012	2017	2022	2025
	iPhone	iPhone 5	iPhone X	iPhone 14 Pro Max	iPhone 17 Pro Max
Prozessorleistung (Geekbench)	100–150 (Schätzung)	~2.000	~12.000	~19.000	~46.000
Arbeitsspeicher	128 MB	512 MB	4 GB	6 GB	12 GB
max. Speicher	16 GB	16 GB	512 GB	1 TB	2 TB
Kameras	1 (2 MP)	2 (8 MP; 1,2 MP)	3 (2 x 12 MP; 1 x 7 MP)	4 (1 x 48 MP; 3 x 12 MP)	4 (3 x 48 MP; 1 x 18 MP)
Videoqualität	n. v.	1080p @ 30 fps	4K @ 60 fps	4K @ 60 fps	4K @ 120 fps
Akku	1.150 mAh	1.440 mAh	3.174 mAh	3.200 mAh	4.823 mAh
Auflösung	480 x 320 (163 ppi)	640 x 1.136 (326 ppi)	2.436 x 1.125 (458 ppi)	2.556 x 1.179 (460 ppi)	2.868 x 1.320 (460 ppi)
Preis in USD	599 USD	849 USD	1.149 USD	1.499 USD	1.599 USD
Preis in oz Gold	0,92	0,48	0,89	0,87	0,33

⁴ Ausführlicher widmen wir uns dem iPhone/Gold-Ratio wieder in diesem Herbst in einem In Gold We Trust-Special, wenn das neue iPhone präsentiert wird. Für das In Gold We Trust-Special aus dem Vorjahr siehe „Das iPhone/Gold-Ratio-2025“, In Gold We Trust-Spezial, September 2025

In Gold We Trust-Spezial: Incrementum Gold/Skiticket-Ratio⁵

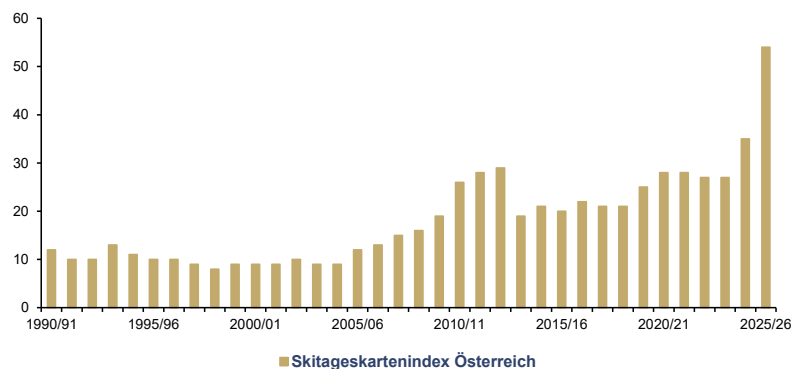
» *Skiing: the art of catching a cold and going broke while rapidly heading nowhere at great personal risk.*

Henry Beard & Roy McKie

„**Skiticketpreise im freien Fall**“. Noch nie konnte man mit einer Unze Gold in den vergangenen 35 Jahren auch nur annähernd so viele Tagesskikarten erwerben wie heuer, nämlich 48 Stück. In der vergangenen Wintersaison waren es lediglich 35 Tageskarten eines gleichgewichteten Index aus 11 Skigebieten⁶ gewesen, und damit um 13 Stück weniger. Dabei legte bereits im Vorjahr das Gold/Skiticket-Ratio um 29,6 % zu.

Noch günstiger wurde das Frühlingskifahren. Die Fortsetzung der Goldpreiss rally führte dazu, dass Goldanleger Mitte April für eine Unze 54 Tageskarten und damit 6 Tageskarten mehr als drei Monate zuvor erhielten. **Anders gesagt: Kostete im Jänner eine Tageskarte noch 0,021 Unzen, waren es Mitte April nur mehr 0,019 Unzen.**

Gold/Skiticket-Ratio, WS1990/91–WS2025/26



Quelle: ZUKUNFT SKISPORT, LSEG, Incrementum AG

 incrementum

» *Life is like skiing. Just like skiing, the goal is not to get to the bottom of the hill. It's to have a bunch of good runs before the sun sets.*

Seth Godin

Bemerkenswert ist der Vergleich zu den wesentlich teureren Skigebieten in Nordamerika. Für eine Unze Gold hätte man in Vail Mitte April gerade einmal 14 Tage lang die Pisten runterwedeln können, in Whistler immerhin 20 Tage. Im Vergleich dazu erweisen sich die österreichischen Top-Skigebiete als Okkasione.

Das trifft auch für jene Skifahrer in Österreich zu, die nicht auf Gold setzten. Der Teuerungstrend setzte sich im Vergleich zum Vorjahr zwar fort, im Schnitt um 4,8 %. Im Vergleich zur Wintersaison 2019/20 sind Tageskarten insgesamt um beachtliche 41,8 % teurer geworden. Mit Tagespreisen unter 80 EUR kostet ein Tag Skivergnügen in den österreichischen Alpen allerdings deutlich weniger als in den Bergen Nordamerikas. ■

⁵ Für das *In Gold We Trust*-Special aus diesem Winter siehe „Schifoan – Das Gold/Skiticket-Ratio 2026“, *In Gold We Trust*-Special, Jänner 2026. Ein Update publizieren wir zu den Hahnenkammrennen in Kitzbühel Ende Jänner 2027.

⁶ Das sind die Skigebiete Stubai Gletscher, Kitzbühel, Obertauern, Kleinwalsertal, Arlberg, Wilder Kaiser, Sölden, Wagrain/Snow Space, Fiss, Steinplatte und Schmittenhöhe. Wir danken Günther Aigner von ZUKUNFT SKISPORT, einem der renommiertesten Experten und Top-Speaker zum Thema Wintersport, für die Daten.





Mining Corp.

TSX-V: LUCA | OTCQX: LUCMF

BUILDING A HIGH MARGIN PRECIOUS METALS PLATFORM IN MEXICO

Operational turnaround underway
Positioned for growth



TARGETING
200,000 oz AuEq
ANNUAL PRODUCTION



CAMPO MORADO EXPANSION

Expected to increase
precious metal
recoveries



PRECIOUS METALS UPSIDE

Increasing gold and
silver contribution to
revenue and margins



DISTRICT SCALE ASSETS

Significant exploration
potential across both
core assets



STRONG FINANCIAL POSITION

Balance sheet strengthened
with reduced debt and
improved liquidity

2 PRODUCING ASSETS IN MEXICO



CAMPO MORADO GUERRERO

Polymetallic operation with
plan to increase gold & silver
recoveries

- ✓ Optimizing processing plant
- ✓ Expanding gold & silver output
- ✓ Large exploration upside



TAHUEHUETO DURANGO

Underground gold-silver mine
that recently achieved
commercial production

- ✓ High-grade gold & silver
- ✓ Modern underground fleet
- ✓ District scale potential

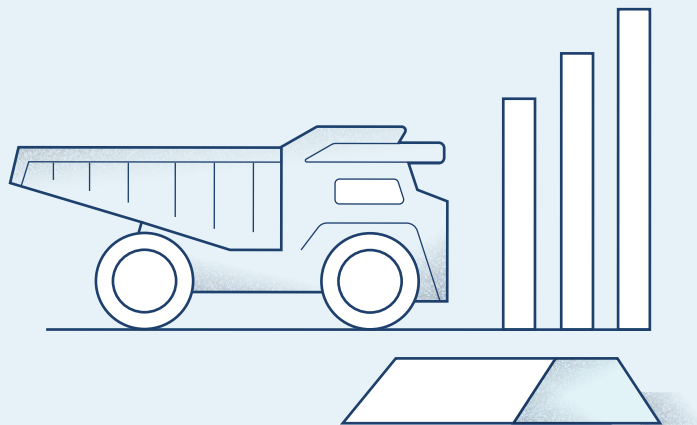
Optimize. Explore. Expand.

LUCAMINING.COM

Headquartered in
VANCOUVER CANADA



Renaissance der Goldallokation



Key Takeaways

- Notenbanken und private Investoren erhöhen ihre Goldquoten, während die traditionelle Rolle von Anleihen als risikoloser Portfolioanker zunehmend infrage gestellt wird.
- Die Aktien-Anleihen-Korrelation ist wieder positiv, reale Anleiherenditen sind unter Druck, und die Gefahr einer verlorenen Dekade für traditionelle Balanced-Portfolios ist greifbar.
- De-Dollarization, demographisch bedingter Fiskaldruck, hohe Staatsschulden, geopolitische Fragmentierung und wiederkehrende Inflationsschocks erhöhen die Nachfrage nach knappen, liquiden und gegenpartiefreien Realwerten.
- Das IGWT Gold Allocation 2045 Model prognostiziert bis Ende 2045 einen Goldpreis von bis zu 20.800 USD und eine Gold-Marktkapitalisierung in Höhe von 210 Bill. USD.

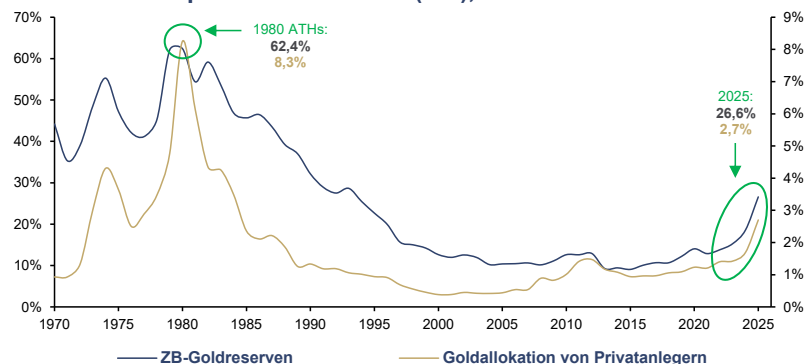
Gold has begun to replace some US Treasury holdings as the riskless asset in many portfolios, most importantly in central banks and large institutional portfolios.

Ray Dalio

Finanzpolitische Singularität

Das Leitmotiv dieses Reports – *Back to the Monetary Future* – enthält auch einen Verweis auf ein monetäres Paradoxon unserer Zeit: Je weiter sich das Finanzsystem technologisch, politisch und bilanziell von seinen alten Anker entfernt, desto stärker steigt das Bedürfnis nach exakt jenen Eigenschaften, die gutes Geld seit Jahrhunderten auszeichnen. Mit anderen Worten, je stärker die Effekte der Entmaterialisierung des Geldes wirken, desto größer wird das Bedürfnis nach einem Vermögenswert, dessen Wert nicht auf Versprechen, sondern auf Substanz beruht.

ZB-Goldreserven (lhs), in % der Gesamtreserven, und Goldallokation privater Investoren (rhs), 1970–2025



Quelle: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, IWF, WFE, World Gold Council, Incrementum AG



» *The boom is built on the sands of banknotes and deposits. It must collapse.*

Ludwig von Mises

Wir befinden uns derzeit wohl erst in den Anfängen einer globalen Renaissance der Goldallokation. Sowohl Notenbanken als auch private Investoren haben Gold wiederentdeckt, doch im historischen Vergleich bleibt das Aufholpotenzial erheblich. Um wieder das Allzeithoch privater Goldallokationen von 8,3 % zu erreichen, müssten private Investoren ihre derzeitige Gewichtung von 2,7 % verdreifachen. Notenbanken wiederum müssten ihren aktuellen Goldanteil an den Gesamtreserven von 26 % mehr als verdoppeln, um zum früheren Höchststand von 62,4 % zurückzukehren.

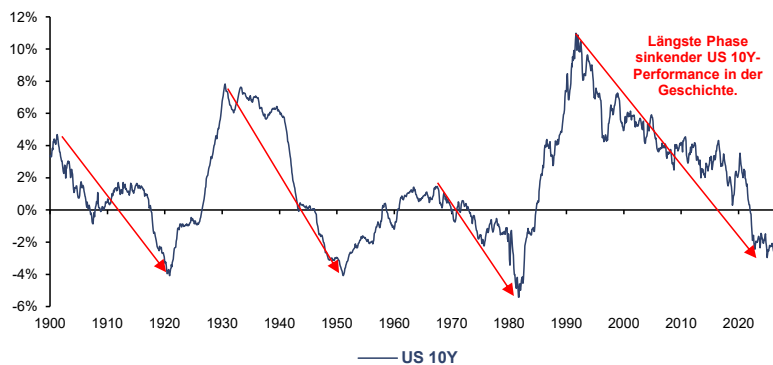
Dem Paradoxon liegt eine strukturelle Zuspitzung der globalen Schuldensituation zugrunde, durch die sich die Zielkonflikte des bestehenden Geldsystems immer weiter verdichten und die Weltwirtschaft schrittweise einer monetären Singularität nähert. Im physikalischen Sinn bezeichnet eine Singularität einen Punkt, an dem die bekannten Gesetzmäßigkeiten und Modelle versagen, weil Größen wie Dichte, Krümmung oder Energie gegen unendlich tendieren und der bisherige Ordnungsrahmen nicht mehr trägt. Im Kontext der Schuldensituation bedeutet das, je höher die Schuldenlast steigt, desto empfindlicher reagiert das System auf Zinsen. Zugleich sorgt anhaltender inflationärer Druck dafür, dass die Zinslast weiter zunimmt und sich die Zielkonflikte zwischen Preisstabilität, Schuldentragfähigkeit, fiskalischer Handlungsfähigkeit und Finanzmarktstabilität immer weiter verschärfen.

Über Jahre hinweg wurden immer neue Schichten von Verbindlichkeiten, Garantien, impliziten Staatsversprechen und bilanziellen Hilfskonstruktionen aufgetürmt. Die Zinsen wurden bis an die Nulllinie und mancherorts sogar darunter gedrückt, um die Last tragbar erscheinen zu lassen. Doch ein künstlich beruhigter Vulkan ist nicht erloschen. Er ist lediglich bis zur nächsten Eruption politisch befriedet. Die Eurokrise, die Gilt-Krise im Vereinigten Königreich, die Krise der US-Regionalbanken: All das waren keine isolierten Ereignisse, sondern Vorboten einer tieferliegenden Fragilität. **Der Bondmarkt, Antrieb des heutigen Finanzsystems, hat längst begonnen, an struktureller Spannkraft zu verlieren.**

” Toward the later stages of a long-term debt cycle, we are beginning to reach the point where the problems are materializing in the present.

Lyn Alden

US 10Y, Rollierende reale 10-Jahres-CAGR, 01/1900–04/2026



Quelle: Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG

incrementum

Die rollierende 10-jährige annualisierte inflationsbereinigte Performance 10-jähriger US-Staatsanleihen ist per April 2026 auf -2,58 % gefallen. Ein ähnlich schwaches Niveau wurde zuletzt Anfang der 1980er-Jahre erreicht. Allerdings lagen die historischen Zyklustiefs mit zumindest -4 % jeweils nochmals deutlich tiefer. Zudem befindet sich die reale 10-Jahres-Performance per April 2026 erst seit 51 Monaten im negativen Terrain, was im historischen Vergleich eine noch relativ kurze Phase darstellt. **Weiteres Abwärtspotenzial ist daher nicht auszuschließen und das, obwohl der strukturelle Abwärtstrend bereits seit 37 Jahren besteht und damit jetzt schon die längste Phase abnehmender realer Performance seit Beginn der Datenreihe markiert.** Der Chart unterstreicht damit, dass US-Treasuries ihre traditionelle Rolle als realer Werterhalter über lange Zeiträume zuletzt nicht erfüllen konnten.

Dass dies von vielen institutionellen Investoren noch immer als vorübergehende Marktstörung interpretiert wird, ist bezeichnend. Die im weiteren Verlauf dieses Kapitels gezeigten Allokationsdaten stützen diese Einschätzung. Der Blick in den Rückspiegel hat sie auf die falsche Lektion konditioniert, wie im Kapitel „Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold“ in diesem *In Gold We Trust*-Report aus verhaltensökonomischer Sicht ausführlich erläutert wird.

” You will never fully convince someone that he is wrong; only reality can.

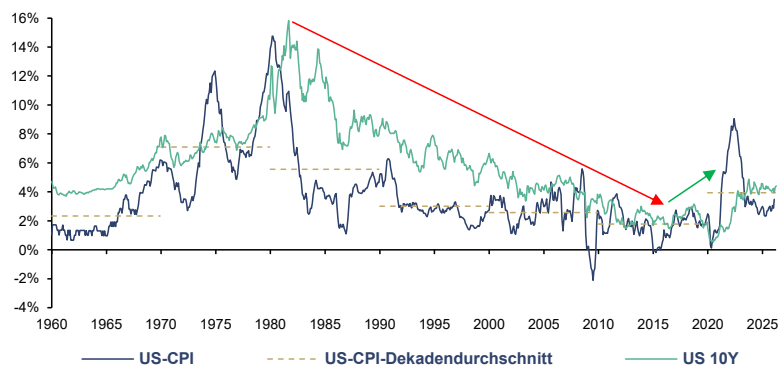
Nassim Nicholas Taleb

Das 60/40-Portfolio war die Photosynthese der großen Disinflation: Aktien lieferten das Licht, Anleihen das Wasser, fallende Zinsen verwandelten beides in Rendite.

In der Phase der großen Disinflation war Duration fast immer die richtige Antwort und das 60/40-Portfolio war die Photosynthese der großen Disinflation. Aktien lieferten das Licht, Anleihen das Wasser, und fallende Zinsen verwandelten beides scheinbar mühelos in Sauerstoff in Form von Rendite. Bis neue, instabile Elemente wie Inflationsvolatilität, Fiskaldominanz und geopolitische Fragmentierung die Ordnung störten. Der folgende Chart veranschaulicht nicht nur den Regimecharakter, sondern auch dessen Bruch: Nachdem In-

flations- und Renditedurchschnitte über Jahrzehnte gefallen waren, liegt der aktuelle Inflations-Dekadendurchschnitt mit 3,94 % inzwischen wieder spürbar höher als in den 1990er-, 2000er- und 2010er-Jahren.

US-CPI, yoy, und US 10Y, 01/1960–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



» *The future is already here – it's just not very evenly distributed.*

William Gibson

Regime altern. Und manchmal kippen sie schneller, als institutionelle Gewohnheiten sich anpassen können. Die monetäre Zukunft könnte jedoch weniger neu sein, als viele glauben, und Gold gerade deshalb strukturell an Bedeutung verleihen.

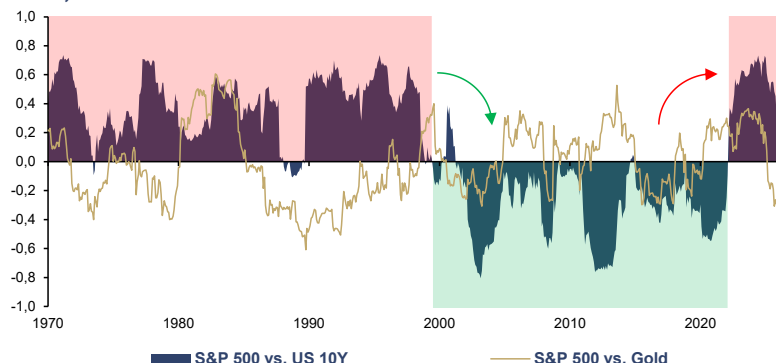
Gold vs. Bonds: Ein Duell für die Ewigkeit oder mit Ablaufdatum?

Gold und Anleihen verbindet eine eigentümliche Gemeinsamkeit: **Beide leben vom Vertrauen, aber auf völlig unterschiedliche Weise.** Staatsanleihen sind ein Anspruch auf zukünftige Zahlungsströme innerhalb eines politischen Ordnungsrahmens. Gold ist wiederum kein Versprechen, sondern ein Vermögenswert ohne Gegenpartei, ohne Fälligkeitsstruktur und ohne Emittentenrisiko. Gold ist sozusagen der monetäre Gegenpol. Während Anleihen von der Integrität und Zahlungsfähigkeit des Systems abhängen, gewinnt Gold gerade dann an relativer Attraktivität, wenn diese Integrität in Zweifel gezogen wird.

Der folgende Chart rückt einen der hartnäckigsten Irrtümer der modernen Portfoliolehre zurecht: **Staatsanleihen sind nicht grundsätzlich negativ mit Aktien korreliert.** Die negative Aktien-Anleihen-Korrelation war weniger Naturgesetz als Regimephänomen. Seit 1970 war die rollierende 2-Jahres-Korrelation zwischen S&P 500 und

US-10Y über weite Strecken positiv. Im Durchschnitt liegt sie bei rund $+0,10$. Das bedeutet, Anleihen haben Aktienrisiken historisch keineswegs immer zuverlässig abgedeckt.

Rollierende 2-Jahres-Korrelation des S&P 500 vs. US 10Y und vs. Gold, 01/1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Nach rund zwei Jahrzehnten überwiegend negativer Korrelation ist die Aktien-Anleihen-Korrelation wieder klar in positives Terrain zurückgekehrt. Aktien und Anleihen haben damit das Catenaccio des klassischen 60/40-Portfolios verlernt: Statt sich gegenseitig defensiv abzusichern, bewegen sie sich nun im Gleichschritt – sie stürmen gemeinsam nach vorne und ziehen sich gemeinsam zurück. Fällt der Stoßstürmer, ist der Verteidiger nicht mehr zur Stelle. Dadurch verliert das klassische 60/40-Portfolio jene Eigenschaft, die es in den vergangenen Jahrzehnten so attraktiv machte: den automatischen Diversifikationseffekt. Wenn Aktien und Anleihen gleichzeitig fallen können, wird aus der vermeintlichen Risikobalance eine gemeinsame Abhängigkeit von denselben makroökonomischen Faktoren – Inflation, Realzinsen, fiskalischer Dominanz und geldpolitischer Glaubwürdigkeit.

Die rollierende Korrelation zwischen S&P 500 und Gold schwankt zwar ebenfalls, liegt im langfristigen Durchschnitt seit 1970 aber bei rund $-0,02$ und damit niedriger als jene von Aktien und Anleihen. In mehreren Stressphasen war sie sogar negativ. **Gold ist damit kein perfekter Hedge in jedem Marktumfeld, aber ein strukturell unabhängiger Portfolio-Baustein, der an Bedeutung gewinnt, wenn Bonds ihre Rolle als verlässlicher Gegenspieler zu Aktien verlieren.**

In disinflationären und deflationären Schocks bleibt die Schutzfunktion hochwertiger Staatsanleihen grundsätzlich intakt. In solchen Phasen wirkt Duration als klassischer „Flight to Quality“-Mechanismus. Deshalb wäre es analytisch falsch, Staatsanleihen vorschnell abzuschreiben. Aber das ist nur die halbe Wahrheit. Denn die andere Hälfte lautet: **In Inflations- und Stagflationsregimen, in Phasen negativer Realzinsen, fiskalischer Dominanz oder geopolitisch induzierter Angebots- und Energieschocks bröckelt die Diversifikationskraft nominaler Anleihen strukturell.**

Der nächste Chart zeigt die Konsequenz dieser Korrelationserosion in realen Performance-Daten. **Das inflationsbereinigte 60/40-Portfolio erlebte 2022 mit $-17,1\%$ einen der schwersten Rückschläge der modernen Kapitalmarktgeschichte.** Sollte auch das Jahr 2026 negativ enden, wäre dies bereits das fünfte Verlustjahr für Anleihen innerhalb der vergangenen sechs Jahre. Der vermeintlich defensive Portfoliobaustein ist damit selbst zur Belastung geworden, wie Loris Karius im Champions-League-Finale 2018 für Liverpool.

” *There’s something loose between my legs... apart from the obvious!*

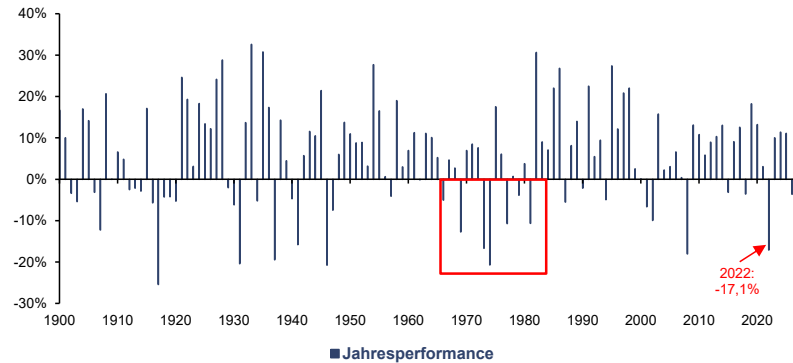
Sebastian Vettel

” *If I could go back in time I would.*

Loris Karius

Historisch ist dieses Muster keineswegs beispiellos. Zwischen 1966 und 1981 verzeichnete das 60/40-Portfolio sieben negative Realrendite-Jahre, davon fünf Jahre mit Verlusten von mehr als 10 %. Exakt diese Phase war geprägt von Inflationsdruck, Zinsanstiegen und makroökonomischer Instabilität – also von jenen Bedingungen, die heute wieder stärker in den Vordergrund rücken.

Inflationsbereinigte Jahresperformance eines 60/40-Portfolios (log), in USD, 1900–2026 YTD



Quelle: LSEG, Incrementum AG, *60% S&P 500 TR und 40% US 10Y TR

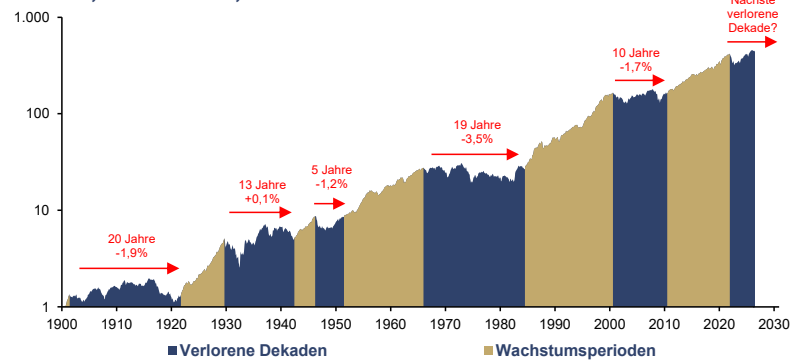


„The riskiest thing in the world is the belief that there's no risk.“

Howard Marks

Die langfristige kumulierte Entwicklung eines 60/40-Portfolios zeigt, dass dieses seit 1900 zwar real deutlich positive, reale Renditen erzielt hat, jedoch keineswegs jene stetigen Erträge lieferte, als die es erscheint, wenn man ausschließlich auf die letzten Jahrzehnte der Disinflationphase blickt. Über weite Strecken war die reale Performance von langen Seitwärtsphasen geprägt, in denen Anleger kaum oder gar keine Kaufkraftgewinne erzielten. Rund die Hälfte der Zeit entfiel auf solche verlorenen Perioden. **Die Frage, ob das 60/40-Portfolio mit Ende 2021 in eine neue verlorene Dekade eingetaucht ist, ist daher historisch legitim.**

Inflationsbereinigte Performance eines 60/40-Portfolios* (log), in USD, 1 = 01/1900, 01/1900–04/2026



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG, *60% S&P 500 TR und 40% US 10Y TR



Bereits in früheren *In Gold We Trust*-Reports haben wir gezeigt, dass das traditionelle 60/40-Modell kein Naturgesetz ist.¹ Weder die Analyse zum „neuen 60/40-Portfolio“ noch unsere Arbeiten zur optimalen Gold-Allokation verstanden Gold je als bloßes Ornament. Vielmehr deutete sich schon dort an, dass Gold gerade in jenen Konstellationen an strategischer Relevanz gewinnt, in denen nominale Bonds real an

¹ Siehe „Das neue Gold-Playbook“, *In Gold We Trust*-Report 2024

Schutzwirkung verlieren. Der entscheidende Punkt für das vorliegende Kapitel ist jedoch ein anderer: Es geht nicht primär um eine Optimierungsübung, sondern um **die Einsicht, dass sich das makroökonomische Koordinatensystem verschoben hat.**

Der Bondmarkt im Gegenwind des neuen Makro-Regimes

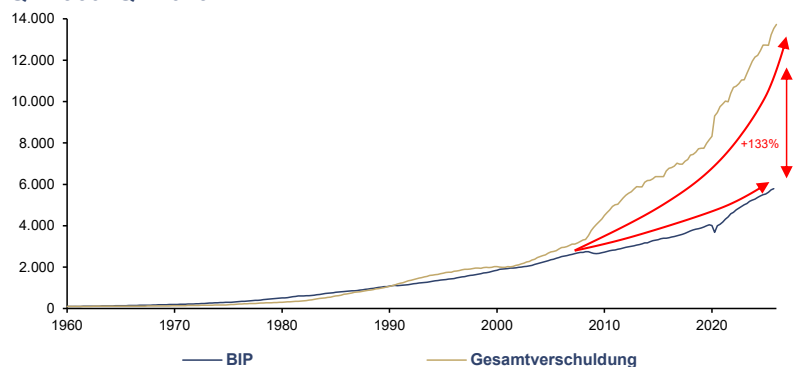
Bei der Korrelation von Aktien und Anleihen ist Differenzierung entscheidend: Die langfristige Korrelation ist nicht mit der kurzfristigen gleichzusetzen. Zudem greift es zu kurz, Korrelation pauschal mit Diversifikation gleichzusetzen. In der Praxis ist der diversifizierende Nutzen deutlich komplexer und stets im jeweiligen makroökonomischen Kontext zu beurteilen. **Für den Bondmarkt kumulieren sich derzeit mehrere Gegenkräfte, die in ihrer Gleichzeitigkeit besonders problematisch sind.**

Schulden

Der Bondmarkt leidet unter einer strukturellen Überlastung des Schuldensystems.

In den vergangenen Jahrzehnten konnten Anleihen von fallenden Zinsen, sinkenden Inflationserwartungen und hoher geldpolitischer Glaubwürdigkeit profitieren. Im neuen Regime stehen sie hingegen im Gegenwind einer Verschuldungsdynamik, die nach niedrigen Realzinsen verlangt, während genau diese niedrigen Realzinsen die Kaufkraft der Anleger untergraben können.

US-BIP und Gesamtverschuldung, in USD, 100 = Q1/1960, Q1/1960–Q4/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Der Chart illustriert eine der zentralen Bruchlinien des neuen Makro-Regimes: Seit 1960 ist die US-Gesamtverschuldung nicht nur absolut deutlich stärker gewachsen als die Wirtschaftsleistung, sondern hat sich sukzessive von ihr entkoppelt. Bis Mitte der 1970er-Jahre expandierte das BIP noch dynamischer als die Verschuldung. Seither hat sich das Verhältnis Schritt für Schritt umgekehrt. **Aus kreditfinanziertem Wachstum wurde zunehmend wachstumsbedürftige Verschuldung.**

Per Ende 2025 liegt die kumulierte Entwicklung der US-Gesamtverschuldung um 133 % über jener des BIP. Nur während der Corona-Krise 2020 war diese Divergenz noch ausgeprägter. Damit zeigt der Chart nicht bloß einen langfristigen Anstieg der Schulden, sondern den schleichenden Wandel der makroökonomischen Statik: Das Schuldenfundament wächst schneller als das reale Tragwerk, das es bedienen soll.

Für den Anleihemarkt ist diese Entwicklung von fundamentaler Bedeutung. Denn je weiter sich Verschuldung und Wirtschaftsleistung auseinanderbewegen, desto stärker verändert sich die politische Reaktionsfunktion. Hohe Schuldenstände erhöhen den Druck, nominale Finanzierungskosten kontrollierbar und reale Finanzierungskosten möglichst niedrig zu halten. Was früher als disziplinierende Funktion des Bondmarktes galt, wird in einem solchen Umfeld zunehmend zur politischen Zumutung.

„How did you go bankrupt? Two ways. Gradually, then suddenly.“
Ernest Hemingway

„Über kurz oder lang kann das nimmer länger so weitergehen, außer es dauert noch länger, dann kann man nur sagen, es braucht halt alles seine Zeit, und Zeit wär's, dass es bald anders wird.“

Karl Valentin

„Das Unmögliche möglich zu machen wird ein Ding der Unmöglichkeit.“

Andreas Brehme

Stagflation ist für Zentralbanken das, was der Sandplatz für Daniil Medwedew ist: das unangenehmste Spielfeld.

„It's a bad surface. Me, I cannot do damage to bad surface. Bad surface is bad surface.“
Daniil Medwedew

„Die Warnsignale zu ignorieren und mit den bewährten Strategien der Vergangenheit fortzufahren, bedeutet, das dritte, entscheidende Wolfsgeheul zu ignorieren.“
„Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“, In Gold We Trust-Spezialreport

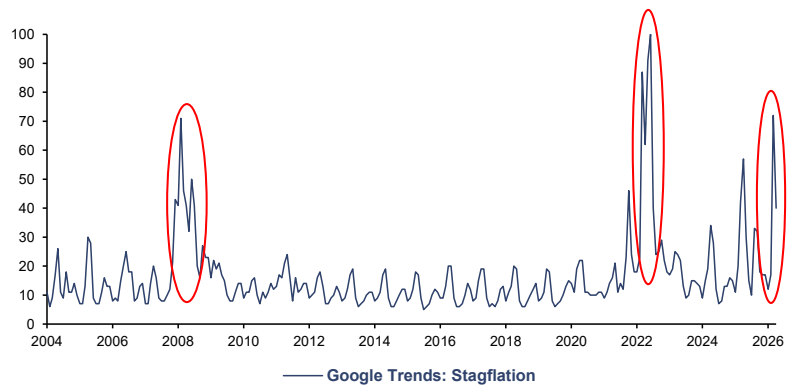
Damit geraten Staatsanleihen in eine paradoxe Lage. Sie bleiben das zentrale Refinanzierungsinstrument des Staates, verlieren aber gerade dadurch einen Teil ihrer Rolle als unpolitischer Portfolioanker. Wenn die Tragfähigkeit des Systems von dauerhaft günstigen Realzinsen abhängt, wird der Bondmarkt **anfälliger für finanzielle Repression, fiskalische Dominanz und eine höhere Inflationsvolatilität**.

Inflation und Zinsentwicklung

Stagflation steht für jene makroökonomische Konstellation, in der die klassische geldpolitische Reaktionsfunktion an Kraft verliert. Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab, während der Preisdruck nicht ausreichend nachlässt. Für Zentralbanken ist Stagflation das, was der Sandplatz für Daniil Medwedew ist: das unangenehmste Spielfeld. Zinssenkungen können Inflationsrisiken verschärfen, während Zinserhöhungen Wachstum, Schuldentragfähigkeit und Finanzmärkte belasten. **Genau dieses Dilemma bildet den Kern des neuen Makro-Regimes.**

Dass die Stagflationsdebatte keineswegs ein Relikt der 1970er-Jahre ist und nicht nur in der laufenden Dekade wieder in den makroökonomischen Fokus zurückgekehrt ist, sondern auch in die Köpfe der Menschen, zeigt der nächste Chart. So ist der Begriff „Stagflation“ zuletzt wieder deutlich frequenter aufgerufen worden. Nach 2022, als wir unseren *In Gold We Trust*-Report bewusst unter den Titel „**Stagflation 2.0**“ stellten, erreicht die Stagflationswahrnehmung damit bereits zum zweiten Mal in dieser Dekade ein deutlich erhöhtes Niveau. Es entwickelt sich zu einem latenten Begriff im kollektiven Marktgedächtnis.

Google Trends: Stagflation, 01/2004–04/2026



Quelle: Google, Incrementum AG

 incrementum

Der folgende Chart zeigt die marktseitige Transmission dieser Tendenz über Energiepreise und Zinsentwicklung. Besonders auffällig ist dabei das Muster nach 2021: Der Ölpreis lief deutlich voraus, die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen folgten mit Verzögerung. Der WTI-Ölpreis stieg aus dem Corona-Tief heraus kräftig an und erreichte 2022 zeitweise Niveaus von rund 120 USD. Dieser Energiepreisschock speiste zusammen mit der drastischen Geldmengenausweitung den Inflationsdruck und zwang die Geldpolitik zum schnellsten Zinserhöhungszyklus der Geschichte. In der Folge stieg die US-10Y-Rendite von ihrem Corona-Tief nahe 0,5 % bis in den Bereich von über 4 %.

US 10Y (lhs), und WTI (rhs), in USD, 01/2015–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Dieses Muster ist für den aktuellen Ausblick entscheidend. Sollte der Ölpreis erneut nachhaltig anziehen, wäre dies nicht nur ein Warnsignal dafür, dass die Inflation erneut weniger „transitory“ sein könnte, als es den Notenbanken lieb ist, sondern auch dafür, dass Anleihenrenditen steigen könnten. Für die Notenbanken würde sich damit der Zielkonflikt erneut verschärfen: **Um Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung zu wahren, müssten sie restriktiver bleiben oder neuerliche Zinserhöhungen in Kauf nehmen, selbst dann, wenn Wachstum und Schuldentragfähigkeit bereits unter Druck stehen.**

Wenn Inflation und Zinsen gleichzeitig hoch bleiben oder erneut steigen, geraten Aktien durch rückläufige Margen und sinkende Bewertungsmultiples unter Druck, während Anleihen über steigende Renditen und negative reale Erträge belastet werden. Das neue Makro-Regime ist nicht zwingend durch dauerhaft hohe Inflation gekennzeichnet, sondern durch höhere Inflationsvolatilität und wiederkehrende Inflationsschocks. **Wer weiterhin auf das alte 60/40-Playbook vertraut, setzt implizit auf die Rückkehr der alten Disinflationswelt.** Doch wer auf die Rückkehr der alten Realitäten wartet, wartet wie ein Elvis-Fan vor den Toren von Graceland – mit großer Sehnsucht, aber wohl vergeblich.

„It is probably a good time to retire that word.

Jerome Powell

„Truth is like the sun. You can shut it out for a time, but it ain't goin' away.

Elvis Presley

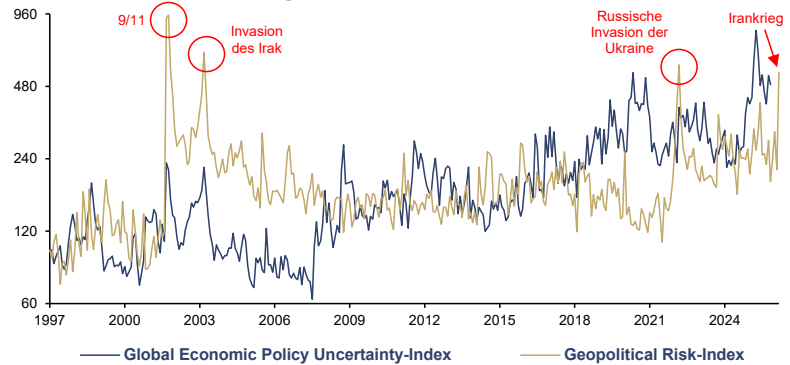
Geopolitik & Kriegswirtschaft

In einer fragmentierten Weltordnung sind Bonds nicht mehr nur Zinsträger und Diversifikatoren, sondern zunehmend auch **Projektionsflächen geopolitischer Machtpolitik**.

Die historische Analyse von Greenwood et al. zeigt, dass Kriege nicht bloß humanitäre und realwirtschaftliche Katastrophen sind, sondern auch tiefe Spuren an den Staatsanleihemärkten hinterlassen. Auf Basis von monatlichen Kursbeobachtungen von Staatsanleihen seit 1822 dokumentieren die Autoren, dass ein globaler Kriegsschock von einer Standardabweichung die Renditen eines globalen Anleiheportfolios innerhalb eines Jahres um rund fünf Prozentpunkte senkt.

Entscheidend ist jedoch, dass nicht erst der Krieg selbst die Märkte bewegt. Bereits explizite militärische Drohungen – ob verbal oder durch physische Machtdemonstrationen – drücken die Anleihekurse der bedrohten Staaten. Die Studie zeigt damit, dass geopolitisches Risiko nicht nur als realisierter Konflikt, sondern bereits in seiner antizipierten Form ein systematischer Treiber von Staatsanleihemärkten ist. Eine militärische Drohung wird so zu mehr als bloßer Rhetorik. Sie kann als Instrument geökonomischer Einflussnahme wirken, indem sie die Refinanzierungsbedingungen eines Landes verschlechtert und dessen fiskalischen Handlungsspielraum einengt.

Global Economic Policy Uncertainty-Index und Geopolitical Risk-Index, 100 = 01/1997 (log), 01/1997–03/2026



Quelle: Economic Policy Uncertainty, Incrementum AG

incrementum

„In the nature of things you can never try to escape one danger without encountering another.

Niccolò Machiavelli

Ein verlässlicher Gradmesser für die geopolitische Unsicherheit auf globaler Ebene ist der *Geopolitical Risk-Index*, der in dieser Dekade bereits zum zweiten Mal nach 2022 ein Hoch markiert und mit einem Perzentilrang von 98,5 die prekäre globale geopolitische Lage verdeutlicht. Die Gegenüberstellung mit dem *Global Economic Policy Uncertainty-Index* zeigt zudem, dass geopolitische Eskalationen auch oft mit wirtschaftspolitischer Unsicherheit einhergehen. Häufig schlagen sie auf die wirtschaftspolitische Sphäre über Sanktionen, fiskalische Notmaßnahmen, protektionistische Reflexe, geldpolitische Zielkonflikte oder eine abrupte Neubewertung globaler Kapitalströme durch.

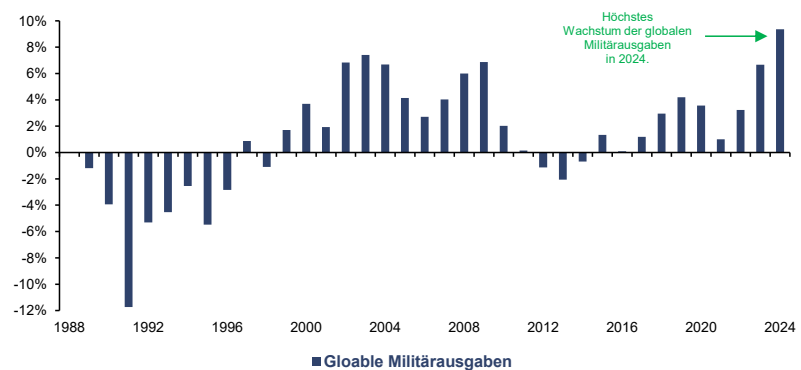
Im Zusammenspiel zeigt sich, dass die **Unsicherheit auf diesen beiden Ebenen seit dem Ende der 1990er-Jahre geradezu trendartig und strukturell angestiegen ist**. Da die Darstellung des obigen Charts logarithmisch skaliert ist, werden extreme Ausschläge optisch geglättet. Der sichtbare Trend ist daher nicht linear zu sehen, sondern weist einen exponentiellen Charakter auf.

„For now, fortunately, we are in Cold War II, not World War III. However, Cold War II is proceeding rather faster than Cold War I.

Niall Ferguson

Dieser Trend wird von den jährlichen globalen Militärausgaben, die vom SIPRI-Institut bereitgestellt werden, bestätigt. Das Jahr 2024 markierte nicht nur das achte Jahr in Folge steigende Militärausgaben, sondern den stärksten Anstieg der Militärausgaben im Jahresvergleich seit Aufzeichnung. Freilich sind in diesen Zahlen die Folgen des Iran-Krieges noch nicht berücksichtigt, wodurch mit weiter steigenden Militärausgaben zu rechnen ist.

Globale Militärausgaben, yoy, 1988–2024



Quelle: SIPRI, Incrementum AG

incrementum

Für Investoren ist diese Erkenntnis von zentraler Bedeutung. Auch wenn große Kriege in den Finanzzentren selten sind, ist die Weltwirtschaft nahezu permanent von geopolitischen Brennpunkten und Eskalationsrisiken geprägt. **Genau diese latente Unsicherheit muss am Anleihemarkt laufend eingepreist werden.** Krieg ist für einzelne Länder zwar ein seltenes Ereignis, im Eintrittsfall jedoch der makrofinanzielle Worst Case: eine Multikrise aus fiskalischem Stress, steigenden Finanzierungskosten, erhöhter Ausfallwahrscheinlichkeit, Inflation sowie Störungen von Handel und Kapitalströmen. Hinzu kommt, dass bereits geopolitische Drohungen als hybride Instrumente ökonomischer Kriegsführung wirken können. Damit wird der Staatsanleihemarkt selbst Teil des geopolitischen Spielfelds. Für das traditionelle Verständnis von Staatsanleihen als vermeintlich stabilem Portfolioanker ist dies eine unbequeme, aber entscheidende Erkenntnis.

Die Gravitation der Knappheit: Golds struktureller Vorteil im neuen Makro-Regime

Das ewige Duell zwischen Gold und Anleihen war nur deshalb so lange ausgeglichen, weil es unter außergewöhnlich günstigen Voraussetzungen für Bonds ausgetragen wurde. **Die vergangenen vierzig Jahre waren das goldene Zeitalter der Disinflation.**

Die Rolle von Anleihen und Gold verschiebt sich in einem Makro-Regime, das von hoher Verschuldung, wiederkehrenden Inflationssorgen und geopolitischer Fragmentierung geprägt ist. In solchen Phasen wird nominale Sicherheit zunehmend teuer erkaufte: Bonds können ihren Nominalwert stabilisieren, verlieren aber real an Kaufkraft. Gold hingegen ist kein Versprechen eines Schuldners, sondern ein knapper, liquider Realwert ohne Gegenparteirisiko.

Der oberirdische Goldbestand beläuft sich laut **Daten des World Gold Councils** auf rund 220.000 t bzw. etwa 31 Bill. USD, wächst aber nur um rund 1,8 % pro Jahr. Gleichzeitig ist der Markt groß genug, um institutionelle Kapitalströme aufzunehmen: Der investierbare Goldmarkt umfasst rund 14 Bill. USD, davon etwa 9 Bill. USD in Barren, Münzen, ETFs und OTC-Beständen privater Investoren sowie rund 5 Bill. USD bei Zentralbanken und offiziellen Institutionen. Gold ist damit knapp, aber nicht illiquide, was eine einzigartige Kombination ist. **Die Gravitation dieser Knappheit lässt sich anhand der strukturellen Neubewertung auf der Nachfrageseite erkennen.**

„Gentlemen, you can't fight in here! This is the War Room!”

Dr. Strangelove

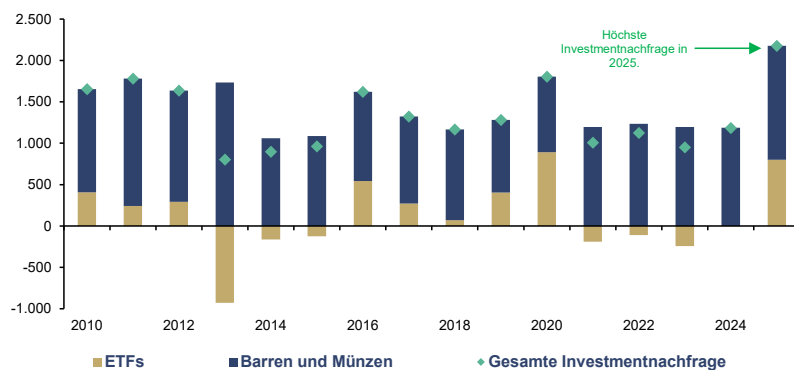
„This simple thought experiment made a deep impression on me. This led me to the theory of gravity.”

Albert Einstein

„The first lesson of economics is scarcity: There is never enough of anything to satisfy all those who want it. The first lesson of politics is to disregard the first lesson of economics.”

Thomas Sowell

ETF-, Barren- und Münzen-, und Gesamte Investmentnachfrage, in Tonnen, 2010–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

incrementum

Die gesamte Investmentnachfrage nach Gold erreichte 2025 mit 2.175 t den höchsten Wert der gesamten Zeitreihe seit 2010. Besonders erwähnenswert sind die neben der recht konstanten und unelastischen Barren- und Münznachfrage die wiedererstarkten ETF-Zuflüsse mit 800 t. Diese signalisieren, dass Gold nicht nur von langfristig orientierten Privatanlegern nachgefragt wird, sondern auch wieder stärker in

„Having a strategy suggests an ability to look up from the short term and the trivial to view the long term and the essential.”

Lawrence Freedman

Eine Goldallokation von 14 bis 18 % maximiert die Sharpe-Ratio. Jenseits von 18 % geht sie zurück.

den institutionellen Allokationsprozess zurückkehrt. **Gold wird also nicht mehr bloß gehortet, sondern strategisch reallokiert und remonetarisiert.**

Je stärker Schulden zum systemischen Limitierungsfaktor werden, desto problematischer wird der Anleihemarkt selbst.

Duration ist dann nicht mehr nur Zinswette und Krisenhedge, sondern implizit eine Wette auf politische Glaubwürdigkeit, Inflationsdisziplin und das Ausbleiben fiskalischer Übergriffigkeit. Darin liegt die strukturelle Aufwertung von Gold. **Schulden und Repression wirken nicht mechanisch auf den Goldpreis, wohl aber auf die gewünschte Goldquote im System.**

Alles eine Frage der Quote

Gold überschritt 2009 die Marke von 1.000 USD je Unze, erreichte bis 2011 1.900 USD, konsolidierte anschließend nahezu ein Jahrzehnt lang und durchbrach dann 2020 die Schwelle von 2.000 USD sowie 2024 jene von 2.500 USD. Jeder dieser Meilensteine ging mit einer entsprechenden – wenn auch oft verspäteten – Veränderung in der Art und Weise einher, wie die Research-Community über Goldallokationen nachzudenken begann.

Was die Empirie zeigt

„...the classic 60/40 portfolio works over very long periods but can disappoint badly when starting valuations are stretched. Since 1900 it returned about 4.7 % real, yet it also went through six weak stretches averaging 11 years, which frames today's case for a more valuation sensitive approach.“

GMO

Als Gold im Umfeld der Staatsschuldenängste der frühen 2010er-Jahre über 1.500 USD stieg, begannen einige wenige Stimmen, substanziellere Allokationen zu empfehlen. **Sprott empfahl 10 bis 15 %**, davon 10 % in physischem Gold und bis zu 5 % in goldnahen Instrumenten wie Minenaktien. **Van Vliet und Lohre** identifizierten 13 % als jene Allokation, bei der Gold über einen Anlagehorizont von zehn Jahren den Abwärtsrisiken am wirkungsvollsten entgegenwirkte.

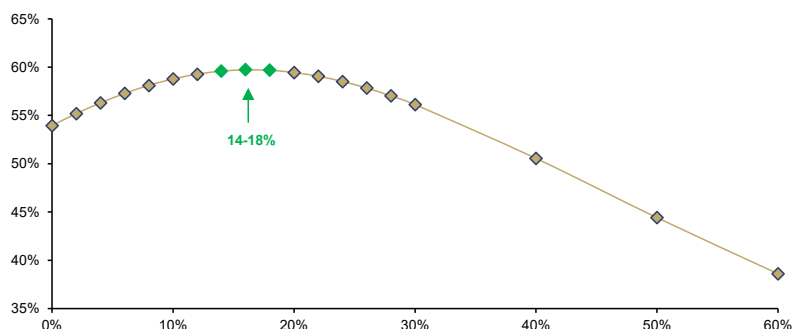
Das Scheitern des traditionellen 60/40-Portfolios im Jahr 2022 beschleunigte diese Neubewertung. **WisdomTree kam zu dem Ergebnis**, dass eine Goldallokation von 16 bis 19 % die risikoadjustierten Erträge maximiert. **Eine peer-reviewte Studie des Departments of Finance der Universität Zürich**, die den Zeitraum von 1972 bis 2024 abdeckt, kam zu dem Schluss, dass aktive Rebalancer 15 bis 27 % in Gold halten sollten. Dieselbe Studie zeigte zudem, dass die Marktkapitalisierung von Gold im Verhältnis zu globalen Aktien eine CAPM-konsistente Allokation von rund 12 % impliziert, was auf ein Modellportfolio von etwa 52 % Aktien, 35 % Anleihen und 12 % Gold hinausläuft. **Schweizer Haushalte hielten demgegenüber in der Praxis weniger als 1 % ihres Finanzvermögens in Gold.**

Die In Gold We Trust-Position

„Nullius in Verba.“
Lateinisches Sprichwort

Im August 2024 veröffentlichten wir die quantitative Analyse „**The Optimal Gold Allocation: How Much Gold Does Your Portfolio Need?**“. Grundlage waren monatliche Renditedaten von Januar 1970 bis April 2024 für Gold, den S&P 500 und 10-jährige US-Treasuries. **Die Analyse ergab, dass eine Goldallokation von 14 bis 18 % über diesen Zeitraum die Sharpe-Ratio in einem gemischten Aktien-Anleihen-Portfolio maximiert. Jenseits von 18 % ging die Sharpe-Ratio zurück.**

Optimale Gold-Allokation zur Maximierung risikoadjustierter Renditen: Gold-Allokation (x-Achse), und Sharpe-Ratio (y-Achse), 01/2010–04/2024



Quelle: Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG



Am oberen Rand des Spektrums erzielte eine Goldallokation von 40 % zwar die höchste annualisierte Performance im Datensatz, nämlich 9,75 % p.a., allerdings um den Preis deutlich höherer Volatilität und tieferer Drawdowns. Auf risikoadjustierter Basis wurde eine derart hohe Gewichtung daher nicht empfohlen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Performancekennzahlen über verschiedene Goldgewichtungen hinweg und verdeutlicht den Zielkonflikt zwischen Rendite, Volatilität und Drawdown.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im August 2024 lag unsere Empfehlung für das damalige Marktumfeld – geprägt von geopolitischen Spannungen, Rezessionsängsten, fiskalischer Erosion und steigender Schuldenlast – jedoch bei 25 %. Damit lag sie über sämtlichen Drittanbieter-Empfehlungen, die im selben Report zitiert wurden. Zur Einordnung: **Damals hielten 71 % der US-Investmentberater weniger als 1 % in Gold, und 75 % der befragten Manager wiesen nur minimale oder gar keine Goldexposures auf; keiner von ihnen lag über 10 %.**

„The risk now is that they may join the celebration when it is already in full swing, and by then, the price of admission could be much higher.“

In Gold We Trust-Special: „The Optimal Gold Allocation“

Optimale Gold-Allokation in einem Aktien-/Anleihen-Portfolio, 1970–2024

Gold-Allokation	Performance p.a.	Annualisierte Volatilität	Max. Drawdown	Sharpe-Ratio
0 %	9,37 %	8,28 %	-27,00 %	0,54
2 %	9,41 %	8,16 %	-26,38 %	0,55
4 %	9,44 %	8,05 %	-25,76 %	0,56
6 %	9,48 %	7,96 %	-25,13 %	0,57
8 %	9,51 %	7,89 %	-24,50 %	0,58
10 %	9,53 %	7,84 %	-23,87 %	0,59
12 %	9,56 %	7,82 %	-23,46 %	0,59
14 %	9,59 %	7,81 %	-23,07 %	0,60
16 %	9,61 %	7,83 %	-22,67 %	0,60
18 %	9,63 %	7,87 %	-22,28 %	0,60
20 %	9,65 %	7,92 %	-21,97 %	0,59
22 %	9,67 %	8,00 %	-22,10 %	0,59
24 %	9,69 %	8,10 %	-22,24 %	0,59
26 %	9,70 %	8,22 %	-22,37 %	0,58
28 %	9,71 %	8,35 %	-22,51 %	0,57
30 %	9,72 %	8,51 %	-22,65 %	0,56
40 %	9,75 %	9,49 %	-25,99 %	0,51
50 %	9,73 %	10,77 %	-31,55 %	0,44
60 %	9,66 %	12,25 %	-36,76 %	0,39

Quelle: Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG

Der Mainstream meldet sich zu Wort

Im Herbst 2025 begannen dann namhafte Investoren, explizite Allokationsempfehlungen auszusprechen. Jeffrey Gundlach von *DoubleLine* empfahl 25 % und bezeichnete diese Gewichtung als „not excessive“. Michael Hartnett von der *Bank of America* schlug eine gleichgewichtete Aufteilung auf Aktien, Anleihen, Cash und Gold vor – jeweils 25 %. Ray Dalio empfahl 15 % als „storehold of wealth“ in einem Umfeld, das er mit den frühen 1970er-Jahren verglich. Jamie Dimon wiederum erklärte, es sei „semi-rational“, Gold im Portfolio zu halten.

» *With de-globalization, great power rivalry, and unconstrained fiscal and monetary policy, the 50-50 balanced fund that worked for 30 years is now dead. The new default: 60 % equity, 20 % precious metals, 20 % energy.*
Louis-Vincent Gave

Zur selben Zeit legte Mike Wilson, Chief Investment Officer von Morgan Stanley, ein 60/20/20-Modell vor: 60 % Aktien, 20 % Anleihen und 20 % Gold. Wilson argumentierte, dass Anleihen ihren Status als sicherer Hafen verloren hätten und verwies darauf, dass institutionelle Goldallokationen im Durchschnitt weiterhin lediglich bei 0,5 bis 2 % liegen.

All dies geschah mehr als ein Jahr, nachdem wir unsere Analysen zur optimalen Gold-Allokation und zum neuen 60/40-Portfolio veröffentlichten. Sowohl Gundlachs 25 % und Dalios 15 % als auch die 20 % von Morgan Stanley liegen sämtlich innerhalb des damals abgesteckten Korridors zur empfohlenen Gold-Quote.

Die Gold-Allokation institutioneller Investoren

Pensionskassen

Die institutionelle Bewegung hin zu Gold beschränkt sich nicht auf namentlich bekannte Investoren und große Asset Manager. Auch Pensionskassen – unter den konservativsten Kapitalallokatoren überhaupt – bewegen sich in diese Richtung, und das Schweizer Pensionssystem bietet den wohl klarsten Einblick in diesen Trend.

Laut der Beratungsgesellschaft *Complementa* allokieren Schweizer Pensionskassen, die Gold halten, typischerweise zwischen 3 und 5 % ihres Gesamtvermögens, während der Durchschnitt über alle Schweizer Pensionskassen hinweg weiterhin nahe bei 1 % liegt. Mehrere namentlich bekannte Einrichtungen haben ihre Goldpositionen in den vergangenen Jahren aufgebaut oder ausgebaut. Publica, die Schweizer Pensionskasse des Bundes mit einem Vermögen von 42,5 Mrd. CHF, erhöhte ihre Goldallokation 2024 von 2,6 % auf 3,5 %, wobei rund 80 % physisch und 20 % über Swaps gehalten werden. PKBS, die Pensionskasse der Stadt Basel, und Compenswiss streben jeweils eine Goldallokation von 3 % an.

Die Studie des *World Gold Councils* zu Schweizer Pensionskassen vom August 2024 liefert hierzu einen nützlichen quantitativen Kontext: Eine Allokation von 5 % in Gold senkt das erforderliche Reserveverfordernis für Schweizer Pensionskassen von 14,8 % auf 13,8 %, während die erwarteten Renditen weitgehend stabil bleiben. Das Argument für Gold besteht dabei nicht darin, Performance zu jagen. Es geht um strukturelle Resilienz.

Auch über die Schweiz hinaus verschiebt sich die Stimmung unter institutionellen Investoren in dieselbe Richtung. Eine Umfrage von *NTree International* unter 150 europäischen institutionellen Investoren ergab, dass 67 % beabsichtigen, ihre Rohstoffallokation zu erhöhen, wobei Gold mit 73 % die mit Abstand bevorzugte Rohstoffkategorie darstellt. Die Analyse von *State Street* aus dem Jahr 2025 zu öffentlichen Pensionsfonds dokumentiert, dass der Anteil alternativer Anlagen von 11 % des Vermögens im Jahr 2008 auf 23 % im Jahr 2024 gestiegen ist – ein Trend, der eine breitere institutionelle Bereitschaft widerspiegelt, sich über traditionelle Aktien- und Anleiheportfolios hinaus zu bewegen.

Die strukturell vielleicht bedeutendste Entwicklung könnte jedoch in Indien stattfinden. Im Dezember 2025 veröffentlichte die indische *Pension Fund Regulatory and Development Authority* neue Anlagerichtlinien, die es Fonds des National Pension Systems erstmals erlauben, bis zu 5 % des Vermögens in Gold- und Silber-ETFs zu investieren.

Bei einem verwalteten Vermögen des NPS von rund 16 Bill. INR gegen Ende 2025, was einem Gegenwert von etwa 170 Mrd. USD entspricht, stellt selbst eine moderate Allokation einen bedeutenden neuen Kanal institutioneller Nachfrage dar.

Family Offices

Das Bild bei Family Offices spiegelt die Daten zu Pensionskassen in einem zentralen Punkt wider: **Die Lücke zwischen den artikulierten makroökonomischen Sorgen und den tatsächlichen Goldallokationen ist weiterhin groß. Sie beginnt sich jedoch zu schließen.**

Der *Goldman Sachs 2025 Family Office Investment Insights Report*, der 245 Family Offices mit einem durchschnittlichen Nettovermögen von mindestens 1 Mrd. USD erfasst, zeigt, dass Rohstoffallokationen seit 2023 stabil bei 1 % liegen. Geopolitische Konflikte rangierten dabei als größtes Anlagerisiko und wurden von 61 % der Befragten genannt. Gold erscheint in dem Report primär als Absicherung gegen Tail-Risiken; einige Family Offices erhöhten ihre Allokationen in Gold und andere Sachwerte im Zuge geografischer Diversifikation. Das Gesamtbild ist jedoch eher eines der Stabilität als jenes einer breiteren Umschichtung.

Der *UBS Global Family Office Report 2025*, der auf 317 Family Offices mit einem durchschnittlichen Nettovermögen von 2,7 Mrd. USD basiert, kommt zum Schluss, dass Gold und Edelmetalle weltweit im Schnitt 2 % der Portfolios ausmachen – nach 1 % im Jahr 2023. Noch bemerkenswerter ist, dass 21 % der Family Offices angaben, ihre Edelmetallallokation in den kommenden fünf Jahren signifikant oder moderat erhöhen zu wollen – der höchste geplante Anstieg über sämtliche Anlageklassen hinweg in der Umfrage. Der UBS-Leiter der Portfoliostrategie betonte zudem, dass die durchschnittliche Goldallokation von 2 % im Laufe des Jahres 2025 voraussichtlich weiter steigen werde.

Die *WisdomTree 2025 European Investor Survey*, die 802 Teilnehmer umfasste, ergab, dass Gold als wichtigster sicherer Hafen wahrgenommen wird: 41 % der Befragten nannten es als bevorzugten Wertspeicher – noch vor Bitcoin und dem US-Dollar. Die durchschnittliche Goldallokation der Teilnehmer lag bei 5,7 %, ein Wert, der laut Studie den Beständen in Staatsanleihen entwickelter Märkte entsprach.

Der *JPMorgan 2026 Global Family Office Report*, der 333 Single Family Offices aus 30 Ländern mit einem durchschnittlichen Nettovermögen von 1,6 Mrd. USD abdeckt, bringt das zentrale Paradox auf den Punkt: Inflation zählt zu den größten Anlagesorgen, doch das Kapital fließt eher in Macro-Hedgefonds und Infrastruktur als in Gold. **72 % der in dieser Studie erfassten Family Offices hielten überhaupt kein Gold; unter jenen, die Gold hielten, lag die durchschnittliche Allokation bei lediglich 0,9 %.** Die Sorge ist vorhanden. Die entsprechende Allokationsreaktion ist es in den meisten Fällen noch nicht.

Eine andere Erhebung bestätigt dieses Muster. Der *RBC and Campden Wealth 2025 North America Family Office Report*, der 317 Family Offices mit einem gemeinsamen Vermögen von 285 Mrd. USD umfasst, zeigt, dass Inflation zu den Hauptsorgen der Befragten zählt, Gold jedoch weiterhin nicht als bevorzugtes Reaktionsinstrument genannt wird. 48 % gaben an, ihre Liquidität verbessern zu wollen, und 33 % reduzierten aktiv Risiken, während Kapital weiterhin in KI, Verteidigung und die *Magnificent Seven* floss.

Wenn die Umlaufbahn der Allokation langsam kippt

Anfang 2025 hatte Gold die Marke von 3.000 USD je Unze überschritten und markierte in einer Häufigkeit neue Allzeithochs, wie sie zuletzt im Bullenmarkt der 1970er-Jahre zu beobachten war. Geopolitik rangiert weltweit als Anlagerisiko Nummer eins und dennoch liegen die Goldbestände im privaten Investorenbereich auf einem überschaubaren Niveau.

„Family offices are signaling confidence in long-term growth while remaining disciplined in their approach.“

Sara Naison-Tarajano, Goldman Sachs, 2025

„Accomplish great things when they are small. Handle what is going to be rough when it is still smooth.“

Lao Tzu

„Deep doubts, deep wisdom; small doubts, little wisdom.“

Chinesisches Sprichwort



GROWING WEST AFRICAN GOLD PRODUCER

TSX-V:ASE | GSE:ASG | OTCQX:ASGOF

www.asantegold.com

Die institutionelle Verschiebung ist, wenn auch langsam, bereits sichtbar. BlackRock verankert Gold in seinem 2026 *Investment Outlook* als zentralen Diversifikator neben Hedgefonds und Private Markets und verweist darauf, dass traditionelle Diversifikatoren wie langlaufende US-Treasuries nicht länger denselben Portfolio-Puffer bieten wie früher. Goldman Sachs hat sein Kursziel für Gold bis Ende 2026 auf 5.400 USD angehoben, nachdem es im Januar 2026 noch bei 4.900 USD gelegen hatte.

Michael Widmer, Head of Metals Research bei Bank of America, prognostizierte für 2026 einen durchschnittlichen Goldpreis von 4.538 USD und ein Überschreiten von 5.000 USD im Jahresverlauf. Er betonte dabei, dass sowohl Zentralbanken als auch institutionelle Portfolios von einer stärkeren Golddiversifikation profitieren. Citi hob sein kurzfristiges Ziel auf 5.000 USD an und verwies auf erhöhte geopolitische Risiken, Knappheiten am physischen Markt und erneute Unsicherheit hinsichtlich der Unabhängigkeit der Federal Reserve. JPMorgan, UBS und Deutsche Bank haben ihre Kursziele für 2026 inzwischen auf 6.300, 6.200 bzw. 6.000 USD je Unze angehoben.

„Whether a central bank portfolio or institutional portfolio, they can benefit from diversification into gold.“

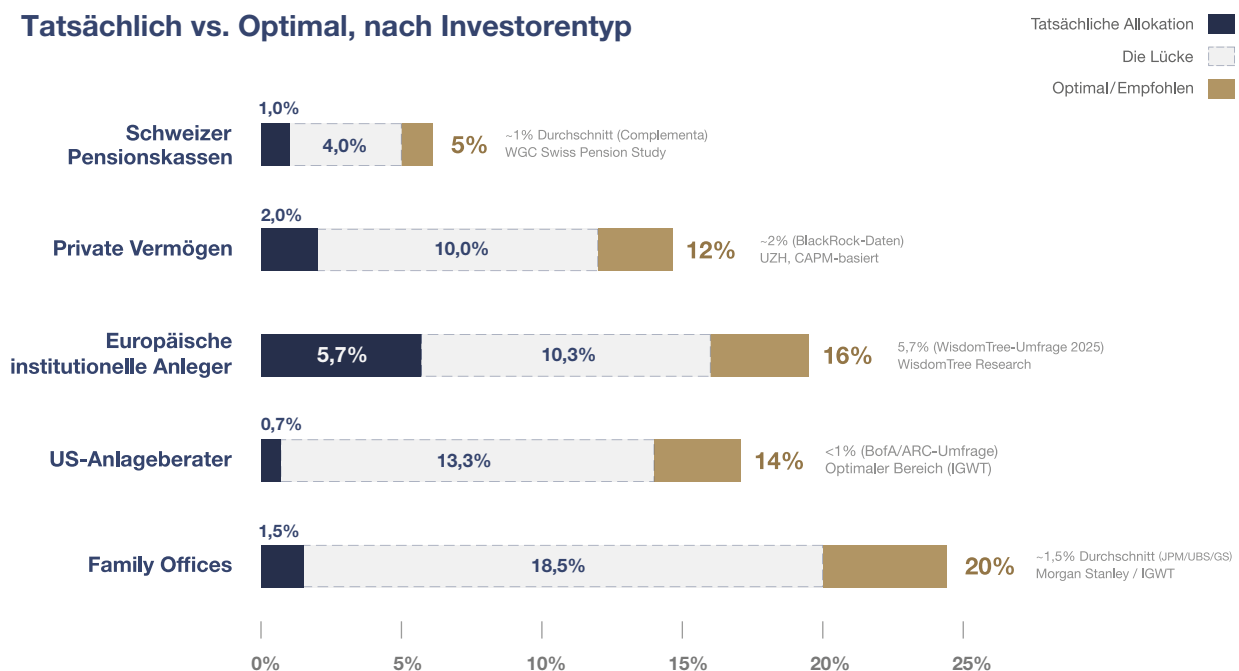
Michael Widmer, Bank of America, 2026

Die Zentralbanken waren Pensionskassen, Family Offices und auch vielen Privatinvestoren in dieser Neubewertung voraus, wie Daten des World Gold Councils belegen. Im Jahr 2025 kauften sie 863 t Gold, und ein Rekordwert von 43 % der Zentralbanken plant, die Reserven in den kommenden zwölf Monaten weiter aufzustocken – nach 29 % im Jahr 2024. Mittlerweile erwarten 95 % der Zentralbanken, dass der Goldanteil an den globalen Reserven in den kommenden fünf Jahren weiter steigen wird – verglichen mit 81 % im Jahr 2024 und 52 % im Jahr 2021. Die gesamte Goldnachfrage überstieg 2025 erstmals in der aufgezeichneten Geschichte die Schwelle von 5.000 t. Damit erreichte sie einen Gegenwert von 555 Mrd. USD, was einem Anstieg von 45 % gegenüber dem Vorjahr entspricht.

Jeder Prozentpunkt zwischen dem, was die Evidenz nahelegt, und dem, was Portfolios tatsächlich halten, ist Kapital, das sich noch auf dem Weg befindet. Gold kehrt nicht ins Geld zurück. Unserer Ansicht nach hat es dieses nie verlassen. Die Frage ist nicht, ob die Portfolios aufholen. Die Frage ist, wann.

Die Allokationslücke

Tatsächlich vs. Optimal, nach Investorentyp



Quelle: Optimal: IGWT Special (Aug 2024); Morgan Stanley Wilson (Okt 2025); WGC Swiss Pension Study (Aug 2024); WisdomTree Research; UZH Hens & Amstein (Jan 2025). Tatsächlich: JPMorgan 2026 FO Report; UBS GFO 2025; Goldman Sachs FO 2025; Complementa; WisdomTree European Investor Survey 2025. Chart: MiningVisuals, Incrementum AG

IGWT Gold Allocation 2045 Model

» *My favourite thing to remember is the future.*

Salvador Dali

Ein seriöser 20-Jahres-Ausblick braucht keine exakten Punktprognosen für Goldpreis oder Renditen. Er braucht Richtungskräfte, die robust genug sind, um die Wahrscheinlichkeitsgewichte unterschiedlicher Szenarien zu verschieben. Wer vor 20 Jahren, beim *ersten In Gold We Trust-Report*, auf die reine Mathematik der Schulden, die Geologie der Goldförderung oder die Demographie des Westens blickte, wurde von der Realität nicht überrascht, sondern bestätigt.

Anlässlich unseres Jubiläums – dem Entwachsen des *In Gold We Trust*-Reports aus dem Teenageralter – wagen wir eine 20-Jahres-Projektion. Im Zentrum steht die Frage, welcher Anteil des globalen liquiden Vermögens bis Ende 2045 plausiblerweise in Gold allokiert werden könnte – und welche Größenordnung sich daraus für Goldmarktkapitalisierung und Goldpreis ergibt.

Unser *IGWT Gold Allocation 2045 Model* basiert auf einer bewusst einfachen Gleichung:

$$\text{Goldpreis} = \frac{\text{Globales liquides Vermögen} \times \text{Ziel-Allokation}}{\text{Investment-Goldbestand}}$$

Diese Formel trennt drei Ebenen sauber voneinander.

- Das globale liquide Vermögen definiert den potenziellen Kapitalpool.
- Der Investment-Goldbestand definiert die physische Angebotsbasis.
- Die Ziel-Allokation ist die entscheidende makroökonomische Variable. Sie wird durch jene Richtungskräfte beeinflusst, die das neue Makro-Regime prägen und ist eine Funktion aus Demographie, BIP-Entwicklung, Schulden, Geopolitik, Kriegswirtschaft, Währungsfragmentierung und De-Dollarization.

Die Trägheitsfaktoren hinter der Goldquote

» *People often overestimate what will happen in the next two years and underestimate what will happen in ten.*

Bill Gates

Für die Ziel-Allokation unterscheiden wir zwischen Faktoren hoher, mittlerer und niedriger Trägheit. Einige Entwicklungen gleichen einem schweren Ozeandampfer: Selbst bei einer Vollbremsung laufen sie noch kilometerweit geradeaus. **Dazu zählen Demographie, Goldgeologie und Schuldendynamik.** Andere Entwicklungen ähneln Tankern: Sie können ihren Kurs ändern, aber nur langsam. **Dazu gehören BIP-Machtverschiebungen, De-Dollarization und geopolitische Spannungen.** Schließlich gibt es Schnellboote – politische und technologische Weichenstellungen wie **KI oder die Entwicklung von CBDCs**, die schneller drehen können, deren Richtung aber offener ist.

Für ein 20-Jahres-Modell sind vor allem die Ozeandampfer und Tanker entscheidend. **Sie bestimmen nicht den Goldpreis von morgen, doch sie verschieben die Wahrscheinlichkeit, dass die Goldquote des globalen liquiden Vermögens künftig höher liegt als heute.**

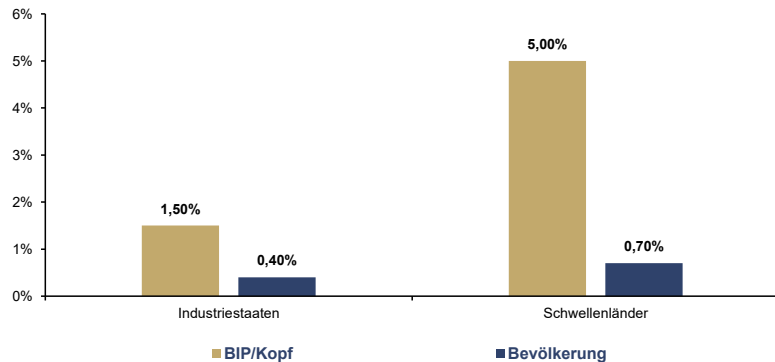
Demographie und BIP-Entwicklung

Die demografische und ökonomische Landkarte der kommenden Jahrzehnte spricht für eine strukturelle Verschiebung der globalen Wachstumskräfte. Der folgende Chart zeigt diese Makro-Schere bereits in der vergangenen Dekade. Zwischen 2015 und 2025 wuchs das BIP pro Kopf in den Schwellenländern mit einer 10-Jahres-CAGR von rund 5,0 %, während die Bevölkerung um 0,7 % pro Jahr zunahm. In den Industriestaaten lag das BIP-pro-Kopf-Wachstum hingegen bei lediglich 1,5 %, das Bevölkerungswachstum bei 0,4 %. **Die Schwellenländer wuchsen damit nicht nur schneller, sondern kombinierten Einkommenskonvergenz mit einem weiterhin positiven demografischen Beitrag.**

» *Mars needs people.*

Elon Musk

10-Jahres-CAGR des BIP/Kopf, und der Bevölkerung in Industriestaaten und Schwellenländern, 2015–2025



Quelle: worlddeconomics.com, Incrementum AG

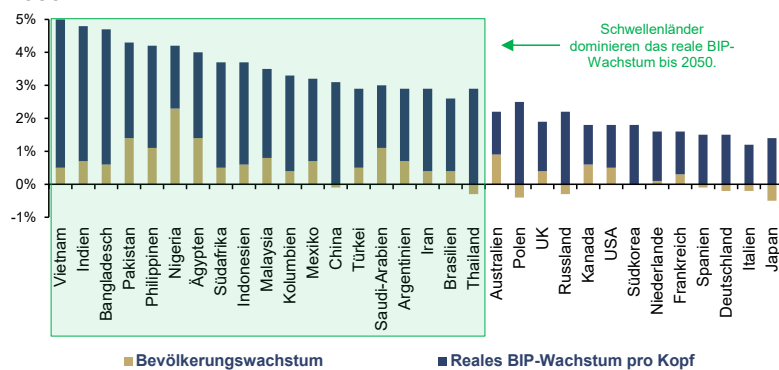


Der zweite Chart verlängert diese Logik bis 2050. In den PwC-Projektionen zu den langfristigen Wachstumstreibern dominieren unter den Ländern mit den höchsten erwarteten realen BIP-Wachstumsraten klar die Schwellenländer. Besonders auffällig ist, dass das Wachstum häufig aus zwei Quellen gespeist wird, einerseits aus einer positiven Bevölkerungsdynamik und andererseits aus steigendem realem BIP pro Kopf. Zugleich erwartet PwC für einige Industriestaaten wie Japan und Deutschland bis 2050 ein negatives Bevölkerungswachstum, wodurch sich der demografische Altersschnitt langsam weg vom Open-Air-Rave in Richtung Opern-Premiere verschiebt. Damit öffnet sich die makroökonomische Schere nicht nur zwischen Wachstum und Stagnation, sondern auch zwischen demografischer Expansion und demografischer Belastung.

„God Save the Rave!

Scooter

Beiträge zum prognostizierten realen BIP-Wachstum nach KKP bis 2050



Quelle: PwC, Incrementum AG



Für Gold ist diese Entwicklung doppelt relevant. Einerseits erhöht die Alterung in den Industriestaaten den strukturellen Ausgabendruck auf Staatshaushalte. Pensionen, Gesundheit und Pflege werden zu dauerhaften fiskalischen Lasten. Andererseits wächst die Bevölkerung und die Kaufkraft tendenziell stärker in Regionen, in denen Gold traditionell eine größere Rolle als privater Wertspeicher spielt. **Demographie und Wirtschaftswachstum wirken damit nicht nur über Schulden und Staatsausgaben auf die Goldquote, sondern auch über die langfristige private Nachfragebasis.**

„The dominant factor for business in the next two decades – absent war, pestilence, or collision with a comet – is not going to be economics or technology. It will be demographics.

Peter Drucker

Schulden und Defizite

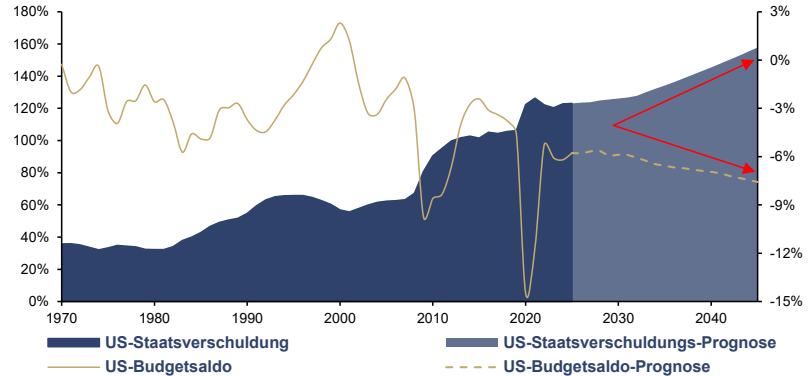
Ein zweiter Trend mit hoher Trägheit ist der Schuldenpfad. Die US-Schuldenquote steigt laut Congressional Budget Office von aktuell 123,1 % bis Ende 2045 weiter in Richtung 160 % des BIP, während das Haushaltsdefizit von aktuell rund 5,8 % auf etwa 7,6 %

„I am the king of debt. I am great with debt. Nobody knows debt better than me.

Donald Trump

des BIP zulegen soll. Auch die Finanzierungskosten entwickeln sich in eine problematische Richtung. Die Zinskosten von rund 3,3 % im Jahr 2026 steigen auf etwa 5,6 % bis Ende 2045.

US-Staatsverschuldung (lhs), und US-Budgetsaldo (rhs), in % des BIP, 1970–2045



incrementum

„This surface-level stability masks deeper structural developments that may be adding to risks, which could crystallise suddenly if current macro-trends continue.“

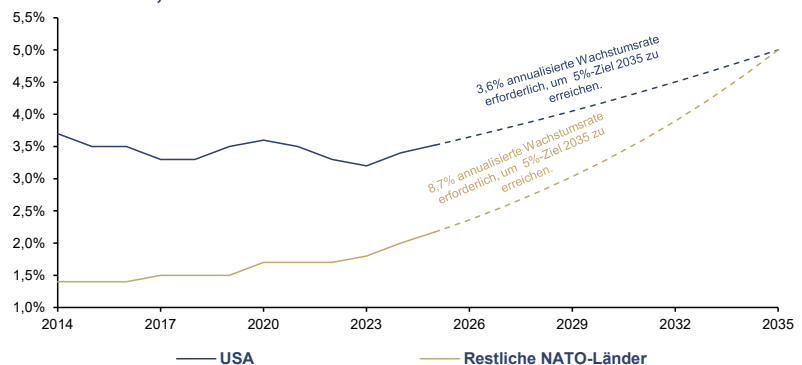
Carmine Di Noia, OECD

Diese Entwicklung ist jedoch kein rein US-amerikanisches Phänomen. Laut IWF lag die globale Verschuldung 2024 bei rund 251 Bill. USD bzw. weiterhin bei etwas über 235 % des globalen BIP. Damit verändert sich die Rolle von Staatsanleihen. Sie bleiben das zentrale Refinanzierungsinstrument des Staates, verlieren aber einen Teil ihrer Eigenschaft als unpolitischer Portfolioanker. Für die Goldquote ist dies eine positive Entwicklung, denn je stärker die Schuldentragfähigkeit von negativen oder gedeckelten Realzinsen abhängt, desto höher wird der strategische Wert eines Vermögenswerts, der keine Forderung gegenüber einem Schuldner darstellt.

Geopolitik und Kriegswirtschaft

Aufgrund der geopolitischen Eskalation und der Rückkehr militärischer Abschreckung ins Zentrum westlicher Sicherheitspolitik haben sich die NATO-Mitglieder beim Gipfel in Den Haag im Juni 2025 auf ein neues 5 %-Ziel bis 2035 verständigt. Die USA bewegen sich bereits auf einem hohen Niveau, während die übrigen NATO-Länder deutlich aufholen müssten, um das anvisierte 5 %-Ziel bis 2035 zu erreichen. Dafür wäre eine annualisierte Wachstumsrate der Verteidigungsausgaben von rund 8,7 % bei den restlichen NATO-Ländern erforderlich. Für die USA wären es rund 3,6 %.

Verteidigungsausgaben der USA und der restlichen NATO-Länder, in % des BIP, 2014–2035



incrementum

„Der Krieg ist eine bloße Fortsetzung der Politik mit anderen Mitteln.“

Carl von Clausewitz

Ob das 5 %-Ziel exakt erreicht wird, ist für die Modelllogik zweitrangig. Entscheidend ist der übergeordnete Trend. Sicherheit wird wieder fiskalisch relevant. Kriegswirtschaft bedeutet höhere staatliche Nachfrage, potenzielle Angebots- und Energiepreisschocks, steigenden Refinanzierungsbedarf und eine höhere Risikoprämie auf Kapitalströme. Es muss nicht erst zur Eskalation kommen, damit die Finanzmärkte reagieren. Schon geopolitische Drohkulissen können Risikoprämien verschieben, wie im Verlauf des Kapitels bereits erklärt wurde. **Für Anleihen ist dies Gegenwind. Für Gold ist es ein struktureller Nachfrageimpuls, der für eine steigende Goldquote spricht.**

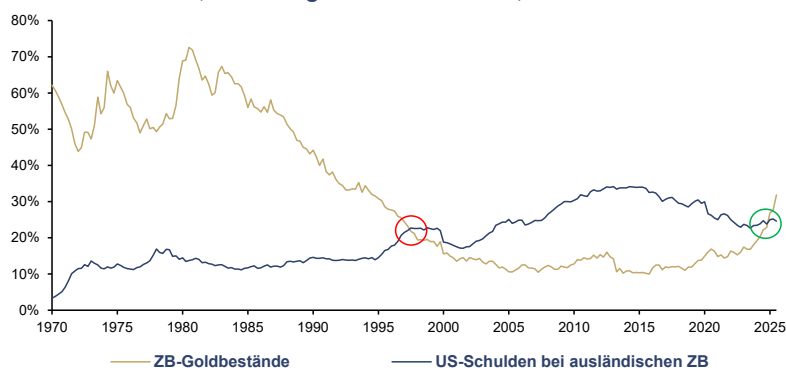
Demographie wirkt doppelt: Sie treibt die Staatsausgaben in den Industriestaaten — und stärkt die private Goldnachfrage in den Schwellenländern.

Reservefragmentierung und De-Dollarization

Reservefragmentierung und De-Dollarization sind längst keine theoretischen Debatten mehr, sondern in den Bilanzen der Zentralbanken sichtbar. Der US-Dollar bleibt das dominante Reserveasset, doch seine Exklusivität nimmt ab.

So ist der Anteil von US-Anleihen bei ausländischen Zentralbanken seit Mitte der 2010er-Jahre rückläufig. Gleichzeitig steigt der Goldanteil an den Währungsreserven deutlich an. Das World Gold Council beziffert die offiziellen Goldbestände Ende 2025 auf knapp 39.000 t bzw. rund 5 Bill. USD, was etwa 26 % der global allokierten Reserven entspricht.

ZB-Goldbestände, in % der Währungsreserven, und US-Schulden bei ausländischen ZB, in % der gesamten Schulden, Q1/1970–Q3/2025



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



Gold ist für Zentralbanken in einer fragmentierten Weltordnung attraktiv, weil es keinen Emittenten hat, kein Ausfallrisiko trägt, keine Duration besitzt und nicht von der politischen Verlässlichkeit eines anderen Staates abhängt. Deshalb ist die deutlich strategischere und trägere Zentralbanknachfrage anders zu interpretieren als ETF-Flows oder kurzfristige Futures-Positionierung.

„Gold is held by central banks primarily for diversification purposes but also to hedge against geopolitical risk.“

ECB

Für unser Modell ist diese Entwicklung aus zwei Gründen relevant. Erstens wirkt sie endogen über den Preiskanal direkt auf die physische Nachfrage nach Gold. Laut JPMorgan hat bereits ein zusätzlicher jährlicher Nachfrageimpuls von rund 600 t durch Zentralbanken seit 2022 wesentlich zur Goldpreisrally beigetragen. Zweitens wirkt sie indirekt über den Signalkanal. **Wenn offizielle Institutionen Gold als Reserveanker aufwerten, senkt dies die intellektuelle Hürde für Investoren, Gold nicht mehr nur als Krisenversicherung, sondern als strukturelle Allokation zu betrachten.**

Die zwei Modellvariablen außerhalb der Quote

Die bisher beschriebenen Faktoren wirken primär auf die Ziel-Allokation. Sie beantworten die Frage, wie hoch die Goldquote des globalen liquiden Vermögens in unterschiedlichen Makro-Szenarien sein könnte.

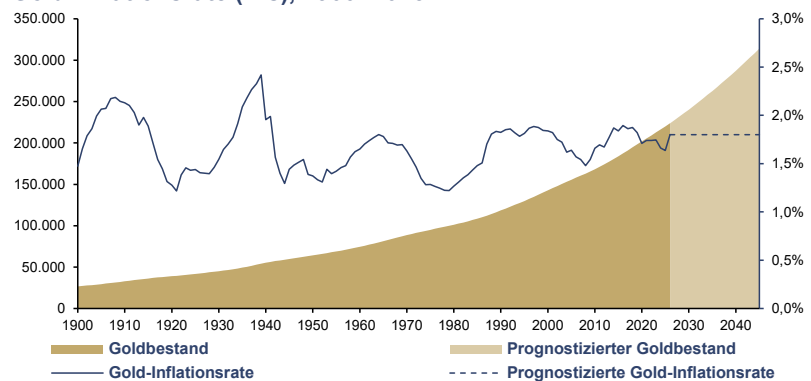
Zwei weitere Größen sind davon zu trennen: der Investment-Goldbestand und das globale liquide Vermögen. Sie bestimmen nicht die Goldquote selbst, sondern die Preisdynamik, die aus einer bestimmten Goldquote folgt.

Investment-Goldbestand

Die Angebotsseite des Modells ist von physikalischer Trägheit geprägt, da Gold kein beliebig skalierbarer Markt ist. Der oberirdische Goldbestand wächst nur langsam. Neue große Funde werden seltener, Genehmigungsverfahren dauern länger, Förderkosten steigen, und die Goldproduktion lässt sich nicht per Knopfdruck ausweiten.

Die durchschnittliche Inflationsrate des oberirdischen Goldbestands lag in den vergangenen zehn Jahren bei 1,8 % und seit 1900 bei rund 1,7 %. Die geologische Ausweitung des Goldangebots verläuft damit über sehr lange Zeiträume stabil. **Für die Projektion bis Ende 2045 unterstellen wir daher eine konstante jährliche Gold-Inflationsrate von 1,8 %, d. h. den Durchschnitt der vergangenen Dekade.**

Oberirdischer Goldbestand (lhs), in Tonnen, und Gold-Inflationsrate (rhs), 1900–2045



Quelle: USGS, World Gold Council, Incrementum AG

 incrementum

» *Mining is like a search-and-destroy mission.*

Stewart Udall

» *It's time to get back out in the field and start drilling!*

Richard Schodde

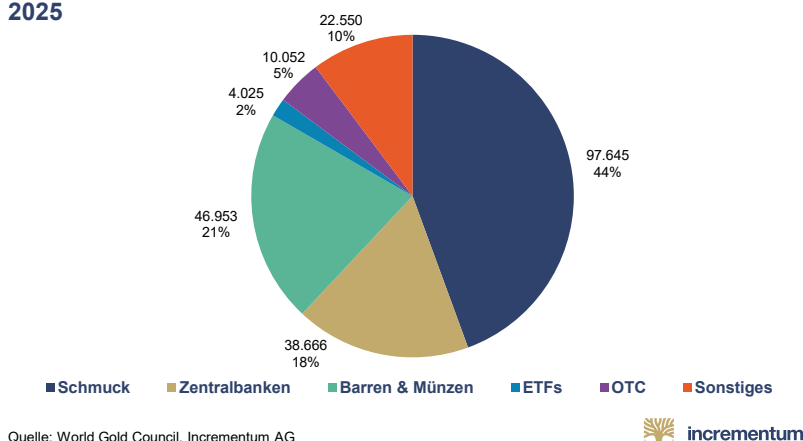
Ausgehend von aktuell knapp 220.000 t Gold per Ende 2025 nach Angaben des World Gold Councils ergibt sich bis Ende 2045 ein zusätzlicher Bestand von nahezu 100.000 t. **Der oberirdische Goldbestand würde damit auf etwa 314.000 t ansteigen.**

Für unsere Modellrechnung ist jedoch nicht der gesamte oberirdische Goldbestand entscheidend, sondern jener Teil, der von privaten und institutionellen Investoren gehalten wird. Dazu zählen:

- Barren und Münzen,
- physisch gedeckte ETFs und
- OTC-Investmentbestände.

Per Dezember 2025 entfallen 21,4 % des Gesamtbestands auf Barren und Münzen, 1,8 % auf physisch gedeckte ETFs und 4,6 % auf OTC-Investmentbestände. **In Summe entspricht das 27,8 % des oberirdischen Goldbestands beziehungsweise rund 61.000 t Gold, die sich derzeit in den Händen privater und institutioneller Investoren befinden.**

Oberirdischer Goldbestand nach Verwendungszweck, in Tonnen, 2025



Auffällig ist, dass dieser Investmentanteil über die vergangenen 15 Jahre stetig gewachsen ist. Zwischen 2010 und 2025 stieg der Anteil des Investment-Goldes von 22,2 % auf 27,8 %. Das entspricht einer annualisierten Wachstumsrate von 1,5 %. Unterstellen wir, dass sich dieser Trend bis Ende 2045 fortsetzt und ein wachsender Teil des Goldbestands in investimentrelevante Kategorien übergeht, dann erhöht sich der Anteil des Investment-Goldes bis Ende 2045 auf rund 37,4 %. **In diesem Fall würden Investoren bis zum Jahr 2045 etwa 118.000 t Gold halten und damit fast doppelt so viel wie heute.**

Mögliche Rückkopplungseffekte einer höheren Goldquote berücksichtigen wir aus Gründen der Modellklarheit bewusst nicht. Einerseits wäre plausibel, dass ein steigender Goldpreis bzw. eine höhere Goldquote im globalen liquiden Vermögen den Investmentanteil erhöht, weil Gold stärker als strategische Allokation wahrgenommen wird. Andererseits ist dieser Zusammenhang kein sauberer Ceteris-paribus-Effekt: Eine stärkere Nachfrage der Notenbanken oder eine robuste Schmucknachfrage können die Verteilung des oberirdischen Goldbestands ebenfalls beeinflussen. Die historischen Daten liefern dafür auch keinen zwingenden Anlass. So ist etwa zwischen 2010 und 2015 die Goldquote am globalen liquiden Vermögen gesunken, während der Anteil von Investment-Gold am gesamten Goldbestand gestiegen ist. Die Bestandsverschiebung zugunsten von Investment-Gold scheint somit nicht ausschließlich vom kurzfristigen Goldpreis oder der aktuellen Goldquote abhängig zu sein, **sondern liegt viel mehr einer längerfristigen Remonetarisierung bzw. Finanzialisierung des Goldbestands zugrunde.**

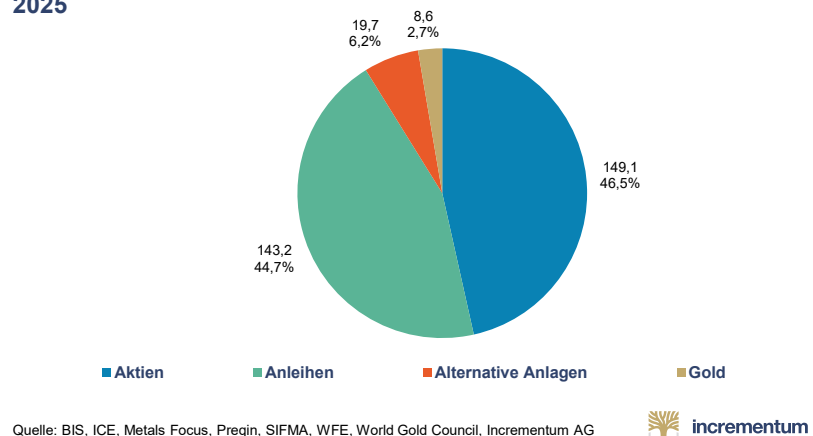
Globales liquides Vermögen

Das globale liquide Vermögen bildet den Kapitalpool, aus dem eine strategische Goldallokation gespeist werden kann. Wir orientieren uns bei der Abgrenzung des globalen liquiden Vermögens am World Gold Council, nach dem das Vermögen neben Gold aus Anleihen, Aktien und alternativen Assets besteht. Per Ende 2025 beläuft sich das globale liquide Vermögen auf rund 321 Bill. USD. Innerhalb dieses Anlageuniversums nimmt Gold bislang nur eine Randstellung ein. **Das von Investoren gehaltene Gold macht laut WGC lediglich 2,7 % aus.** Demgegenüber entfallen 46,5 % auf Aktien, 44,7 % auf Anleihen und 6,2 % auf alternative Anlagen.

„When you have money, think of the time when you had none.“

Japanisches Sprichwort

Zusammensetzung des globalen liquiden Vermögens, in Bill. USD, 2025

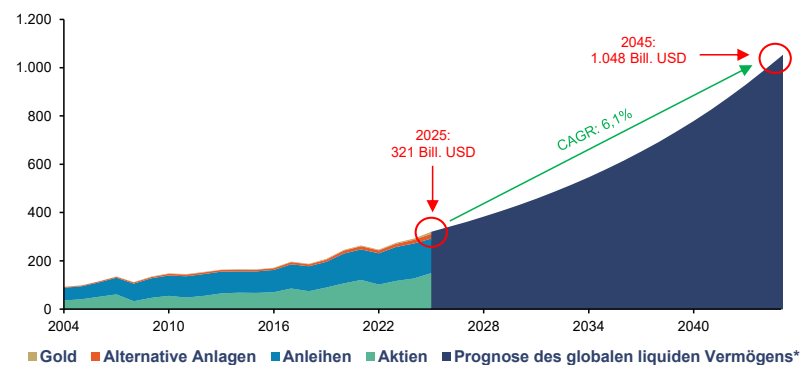


„The ability to simplify means to eliminate the unnecessary so that the necessary may speak.“

Hans Hofmann

Für die Projektion bis Ende 2045 ist die zentrale Variable naturgemäß das Wachstum des gesamten Vermögenspools. Ex ante lässt sich dieses nicht mit Sicherheit bestimmen. Historisch gab es immer wieder Phasen deutlicher Vermögensverluste, sodass jede Fortschreibung eine Annahme bleiben muss. Als Ausgangspunkt für die Projektion des globalen liquiden Vermögens bietet sich daher ein nüchterner Blick auf die langfristige Entwicklung an. **Im Zeitraum von 2004 bis 2025 wuchs das globale liquide Vermögen mit einer CAGR von rund 6,1 %.** Dieses Tempo erscheint nicht überzogen. Zum Vergleich lag die CAGR der globalen M2-Geldmenge seit 2000 bei 6,8 %, jene der USA bei 6,2 %. Die unterstellte Fortschreibung des bisherigen Trends bewegt sich damit in einem Rahmen, der monetär gut verankert ist.

Globales liquides Vermögen, in USD, 2004–2045



Unter der Annahme einer weiteren Expansion des globalen liquiden Vermögens mit 6,1 % pro Jahr würde der investierbare Kapitalpool bis Ende 2045 auf rund 1.048 Bill. USD anwachsen. Die absolute Größenordnung ist dabei weniger entscheidend als die Implikation, die sich daraus für Gold ergibt.

„The so-called nouvelle cuisine usually means not enough on your plate and too much on your bill.“

Paul Bocuse

Der Goldbestand wächst in berechenbarer Weise, aber nur mit geologischer Trägheit. Darin liegt der zentrale Punkt. Im Vergleich zum physischen Goldangebot, das wie ein Degustationsmenü mit fixen Gängen wirkt, verhält sich der globale Kapitalpool wie ein All-you-can-eat-Buffer, bei dem immer wieder nachgelegt wird, sobald die Teller leer sind. **Wenn das globale liquide Vermögen wächst, steigt die potenzielle Nachfragebasis. Wenn gleichzeitig die Ziel-Allokation in Gold steigt, wirkt dieser Effekt doppelt.**

Es ist nicht maßgeblich, große Teile dieses Vermögens in Gold umzuschichten. Bereits geringe prozentuale Allokationsverschiebungen können bei einem knappen monetären Asset erhebliche Preiseffekte auslösen. **JPMorgan verweist darauf**, dass ausländische Investoren rund 57 Bill. USD an US-Finanzanlagen halten und erste Anzeichen einer Neubewertung dieser Allokation sichtbar sind. **Bereits eine Umschichtung von nur 0,5 % dieser Bestände in Gold entspräche rund 273,6 Mrd. USD bzw. etwa 2.500 t Gold.** Genau diese Asymmetrie macht Gold so interessant. Der Markt ist groß und liquide, aber im Verhältnis zur globalen Finanzvermögensbasis weiterhin klein. **Kleine Allokationsverschiebungen können daher große Preiseffekte entfalten.**

Drei Szenarien für die Goldquote

Aus den beschriebenen Richtungskräften lassen sich drei Szenarien ableiten. Die **Grundannahme ist einfach**: Je adverser das Makro-Regime, desto höher die plausible Goldquote. Ausgangspunkt ist die aktuelle Gold-Allokation privater Investoren von 2,7 % per Ende 2025. Von dort aus unterstellen wir eine graduelle Entwicklung der Goldquote bis Ende 2045 in Richtung der jeweiligen Ziel-Allokation. Die drei Szenarien, die wir auf Basis dieser Richtungskräfte definiert und mit empirisch plausiblen Wahrschein-

„Some “overestimation” of tail risk is not irrational by any metric, as it is more than required overall for survival.

Nassim Taleb

Drei Szenarien für die Goldquote

Szenario	Makro-Bild	Ziel-Allokation in Gold	Wahrscheinlichkeit
Soft Landing	Schulden stabilisieren sich, Inflation normalisiert sich, geopolitische Fragmentierung bleibt begrenzt, das Dollar-System bleibt dominant.	2,5 %	10 %
Muddling through	Der aktuelle Pfad setzt sich fort: höhere Defizite, wiederkehrende Inflationsschocks, graduelle De-Dollarization und strukturell höhere geopolitische Risikoprämien.	5,0 %	40 %
Debasement & Fragmentierung	Finanzielle Repression, hohe Inflationsvolatilität, Reservefragmentierung, geopolitische Blockbildung beschleunigt sich und die Nachfrage nach neutralen Reserveassets steigt deutlich.	7,5 %	50 %

Quelle: Incrementum AG

- **Im Soft-Landing-Szenario bleibt Gold ein strategischer Diversifikator.** Die alte Disinflationswelt kehrt nicht vollständig zurück, aber die wichtigsten Stressfaktoren bleiben kontrollierbar. Die Schuldenquote stabilisiert sich, die Inflation normalisiert sich, und die geopolitische Fragmentierung bleibt begrenzt. **In diesem Fall streben private Investoren eine moderate Goldquote von 2,5 % an.**
- **Im Muddling-through-Szenario wird Gold zum strukturellen Portfolioanker.** Die Welt kippt nicht in eine umfassende Krise, aber die wesentlichen Belastungsfaktoren bleiben bestehen: hohe Defizite, schwankende Inflation, positive Aktien-Anleihen-Korrelationen, ein politisierter Bondmarkt und eine schleichende Reservefragmentierung. **In diesem Szenario erscheint eine Goldquote von 5,0 % plausibel.** Die Reallokation erfolgt dabei nicht zuletzt zulasten nominaler Staatsanleihen, deren Rolle als Diversifikator strukturell an Überzeugungskraft verliert.
- **Im Debasement-&-Fragmentierung-Szenario wird Gold zum monetären Fluchtpunkt.** Finanzielle Repression, erhöhte Inflationsvolatilität, geopolitische Blockbildung und Vertrauensverlust in das bestehende Reservesystem führen zu deutlich höheren strategischen Allokationen. **In diesem Umfeld erscheint eine angestrebte Goldquote privater Investoren von 7,5 % realistisch.**

Aus heutiger Sicht spricht die Summe der Trägheitsfaktoren am ehesten für das Eintreten des mittleren oder adversen Szenarios. Weder die Schuldenpfade noch die demografischen Trends noch die Reservefragmentierung deuten auf eine rasche Rückkehr

Wahrscheinlichkeitsgewichtet liegt der implizierte Goldpreis Ende 2045 bei rund 16.600 USD je Unze.

zur alten Disinflationswelt hin. Das Soft-Landing-Szenario bleibt möglich, setzt jedoch eine bemerkenswerte Kombination aus fiskalischer Disziplin, Produktivitätsschub, geopolitischer Entspannung und glaubwürdiger Inflationsnormalisierung voraus. Das Debasement-&-Fragmentation-Szenario ist dagegen kein Kas-

sandra-Ruf vom Rande des Marktes, sondern eine realistische Tail-Variante, deren Eintrittswahrscheinlichkeit mit jedem weiteren Vertrauensbruch im Währungs- und Reservesystem steigt.

20 Jahre in die Zukunft: Projektion des Goldpreises bis Ende 2045

» *Die Praxis sollte das Ergebnis des Nachdenkens sein, nicht umgekehrt.*

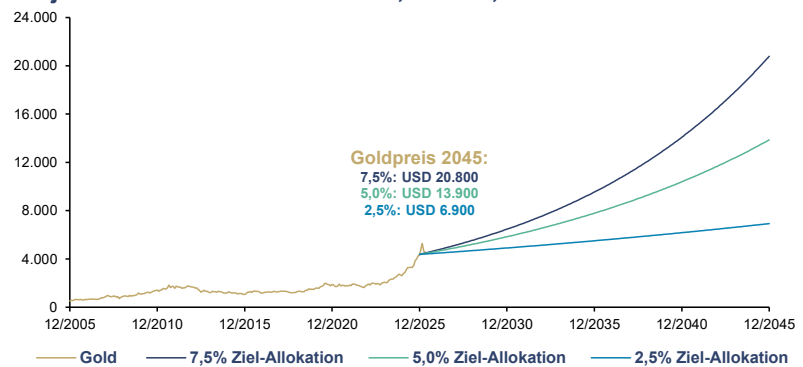
Hermann Hesse

Ausgehend von den beschriebenen Input-Faktoren lassen sich nun Projektionen für den Goldpreis und seine Marktkapitalisierung bis Ende 2045 errechnen. Die Parameter der Formel sind bekannt: die Größenordnung des globalen liquiden Vermögens, die Ziel-Allokationen der drei Szenarien und der bis Ende 2045 geschätzte Investment-Goldbestand.

$$\text{Goldpreis} = \frac{\text{Globales liquides Vermögen} \times \text{Ziel-Allokation}}{\text{Investment-Goldbestand}}$$

Steigen wir also in den DeLorean und unternehmen eine doppelte Zeitreise: 20 Jahre zurück und 20 Jahre nach vorn, um abzuschätzen, welche Preispfade sich bis 2045 ergeben könnten.

Incrementum Gold Allocation Model 2045: Gold, und Preis-Projektionen nach Ziel-Allokation, in USD, 12/2005–12/2045



Quelle: BIS, ICE, LSEG, Metals Focus, Prequin, SIFMA, WFE, World Gold Council, Incrementum AG



» *Gold should be the bedrock of all portfolios.*

Brent Johnson

In unseren drei Szenarien liegt der Goldpreis Ende 2045 zwischen rund 6.900 USD und 20.800 USD je Unze. Im Soft-Landing-Szenario erreicht Gold rund 6.900 USD. Dies entspricht einer Performance von etwa 58 % gegenüber dem Ausgangsniveau. Die Goldquote privater Investoren würde in diesem Szenario von 2,7 % auf 2,5 % sogar leicht zurückgehen, weil sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen weitgehend stabilisieren und der strategische Druck zugunsten von Gold abnimmt. Im Muddling-through-Szenario steigt der Goldpreis auf rund 13.900 USD, was einer Performance von ca. 217 % entspricht. In unserem als am wahrscheinlichsten eingestuften Szenario, dem Debasement-&-Fragmentierungs-Szenario, steigt der Goldpreis auf 20.800 USD, was einer Performance von 375 % entspricht.

Goldpreis, in USD, und CAGR bis 2045, nach Szenario

Szenario	Ziel-Allokation in Gold	Wahrscheinlichkeit	Ziel-Goldpreis	CAGR
Soft Landing	2,5 %	10 %	6.900 USD	2,3 %
Muddling through	5,0 %	40 %	13.900 USD	5,9 %
Debasement & Fragmentierung	7,5 %	50 %	20.800 USD	8,1 %
wahrscheinlichkeitsgewichtet	6,0 %	-	16.600 USD	6,9 %

Quelle: Incrementum AG

Wahrscheinlichkeitsgewichtet ergibt sich bis Ende 2045 eine **Goldquote von rund 6,0 % und ein implizierter Goldpreis von etwa 16.600 USD**. Dies entspricht einer annualisierten Rendite von rund 6,9 %. Zum Vergleich: In den vergangenen 20 Jahren hat sich der Goldpreis nahezu verneunfacht. **Die CAGR der Jahre 2006 bis 2025 lag bei rund 11,2 %**. Besonders die jüngste Entwicklung war außergewöhnlich. Gold stieg in den vergangenen beiden Jahren in US-Dollar um 27,2 % bzw. 64,4 %. Letzteres markierte sogar das viertstärkste Jahr in der Geschichte. Es ist also bereits viel passiert. Und dennoch spricht die Logik der langfristigen Remonetarisierung dafür, dass die Renaissance der Gold-Allokation noch erhebliches Aufwärtspotenzial besitzt.

Diese Zielmarken bieten eine realistische Einordnung der Preisvorstellungen. Als wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 „**Aufbruch in eine goldene Dekade**“ unsere 10-Jahres-Goldpreisprognose bis zum Ende der „goldenen Dekade“ veröffentlichten – 4.800 USD im Basisszenario und 8.900 USD im inflationären Szenario –, wurden diese Ziele von vielen Marktteilnehmern als utopisch belächelt. Heute überbieten sich Analysten mit bullischen Goldpreisprognosen gefühlt im Wochentakt.

Unsere Goldpreispfade des *IGWT Gold Allocation 2045 Model* liegen bis Ende 2030 mit rund 4.900 USD im Soft-Landing-Szenario und rund 6.500 USD im Debasement-&-Fragmentation-Szenario weiterhin innerhalb jenes Korridors, den wir bereits 2020 für das Ende dieser Dekade definiert hatten. Wir sehen unsere Ziele damit als bestätigt an, halten es aber gleichzeitig für unrealistisch und unseriös, dass innerhalb von 20 Jahren keine große Korrektur oder sogar zwischenzeitlich ein mehrjähriger Bärenmarkt auftreten wird. In den 1970er-Jahren erlebte Gold zwischenzeitlich Drawdowns von rund 50 %, in den 2000er-Jahren von rund 30 %. Von Korrekturen dieser Größenordnung blieb der aktuelle Bullenmarkt bislang verschont.

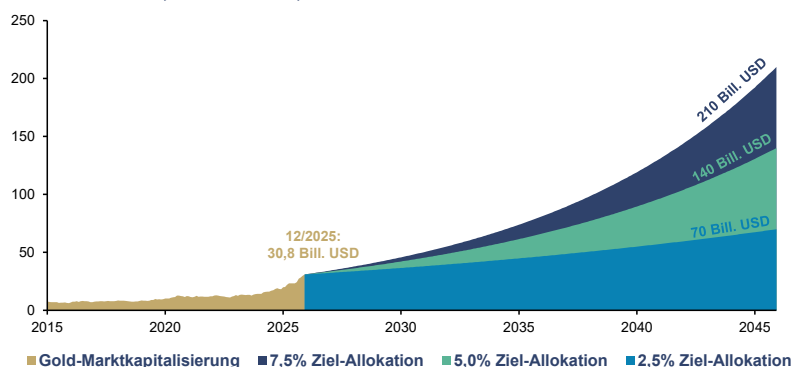
Für die Gold-Marktkapitalisierung bedeuten die Ergebnisse, dass der Wert des oberirdischen Goldes bis Ende 2045 bis auf 210 Bill. USD ansteigen könnte. Das entspricht in etwa einer Versiebenfachung der aktuellen Marktkapitalisierung von 30,8 Bill. USD. Im bearishsten Szenario würde die Marktkapitalisierung sich noch immer mehr als verdoppeln – auf ca. 70 Bill. USD.

„*Die Hausse nährt die Hausse.*“
Sprichwort

„*Keine Begeisterung sollte größer sein als die nüchterne Leidenschaft zur praktischen Vernunft.*“
Helmut Schmidt

„*Gold will be around, gold will be money when the dollar and the euro and the yuan and the ringgit are mere memories.*“
Richard Russell

Incrementum Gold Allocation Model 2045: Gold-Marktkapitalisierung, nach Ziel-Allokation, in Bill. USD, 12/2015–12/2045



Quelle: BIS, ICE, LSEG, Metals Focus, Preqin, SIFMA, WFE, World Gold Council, Incrementum AG

Damit ist die Modellbotschaft eindeutig: Die Goldquote muss nicht sprunghaft steigen, um erhebliche Preiseffekte auszulösen. **Schon ein gradueller Anstieg der Ziel-Allokation, kombiniert mit wachsendem liquidem Vermögen und einem nur langsam wachsenden Goldbestand, kann den Goldpreis deutlich nach oben verschieben.**

Fazit

Das IGWT Gold Allocation 2045 Model ist keine Punktprognose, sondern ein Regime-Kompass. Es fragt nicht, welchen Preis Gold morgen haben sollte, sondern welchen Preis Gold erreichen kann, wenn ein wachsender Teil des globalen liquiden Vermögens einen knappen, neutralen und hochliquiden monetären Realwert nachfragt und damit die Renaissance der Goldallokation weiter vorantreibt.

„Gold is the most well-established currency and has proven to be much less risky than all government's debt assets.

Ray Dalio

Die entscheidende Variable ist die Goldquote. Demographie, Schulden, Geopolitik und Reservefragmentierung sprechen dafür, dass diese Quote in den kommenden zwei Jahrzehnten eher steigt als fällt. Das liquide Vermögen bildet den wachsenden Kapitalpool. Der monetarisierbare Goldbestand bildet die träge physische Angebotsbasis. Aus dieser Differenz zwischen finanzieller Elastizität und physischer Knappheit entsteht Golds langfristige Preisdynamik. Die Analyse zeigt, wohin es für Gold gehen kann, wenn institutionelle Investoren zurück in der Zukunft angekommen sind.

Incrementum Gold Allocation Model 2045: Prognostizierte Goldpreisspanne, und Wahrscheinlichkeitsgewichteter Goldpreis, in USD, 12/2005–12/2045



Quelle: BIS, ICE, LSEG, Metals Focus, Preqin, SIFMA, WFE, World Gold Council, Incrementum AG

incrementum

Besonders relevant ist dabei, dass diese Reallokation unserer Einschätzung nach primär zulasten jener Assetklasse erfolgen dürfte, die in den vergangenen vier Jahrzehnten den Kern institutioneller Portfolios bildete: nominale Staatsanleihen. Gold ist in diesem Umfeld nicht der Ersatz für alle Anleihen, aber ein zunehmend notwendiges Gegengewicht zu einem Bondmarkt, der stärker **Teil des Problems als Teil der Lösung wird.**

„Ich bin kein Wutbürger. Ich nenne die Dinge beim Namen.

Dietrich Mateschitz

Es dürfte nur eine Frage der Zeit sein, bis auch die trägeren institutionellen Kapitalpools stärker reagieren. Je größer der Druck durch Inflation, Schulden, geopolitische Fragmentierung und positive Aktien-Anleihen-Korrelationen wird, desto schwieriger wird es für Pensionskassen, Versicherungen und andere institutionelle Investoren, an traditionellen Allokationsmustern festzuhalten. Private ETF-Käufer haben ebenfalls Zeit gebraucht, bis sie auf den Goldzug aufgesprungen sind. Doch im Vergleich zu den Pensionskassen wirken sie fast wie Hochfrequenzhändler auf Red Bull.

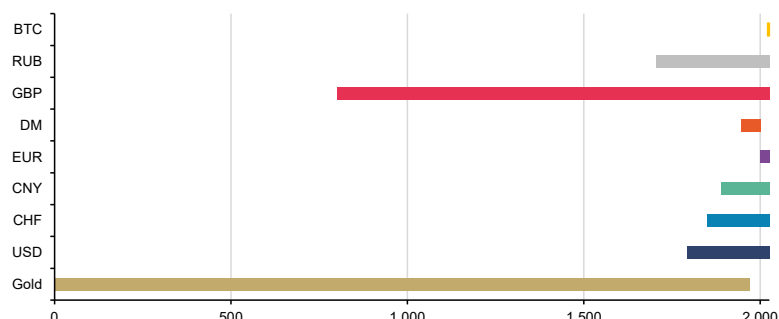
„Gold still represents the ultimate form of payment in the world. Fiat money, in extremis, is accepted by nobody. Gold is always accepted.

Alan Greenspan

Auch eine weitergehende Remonetarisierung von Gold ist durchaus wahrscheinlich. In einem solchen Szenario würde Gold währungspolitisch wieder eine deutlich prominentere Rolle einnehmen. Ein Blick auf die lange Geschichte des Geldes zeigt, dass Gold immerhin die mit Abstand längste Historie als Währung innehat. Seit dem Ende

von Bretton-Woods 1971 ist es zwar nicht mehr offiziell der Anker des Weltwährungssystems, doch seinen monetären Charakter hat es in der Zwischenzeit freilich nicht verloren und dient nach wie vor als Reserve-Asset der meisten Staaten.

Lebensdauer diverser Währungen, 0–2026



Quelle: Wikipedia, Incrementum AG

incrementum

Ob die währungspolitische Abkehr vom Gold endlich ist? **Jedenfalls zeichnet sich auch eine Renaissance des Goldes als währungspolitischer Anker ab, insofern als die Zentralbanken verstärkt Gold nachfragen.**

Gleichzeitig zeigt die Entstehung von Bitcoin, dass die Nachfrage nach knappem, neutralem und nicht beliebig verwässerbarem Geld nicht verschwunden ist. El Salvador machte Bitcoin 2021 als erstes Land zum gesetzlichen Zahlungsmittel, wenngleich die verpflichtende Akzeptanz im Zuge der Vereinbarungen mit dem IWF später deutlich eingeschränkt wurde. In den USA wiederum wurde 2025 eine strategische Bitcoin-Reserve geschaffen. Ein weiterer Hinweis darauf, dass neutrale monetäre Assets zunehmend institutionell diskutiert werden. Wer 2009 behauptet hätte, dass Bitcoin etwas mehr als ein Jahrzehnt später auf staatlichen Bilanzen auftauchen würde, wäre vermutlich ähnlich ernst genommen worden wie Leonardo da Vinci mit seinem Flugmaschinenentwurf vor einem mittelalterlichen Stadtrat.

Wie auch immer die monetäre Ordnung der kommenden Jahrzehnte aussehen wird, die Wahrscheinlichkeit, dass das heutige Geldsystem unverändert bleibt, erscheint gering. Vielleicht stellen wir fest, dass uns die Zukunft des Geldes erstaunlich vertraut vorkommt, je stärker wir uns ihr nähern. Denn die Zukunft des Geldes entsteht womöglich nicht durch den radikalen Bruch mit seiner Vergangenheit, sondern durch die Rückkehr zu ihren robustesten Prinzipien: Knappheit, Neutralität und Vertrauen. In diesem Sinne ist Gold nicht rückwärtsgewandt. **Es ist vielmehr ein Zukunftsasset mit sehr langer Vergangenheit.** ■

„I’ve seen the future.“

Leonard Cohen



Sprott

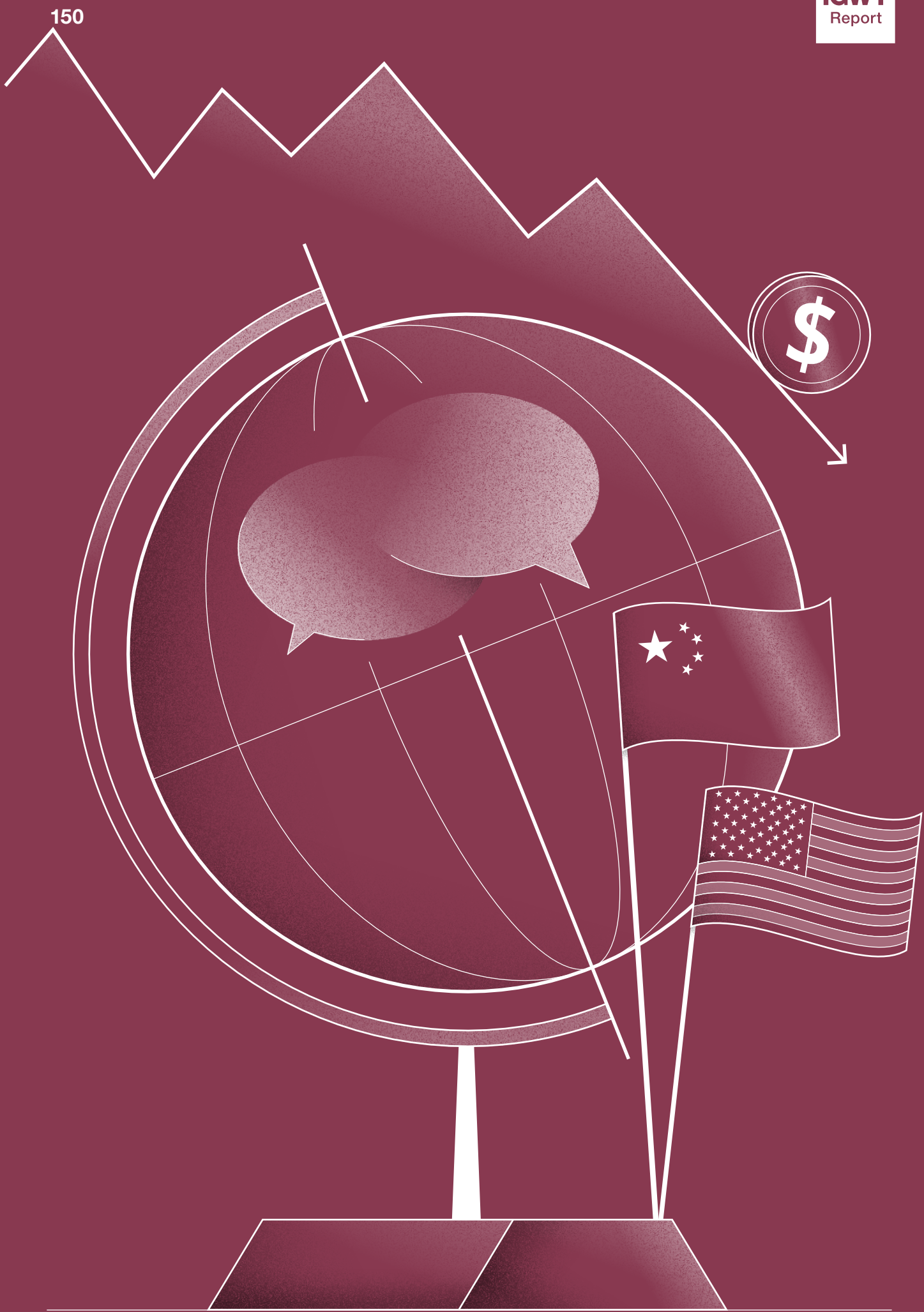
Edelmetalle | Kritische Rohstoffe | Investitionen

Schürfen Sie **Gold**, ohne eine Spitzhacke zu schwingen

Seit mehr als vier Jahrzehnten setzt Sprott neue Maßstäbe im Bereich der Edelmetallinvestitionen. Wir sind über das Konventionelle hinausgegangen und haben unsere Strategien erweitert, während wir unserer Kernkompetenz treu geblieben sind: Gold, Silber und die kritischen Rohstoffe, die die Welt antreiben. Denn Erfahrung ist nicht optional, sondern unerlässlich.

Weitere Informationen erteilt Ihnen das Sprott-Team unter
invest@sprott.com ■ 888.622.1813 ■ sprott.com

Contrarian. Innovative. Aligned.®



Gold und Geopolitik

Zwei Systeme, eine Welt:

Der Kampf um die Zukunft der globalen Währungsordnung

152

Das Tauziehen zwischen Dollarisierung – Team USA – und De-Dollarization – Team China – geht unvermindert weiter und beide Seiten ziehen stärker denn je. Doch nur ein Vermögenswert steht – neutral – außerhalb beider Systeme: Gold.

Shovels, Not Spreadsheets –

Eine Debatte zwischen Luke Gromen und Craig Tindale

172

Die beiden renommierten Analysten Luke Gromen und Craig Tindale diskutieren die markanten Auswirkungen des Iran-Kriegs auf die globalen Lieferketten und die internationale Währungsordnung.

Gold und das Ende des US-Dollar-Standards

180

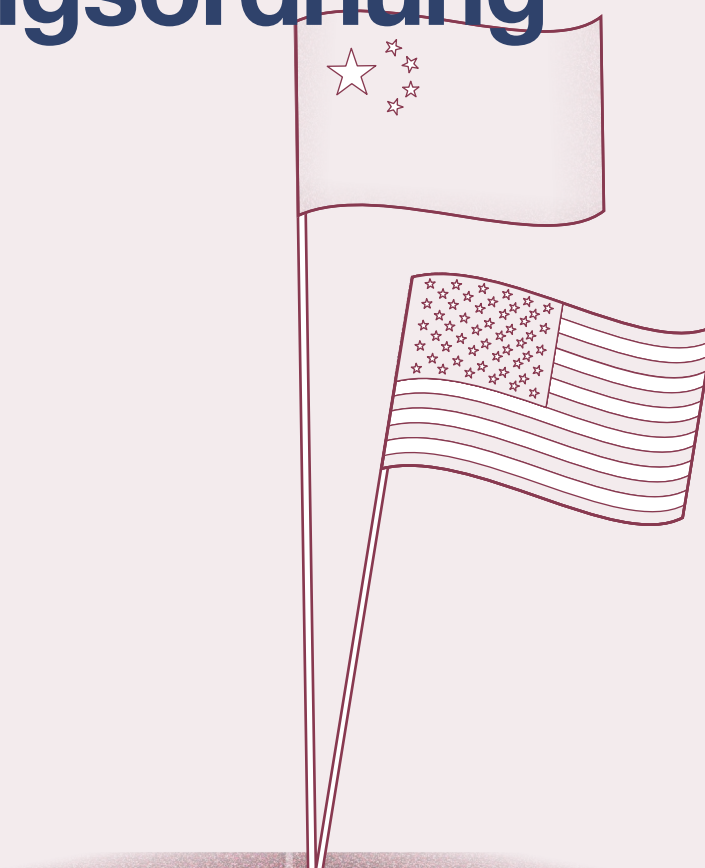
Der US-Dollar-Standard geht zu Ende, weil die USA nicht mehr bereit sind zu akzeptieren, dass der Rest der Welt seine Überschussersparnisse in US-Vermögenswerten anlegt. Gold tritt zunehmend an die Stelle von US-Vermögenswerten. Es wird aber noch dauern, bis sich ein neues System etabliert.

Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders *Heartland*-Theorie

200

Mackinders Heartland-Theorie übertragen wir auf die monetäre Sphäre und zeigen, wie Gold als Anker des Finanzsystems Mackinders *Heartland* ähnelt, während die Bedeutung des US-Dollars schwindet.

Zwei Systeme, eine Welt: Der Kampf um die Zukunft der globalen Währungsordnung



Key Takeaways

- China hat vier Jahrzehnte damit verbracht, eine parallele Finanzinfrastruktur aufzubauen. Der 15. Fünfjahresplan verankert die Währungsunabhängigkeit als Priorität der nationalen Sicherheit.
- Das größte Militärbudget garantiert keine monetäre Hegemonie mehr. Billige Drohnen und Raketen untergraben den Sicherheitsschirm, der bislang den Reservewährungsstatus des US-Dollars gestützt hat.
- Die Gegenoffensive von Team USA ist umfassend: ein US-Dollar-Squeeze, der das iranische Bankensystem noch vor dem ersten Bombentreffer zum Einsturz brachte, ein Stablecoin-Markt von über 300 Mrd. USD, der die Dominanz des digitalen US-Dollars erwarten lässt, und eine mit 200 Mrd. USD Feuerkraft ausgestattete *Economic Defense Unit* des Pentagons.
- Die Krise in der Straße von Hormus zeigt, dass jedes Land, das in der Lage ist, die Energieflüsse zu stören, ölimportierende Gläubiger zum Verkauf von US-Staatsanleihen zwingen kann.
- Gold bewegt sich von der Akkumulations- in die Einsatzphase und wird zur aktiven Settlement-Ebene zwischen Blöcken, die weder den Währungen noch den Zentralbanken des jeweils anderen vertrauen.
- Welches Team auch immer sich durchsetzt, Gold wird gewinnen. Es erfordert keine Loyalität, keine Gegenpartei und kein Vertrauen in den Plan eines einzelnen Staates.

It's two systems. China's got one system with a few allies in there, America will be in another system and most of the rest of the world will have to be in that system... within that, it's highly unlikely that we can expect the free movement of capital to be taken for granted.

Russell Napier

Selbst die kleinste Störung kann sich mitunter zu einer signifikanten Disruption auswachsen. Das globale Währungssystem erlebt gerade eine solche Störung – nicht durch ein einzelnes, sondern durch eine Kaskade von Ereignissen, von denen jedes das vorherige verstärkt und es schwieriger macht, zur alten Zeitlinie zurückzukehren.

Vor unseren Augen laufen in Echtzeit spieltheoretische Dynamiken ab, die sich seit Jahren aufgebaut haben, während die Welt von einer Positivsummenlogik (Handel), über eine Nullsummenlogik (systemischer Wettbewerb), zu einer Negativsummenlogik (Konflikt) übergeht. „**In a negative-sum world, you not only pay to gain, you also pay to punish**“, schreibt Alexander Campbell.

„*The world cannot take a China with a trillion dollar trade surplus.*

Scott Bessent

Bedenken Sie, wo wir noch vor zwölf Monaten standen, als wir „Dollar-Milkshake trifft auf Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung“ in unserem *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ veröffentlichten. Die Straße von Hormus war für den globalen Handel geöffnet. Das Mar-a-Lago-Abkommen stand gerade erst am Anfang seiner Umsetzung. Heute prallen die Maßnahmen sowohl des Teams USA als auch des Teams China aufeinander und treiben bedeutende makroökonomische Ereignisse voran.

„*No sensible decision can be made any longer without taking into account not only the world as it is, but the world as it will be.*

Isaac Asimov

Die institutionelle Ordnung der Nachkriegszeit – Bretton-Woods, SWIFT, die Vereinten Nationen, die NATO und seit dem überraschenden und umgehenden Austritt der VAE auch die OPEC – steht zunehmend unter Druck. An ihrer Stelle entsteht in Echtzeit eine parallele Architektur. So ist Chinas Yuan-zu-Gold-Konversionsmechanismus über die Shanghai Gold Exchange bereits in Betrieb. Das erweiterte *Cross-border Interbank Payment System* (CIPS), ein SWIFT-Konkurrent, verbindet nun Tausende von Institutionen über Kontinente hinweg. Der trilaterale Pakt zwischen Russland, China und dem Iran, der Wochen vor den Militärschlägen unterzeichnet wurde, legt den Grundstein für eine alternative Finanzordnung.

Unterdessen sind Stablecoins – US-Dollar, die nicht über Zentralbankmechanismen, sondern über Distributed Ledger ausgegeben werden – zum wirksamsten Hebel von Team USA geworden, um monetären Einfluss auf Märkte auszuüben, die der traditionelle US-Dollar nicht ohne Weiteres erreichen kann.¹ Während manche Allianzen klar sind, erfordern andere eine differenziertere Betrachtung. Luke Gromen bemerkt: „[W]e have told Russia, China, and Iran that, if they don't hang together, they will surely hang separately.“

Wie üblich konzentrieren wir uns im diesjährigen Kapitel nicht nur darauf, ob der US-Dollar schwächer wird, sondern auch darauf, welche Institutionen und welche monetären Anker die kommende Ära prägen werden.

Eine Warnung vorab: Ein schwacher US-Dollar ist nicht zwangsläufig gleichbedeutend mit einer systemischen De-Dollarization. Der US-Dollar kann einen Bärenmarkt durchleben, während das Reservesystem mechanisch intakt bleibt. Das wahre Tauziehen wird von politischen, militärischen, demografischen und technologischen Kräften geprägt – von künstlicher Intelligenz, die die Arbeitswelt umgestaltet, über Drohnenkriegsführung, die die Militärdoktrin revolutioniert, bis hin zur anhaltenden Neuordnung von Allianzen.

Kennzahlen für globale Reserven, 2006–04/2026

Kennzahl	2006	2026
USD-Anteil an den globalen Währungsreserven	~66%	57%
CIPS-Teilnehmer	-	+3.000 Institutionen, 167 Länder
Goldpreis	600 USD	4730 USD
Offizielle Goldbestände Chinas	600 Tonnen	~+2.200 Tonnen
Market Cap von Stablecoins	-	+230 Mrd. USD

Quelle: DeFiLlama, IWF, PBoC, Incrementum AG

Da der diesjährige *In Gold We Trust*-Report den Titel „Back to the Monetary Future“ trägt, lautet die entscheidende Frage: Auf welche monetäre Zukunft steuern wir zu? **Und was vielleicht noch wichtiger ist: Wer kontrolliert das Gold?**

¹ Siehe Kapitel „Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

DXY, 01/2010–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Die Offensive des Teams China: Das langfristige Spiel des Drachen

„Having long prepared for the end of the fiat US dollar, China’s authorities are acting as if they are convinced its end is nigh.“

Alasdair Macleod

„China needs to develop a powerful currency that can be widely used in international trade, investment and foreign exchange markets, and attain reserve currency status.“

Xi Jinping, Februar 2026

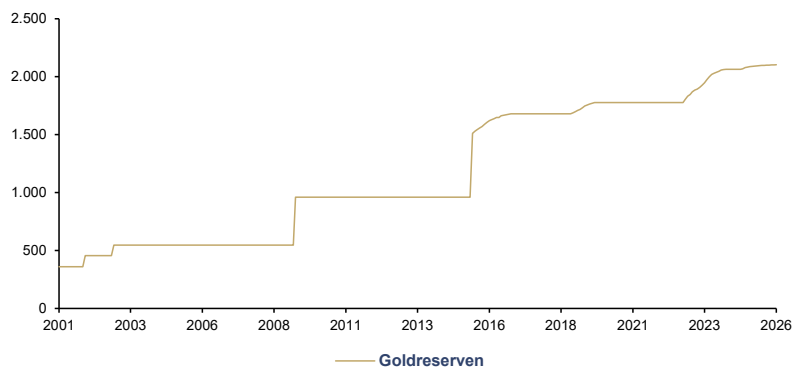
Eine globale Neuordnung ist im Gange – und kein Land hat zielstrebig in den Aufbau dieser Alternative investiert als China. Was passiert, wenn sich eine Zivilisation, die Edelmetalle seit Jahrtausenden als Zahlungsmittel nutzt, auf die nächste Währungsordnung vorbereitet?

Was westliche Kommentatoren als reaktiv darstellen – nämlich, dass China auf Sanktionen „reagiere“ – lässt sich besser als Fortsetzung einer seit vier Jahrzehnten bestehenden Strategie verstehen. Ähnlich wie die jahrhundertlange Anhäufung von Silberreserven durch die Qing-Dynastie, zeugt Pekings Goldstrategie, die auf chinesischer Staatskunst basiert, von einer Geduld, die westliche Politiker nur schwer nachvollziehen können.

Wie Alasdair Macleod hervorhebt, begann dies 1983, als Deng Xiaoping das gesamte Gold und Silber unter staatliche Kontrolle stellte. Die anschließende Akkumulation wurde bewusst auf die chinesische Zentralbank (PBoC), das Militär und staatliche Unternehmen verteilt, weshalb die Reserven der PBoC, wie Macleod anmerkt, „the small tip of a far larger iceberg“ darstellen. Das wahre Ausmaß der chinesischen Bestände an Währungsmetallen bleibt unbekannt, eine Asymmetrie, die Peking einen erheblichen Verhandlungsvorteil verschafft.

Die Shanghai Gold Exchange (SGE) wurde 2002 eröffnet; seitdem hat die chinesische Öffentlichkeit etwa 28.000 t Gold über sie bezogen – eine Übertragung von Edelmetall in private Hände, die in der modernen Geschichte einzigartig ist. Gleichzeitig wurde China zum weltweit größten Goldförderland und zu einem bedeutenden Importeur von Golddoré.

Offizielle Goldreserven der PBoC, in Tonnen, 01/2001–01/2026



Quelle: IWF, Incrementum AG



Für Kenner der Währungsgeschichte ist das Muster unverkennbar: Nationen, die in diesem Tempo Gold anhäufen, befinden sich in der Regel mitten in einer Neugestaltung der Währungsordnung – oder bereiten sich aktiv darauf vor: Rom häufte Edelmetalle an, um seine imperiale Macht zu untermauern, Großbritannien sammelte Gold, um seine Hegemonie im 19. Jahrhundert zu festigen, und die Vereinigten Staaten gingen mit rund 20.000 t Gold – fast zwei Dritteln der damaligen weltweiten Währungsgoldreserven – in die Bretton-Woods-Konferenz von 1944.

Hat die Aktivierungsphase bereits begonnen? Xi Jinpings Vorgehen nach dem Liberation Day – Reisen in ASEAN-Länder, während Washington diese sanktionierte – ist ein wichtiges Signal. Darüber hinaus kündigte China die Einrichtung von SGE-Tresoren in Hongkong und die Planung eines Tresors in Saudi-Arabien für den Gold-Yuan-Umtausch an. Mittlerweile bedient CIPS über 3.000 Institute in 167 Ländern. Der Anteil des Renminbi an Chinas grenzüberschreitenden Zahlungen stieg von 17 % im Jahr 2010 auf 53 % im Jahr 2025 – eine strukturelle Verschiebung der Zahlungsströme, die von einer monetären Neupositionierung zeugt.

Anfang 2026 wiesen die Regulierungsbehörden chinesische Finanzinstitute an, ihre Bestände an US-Staatsanleihen zu reduzieren – eine diplomatische Tarnung für eine offenbar bewusste Neuausrichtung der Politik. Gleichzeitig verbot Peking Stablecoins – die es als Ausläufer der US-Dollar-Hegemonie betrachtet –, während Hongkong sich als Drehscheibe für digitale Vermögenswerte etablierte. Das Prinzip „Ein Land, zwei Systeme“ funktioniert weiterhin, nun jedoch mit einem einheitlichen strategischen Ziel: ein System zur Sicherung der Kapitalströme und eines zur Ermöglichung neuer Währungsvereinbarungen.

Belege aus dem 15. Fünfjahresplan

Die Vorschläge für Chinas 15. Fünfjahresplan (2026–2030), welcher im März dieses Jahres offiziell vorgestellt wurde, verankern, was die Entwicklungen bei Gold und Währungen bereits deutlich machen. Folgende drei Säulen bilden den Kern des Plans: Entwicklung, Sicherheit und Binnennachfrage. **Die Ziele Pekings für jede dieser Säulen beinhalten folgende Maßnahmen zur Abkehr vom US-Dollar:**

- „Entwicklung“ umfasst technologische Selbstversorgung, worunter Xi Produktivkräfte der nächsten Generation versteht. Der Plan beschleunigt die Entkopplung der chinesischen Technologie-Lieferkette von der Abhängigkeit vom Westen, insbesondere in den Bereichen Halbleiter, KI und kritische Mineralien.
- „Sicherheit“ wird ganzheitlich definiert und bezieht neben dem militärischen Bereich auch Finanzmärkte und die Gesamtwirtschaft mit ein. Damit wird die Abhängigkeit vom US-Dollar als Schwachstelle der nationalen Sicherheit dargestellt.

„It was the rise of Athens and the fear that this inspired in Sparta that made war inevitable.

Thukydides

„Hide your strength, bide your time.

Deng Xiaoping

- „Binnennachfrage“ bezeichnet die Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft weg von der Exportabhängigkeit und hin zum Binnenkonsum, wodurch der Bedarf an Handel in US-Dollar sinkt.

Diese drei Säulen beschreiben Chinas institutionelle De-Dollarization. Sie spiegeln jedoch auch die Dringlichkeit wider, die aus innerer Fragilität entsteht. Chinesische Regierungsvertreter haben öffentlich einen Zustand anerkannt, den sie als „Involution“ bezeichnen: Unternehmen betreiben mehr Aufwand, schaffen aber dennoch keinen neuen Wert. Diese Dynamik ist jedem vertraut, der die Wirtschaftslage im Sowjetblock der späten 1980er-Jahre miterlebt hat.

» *Can China rise peacefully? My answer is no.*

John Mearsheimer

Pekings Einführung eines *Nationalen M&A-Fonds im Jahr 2026* – de facto ein staatlich verordneter Fonds zur Übernahme und Abwicklung notleidender Unternehmen – signalisiert, dass die De-Dollarization-Offensive mit einer schmerzhaften innerstaatlichen Umstrukturierung einhergeht. *Die Zahlen sprechen eine unerbittliche Sprache:* Ein dramatisch unterbewerteter RMB und ein Warenüberschuss von über 1 Bill. USD lassen Peking keine andere Wahl, als die Produktion weiter nach außen zu verlagern – und genau deshalb wird die parallele Architektur nun von der Planung in die Umsetzung überführt.

BRICS+ und UNIT

Xi, Putin und Modi stehen Seite an Seite, händeschüttelnd – ein Bild, das eine ganze Generation von Analysten diskreditierte. Diese waren bisher davon ausgegangen, Indien würde sich niemals auf die Seite Chinas stellen. Doch diese drei Nationen teilen keine gemeinsamen Werte. Sie vertrauen einander nicht wirklich. Was sie verbindet, ist die Erkenntnis, dass eine von den USA dominierte Finanzarchitektur ein größeres existenzielles Risiko für ihre Souveränität darstellt als ihre gegenseitigen Rivalitäten. Das ist keine Ideologie, sondern Realpolitik. Wie Matthew Piepenburg es ausdrückt: Die „BRICS... don't all trust each other...but they do trust gold.“

Der in den Landeswährungen abgewickelte Handel zwischen Russland und China *hat einen Anteil von 99,1 % erreicht* – eine nahezu vollständige De-Dollarization des bilateralen Handels. Mit dem Besuch des russischen Außenministers Sergej Lawrow am 15. April in Peking wurde ein weiterer Schritt unternommen: *Moskau versprach öffentlich*, die durch die Blockade der Straße von Hormus entstandene „Ressourcenlücke“ zu schließen, und bot an, Energieexporte umzuleiten, um den Rückgang der Lieferungen aus dem Nahen Osten auszugleichen. Dieser Schritt festigt eine strukturelle Energiepartnerschaft, die auf Rubel-Yuan-Schienen läuft – ein bilateraler Kreislauf, der nun vollständig außerhalb des US-Dollar-Systems operiert.

» *The fact that these oil states are happy to discuss going outside of the US dollar to transact oil says a lot about the next 20 years.*

Matthew Piepenburg

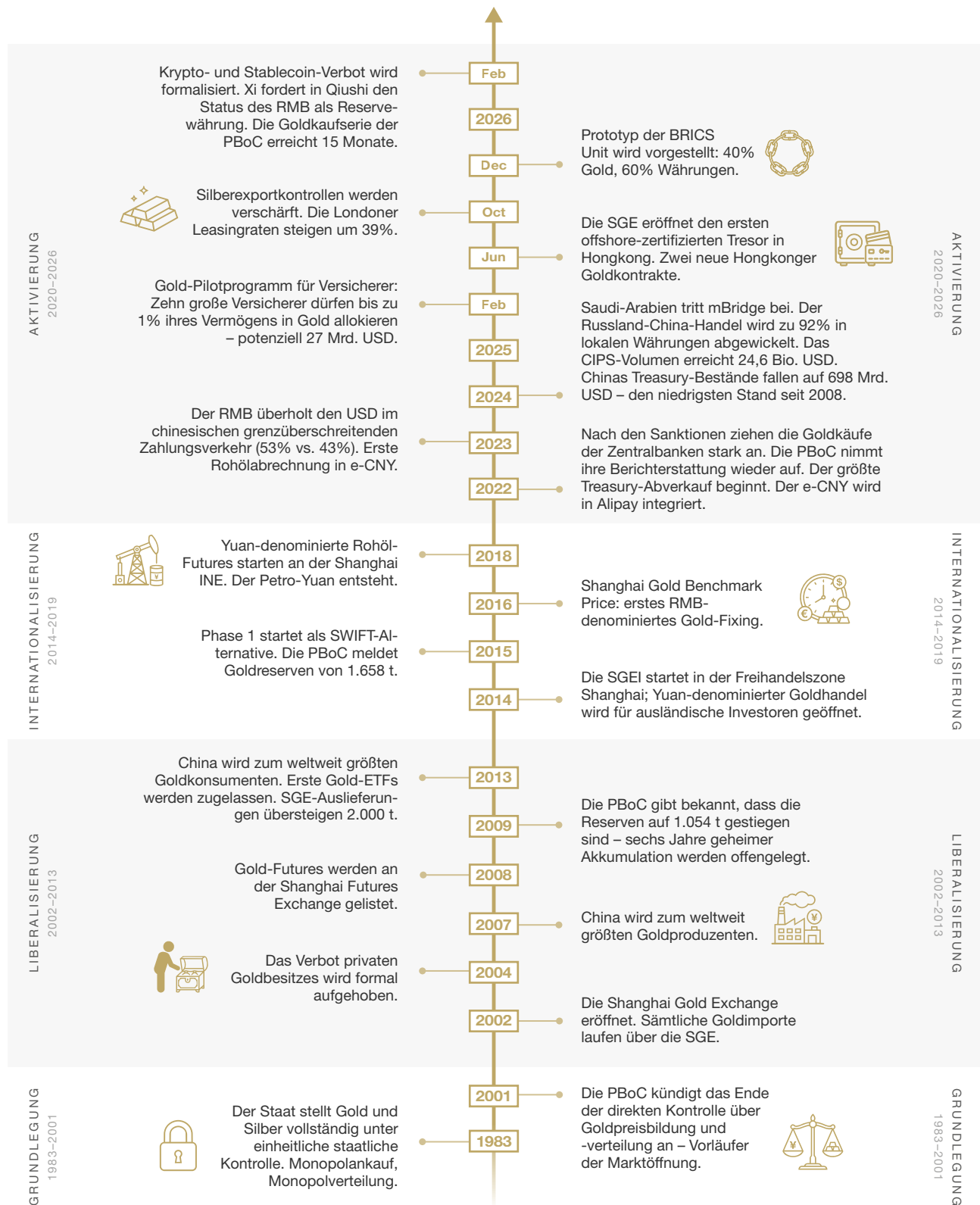
Saudi-Arabien trat im Juni 2024 dem Projekt mBridge bei, und *Gerüchten zufolge* hat die SGE dort ein Lieferanten-Treasury für die Umwandlung von Yuan in Gold eingerichtet. Dies könnte möglicherweise den Kreislauf eines Öl-Yuan-Gold-Settlements schließen und die zentrale Einschränkung des Renminbi als Reservewährung lösen: seine geschlossene Kapitalbilanz. **Wenn Öl in Yuan bewertet und über einen vertrauenswürdigen Vermittler in Gold umgetauscht werden kann, erhält der Renminbi die Deckung und Flexibilität, die ihm zuvor fehlten.**

POLITISCHE TIMELINE

Chinas Gold & De-Dollarization

Vier Jahrzehnte gezielter Infrastrukturaufbau – vom Staatsmonopol zur Aktivierung

Quellen: PBoC, Shanghai Gold Exchange, World Gold Council, CIPS, MiningVisuals, Incrementum AG



US-Staatsanleihenbestände ausländischer Zentralbanken (lhs), in Bill. USD, und DXY (rhs), 01/2015–04/2026



Quelle: Federal Reserve St. Louis, LSEG, InCREMENTUM AG



Die Währungsinitiative UNIT

Die ehrgeizigste Währungsinitiative der BRICS+ ist UNIT: eine geplante Handelsabwicklungswährung, die zu 40 % durch Gold und zu 60 % durch Währungen der BRICS+-Staaten gedeckt ist. Das Währungskorbkonzept erinnert an Keynes' BANCOR-Vorschlag auf der Bretton-Woods-Konferenz und stellt sicher, dass keine einzelne nationale Währung die neue Architektur dominiert. **Eine Analyse von JP Morgan kommt zu dem Schluss**, dass die strukturellen Hindernisse überwindbar sind; bislang war die eigentliche Einschränkung nur der politische Widerstand. Dies ändert sich nun, da sich die BRICS-Staaten weiter von westlichen Institutionen entfernen und die Beständigkeit goldgedeckter Alternativen erkennen.

Chinas langfristige Strategie ist beeindruckend – doch sie ist nicht unbeantwortet geblieben. Während Peking vier Jahrzehnte damit verbracht hat, eine Alternative aufzubauen, hat Washington die letzten Monate damit verbracht, sich zur Verteidigung des bestehenden Systems zu mobilisieren.

Die Gegenoffensive von Team USA

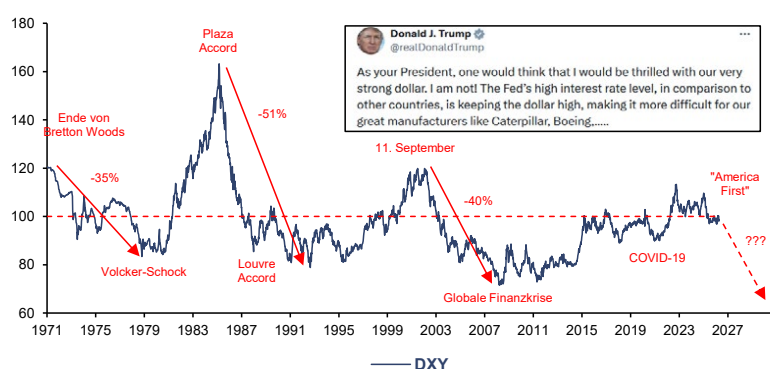
Das Mar-a-Lago-Abkommen, Fortsetzung

Nachdem die Trump-Regierung im Jahr 2025 die erste Welle der im Mar-a-Lago-Abkommen vorgesehenen Maßnahmen umgesetzt hat – Zölle, höhere Verteidigungsausgaben, Ausbau der heimischen Energieproduktion und gezielte Abwertung des US-Dollars –, treibt sie nun die nächste Phase von Stephen Mirans Plan voran: koordinierte Währungsinterventionen, eine formelle Partnerschaft zwischen dem Finanzministerium und der Federal Reserve zur Unterdrückung langfristiger Renditen sowie Besteuerungsmechanismen, die auf ausländische Kapitalströme abzielen.

„If reverse perestroika succeeds, we will live through a volatile reverse 1985–1991.

Michael Every

DXY, 01/1971–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Diese Vorschläge lassen sich am besten im theoretischen Rahmen von Michael Every's „Reverse Perestroika“ verstehen: der gezielten Transformation der US-Wirtschaft weg von Konsum und Finanzialisierung hin zu Kapitalinvestitionen und militärisch-industrieller Produktion. Während Gorbatschow den sowjetischen militärisch-industriellen Komplex abbauen wollte, baut diese Regierung den US-amerikanischen aktiv wieder auf.

Die am 23. Jänner 2026 von der New Yorker Federal Reserve durchgeführte „Kursüberprüfung“ des USD-JPY-Wechselkurses – das erste derartige Signal seit der US-amerikanischen Intervention zum Yen-Verkauf im März 2011 – deutet darauf hin, dass eine direkte Währungsintervention bevorstehen könnte, wenngleich Bessent dies dementiert hat. Die Nominierung von Kevin Warsh als Vorsitzenden der Federal Reserve und Mirans Beförderung in den Gouverneursrat der Federal Reserve untermauern diesen Kurs. Im Bereich der Besteuerung stellt der vom IRS im Dezember 2025 vorgeschlagene Neufassungsentwurf von Section 892 einen Schritt in Richtung Mirans Konzept einer „Nutzungsgebühr“ für ausländische Inhaber von US-Dollar-Vermögenswerten dar. Wie Miran anmerkt: „Tariffs provide revenue, and if offset by currency adjustments, present minimal inflationary or otherwise adverse side effects.“ Dennoch räumt er auch die historische Last ein: „Historically, the United States has pursued multilateral approaches to currency adjustments.“ – Der gegenwärtige Augenblick scheint jedoch ein völlig anderes Vorgehen zu erfordern.

„While many analysts believe there are no tools available to unilaterally address currency misvaluation, that is not true.

Stephen Miran

Die Risiken sind beträchtlich und den Kennern der Währungsgeschichte wohl-bekannt. Währungsinterventionen haben eine durchwachsene Erfolgsbilanz, wenn wirtschaftliche Fundamentaldaten fehlen. Das Plaza-Abkommen von 1985 war teilweise deshalb erfolgreich, weil es auf einem echten multilateralen Konsens beruhte;² heute besteht unter den Großmächten jedoch kein solcher Konsens. Dennoch ist eine

² Siehe „Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?“, In Gold We Trust-Report 2019

Während Gorbatschow den militärisch-industriellen Komplex abbauen wollte, wird der amerikanische heute aktiv wieder aufgebaut.

Reverse Perestroika strukturell bullish für Gold – unabhängig davon, ob sie gelingt oder scheitert. Erfolg bedeutet eine kontrollierte Abwertung und künstlich gedrückte Realzinsen – das Lehrbuchumfeld für eine Goldaufwertung. Scheitern bedeutet einen Vertrauensverlust in die US-Währungsinstitutionen und ihre Glaubwürdigkeit, was Kapital in die einzige Anlage treibt, die sich der Kontrolle oder Manipulation durch irgendeine Gruppe entzieht. Gold profitiert wie immer von der Unsicherheit selbst.

Mirans Rahmenkonzept befasst sich mit der strukturellen Verteidigung der US-Dollar-Hegemonie durch Zölle, Währungsinterventionen und Renditemanagement. Doch Team USA verfügt über eine zweite Waffe, die nicht über staatliche Politik, sondern über Marktakzeptanz und technologische Infrastruktur wirkt.

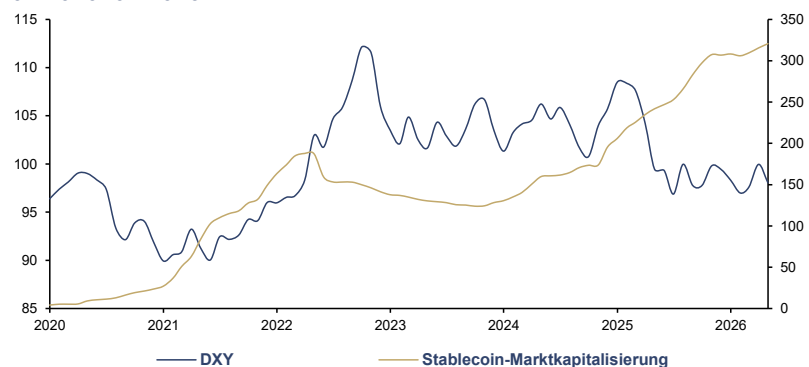
Dollar-Milkshake und Stablecoins

„The United States is quietly building a digital US dollar empire, not through central bank digital currencies, but through privately issued, dollar-backed stablecoins.“

Brent Johnson

Brent Johnsons „Dollar-Milkshake-Theorie“ – die These, dass der US-Dollar durch die Absorbierung globaler Liquidität an Stärke gewinnt – ist in ihrer Kernlogik weiterhin gültig.³ Allerdings sorgte die Einführung der Zölle im April 2025 für den ersten sichtbaren Riss im System: Die freiwillige Nachfrage nach US-Dollar, also die diskretionären Entscheidungen der Anleger zur Kapitalallokation, schwand, während die unfreiwillige Nachfrage, also die Schuldendienstverpflichtungen ausländischer Schuldner, bestehen blieb. Das System beginnt sich aufzuspalten.

DXY (lhs), und Stablecoin-Marktkapitalisierung (rhs), in Mrd. USD, 01/2020–04/2026



Quelle: DeFiLlama, Incrementum AG

 incrementum

³ Siehe „Dollar-Milkshake trifft auf Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung“, In *Gold We Trust-Report 2025*; „From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce – Debatte zwischen Brent Johnson und Louis-Vincent Gave“, In *Gold We Trust-Report 2024*

Wie Johnson kürzlich formulierte, ist das Eurodollar-System „a prison that everyone built around themselves“. Es funktioniert aufgrund von Massenträgheit und dem Fehlen von Alternativen, nicht aufgrund einer echten Präferenz.⁴

Stablecoins sind für das Team USA zum wirksamsten Instrument geworden, um die Dominanz des US-Dollars auf Märkte auszuweiten, in die die bestehende US-Dollar-Infrastruktur nicht ohne Weiteres vordringen kann. Die gesamte Marktkapitalisierung beträgt mittlerweile über 300 Mrd. USD; allein Tether hält mehr US-Staatsanleihen, die als Sicherheit für seine US-Dollar-Stablecoins dienen, als die überwiegende Mehrheit der souveränen Staaten. Citi prognostiziert für 2030 eine Gesamtkapitalisierung des Stablecoin-Markts in Höhe von 1,9 Bill. USD im Basisszenario.

Izabella Kaminska sieht Stablecoins als potenziellen Migrationspfad weg von der veralteten Eurodollar-Infrastruktur – den Banken und SWIFT-Kanälen, über die seit Jahrzehnten US-Dollar-Ströme fließen – hin zu neuen Distributed-Ledger-Kanälen, über die die Vereinigten Staaten weitaus größere Kontrolle ausüben würden.⁵ **Dies kommt einer Neugestaltung der Währungsinfrastruktur für das 21. Jahrhundert gleich.**

Wie Peter Earle anmerkt, geht es bei dem, was Asien durch regulierte Stablecoin-Rahmenwerke in Hongkong und Singapur aufbaut, möglicherweise „less about displacing the dollar as reserve money than about disaggregating the mechanisms whereby dollar liquidity is accessed, transferred, and rehypothecated“ – eine wettbewerbsorientierte Pluralisierung der Fiat-Währungen unter Schatten-US-Dollar-Preisen, die die Kanäle der US-Dollar-Dominanz verändert, ohne ihr direkt entgegenzutreten.

Im Regulierungsstreit um Stablecoins sind die Fronten gezogen. Die USA haben Gesetze zur Förderung der Nutzung und Einbindung von Stablecoins in das Finanzsystem erlassen. China hingegen hat Stablecoins vollständig verboten und betrachtet sie als Trojanische Pferde für die Hegemonie des US-Dollars. Peking liegt mit dieser Einschätzung nicht falsch: Jedes Smartphone, das Transaktionen mit beliebten Stablecoins wie USDT oder USDC durchführt, ist ein Knotenpunkt in einem US-Dollar-Netzwerk, das außerhalb der Reichweite der lokalen Währungsbehörden und ihrer Kapitalkontrollen operiert. China baut CIPS, Gold-für-Yuan-Tresore und die UNIT auf, um die US-Dollar-Infrastruktur von oben durch staatliches Handeln zu verdrängen.

Doch wie Izabella Kaminska aufzeigt, stößt Chinas Gegenstrategie auf eine strukturelle Einschränkung. Peking kann seine Abhängigkeit vom US-Dollar nicht einfach durch den Verkauf von Staatsanleihen verringern, da groß angelegte Verkäufe den Renminbi nach oben treiben würden. **China ist in gewisser Weise stärker vom US-Dollar-System abhängig, als es der Iran jemals war.** Genau deshalb verdienen Gerüchte, dass Peking möglicherweise digitale Vermögenswerte entwickelt, die durch Gold statt durch den Renminbi gedeckt sind, Beachtung. Diese Gerüchte wurden von Scott Bessent persönlich gegenüber Abgeordneten bestätigt. Ein goldgebundenes Instrument würde grenzüberschreitende Abwicklungen außerhalb des US-Dollar-Raums ermöglichen und gleichzeitig die Liberalisierung des Kapitalverkehrs umgehen, die sich die KPCh politisch nicht leisten kann.

Stablecoins verdrängen lokale Währungen durch die Präferenz der Konsumenten und die Akzeptanz seitens der Händler. Jeder bezeichnet sie als „Gamechanger“, welche „completely change the geometry and geography of how the financial system works“. Der Wettstreit zwischen Top-down-De-Dollarization und Bottom-up-Dollarisierung wird eine der prägenden monetären Dynamiken der kommenden zwei Jahrzehnte sein.

Der Iran muss nicht das US-Militär besiegen, um strategischen Schaden anzurichten – nur den Markt für US-Staatsanleihen.

” *The root of the economic imbalances lies in persistent US dollar overvaluation that prevents the balancing of international trade, and this overvaluation is driven by inelastic demand for reserve assets.*

Stephen Miran

⁴ Siehe „Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandeln“, In Gold We Trust-Report 2021

⁵ Siehe Kapitel „Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird“ in diesem In Gold We Trust-Report

„If the US dollar is a milkshake, stablecoins are the longest straw.

Brent Johnson

„Those believing there's no structure behind Trump's actions were led by their disdain. All flashpoints are connected dots in a strategy that aims to concentrate all efforts on China & the Indo-Pacific. Venezuela, Panama, Cuba, Arctic, and Iran are part of the DragonBear network.

Velina Tchakarova

„I do think the more multipolar side wins... the more that they get some degree of US dollar independence and neutral reserve assets like gold get elevated. But that's not even necessarily bad for the US.

Lyn Alden

„I think the Trump doctrine is far more pragmatic than the neocon doctrine. Right? I think Trump has a very limited set of goals. He wants to destroy and degrade threats to America's national security interests. He doesn't want to spread democracy.

Brad Gerstner

Monetäre Instrumente allein – seien es Zölle, Stablecoins oder Währungsinterventionen – wirken nicht in einem Vakuum. Sie werden in einem geopolitischen Wettstreit eingesetzt, der über die Wirtschaft hinausgeht. Um zu verstehen, wohin sich das US-Dollar-System entwickelt, müssen wir das breitere strategische Schachbrett betrachten, auf dem diese monetären Instrumente eingesetzt werden.

Der Eagle gegen den DragonBear

Die Politik der Trump-Regierung ist keine Ansammlung unzusammenhängender Provokationen, sondern eine einheitliche, kohärente Kampagne. Marco Rubios Rede in München beschrieb einen zivilisatorischen Rahmen. Michael Every nutzt das Brettspiel „Risiko“ als Analogie: Kontrolliere deinen eigenen Kontinent, verwehre dem Gegner sein entscheidendes regionales Territorium. In Asien bleibt Taiwan das umkämpfte Terrain, in Europa ist es die Ukraine.

Washington weist die Verbündeten an, die Hauptverantwortung für ihre eigene regionale Sicherheit zu übernehmen, während sich die Vereinigten Staaten auf die westliche Hemisphäre konzentrieren – und die Monroe-Doktrin von Grönland bis Argentinien durchsetzen. Die Rekrutierung von Bankern von Goldman Sachs und JPMorgan durch das Pentagon für eine neue *Economic Defense Unit*, deren Aufgabe es ist, über einen Zeitraum von drei Jahren 200 Mrd. USD zu investieren, ist ein weiterer Beweis für den Plan von Team USA. Dabei erfordert die Wirtschaftspolitik neben militärischer Hardware nun auch die Feuerkraft der Wall Street.

Die Absetzung des venezolanischen Präsidenten Nicolás Maduro. Verstärkter Druck auf Kuba, das vor kurzem seine eigene Perestroika eingeleitet hat und damit kubanischen US-Amerikanern die Rückkehr und die Eröffnung privater Unternehmen erlaubt. Die Ankündigung einer militärischen Kooperation mit Indonesien – der viertgrößten Nation der Welt und Wächterin der Straße von Malakka, Chinas zweitem kritischen Energieengpass – am selben Tag wie die Blockade von Hormus. Diese Schritte lassen sich am besten als koordinierte Maßnahmen innerhalb eines größeren strategischen Rahmens verstehen.

Militärschläge gegen den Iran sind ein bedeutender Schritt gegen einen wichtigen Verbündeten der DragonBear-Allianz.⁶ Modis Treffen mit der israelischen Führung wenige Tage vor diesen Schlägen deutet auf eine Abfolge hin, die den Aufbau von Allianzen über das Hub-and-Spoke-Modell der Ära des Kalten Krieges hinaus erweitert. Washington gestaltet die geopolitische Landkarte sowohl durch Gewalt als auch durch Staatskunst neu.

Der Iran-Konflikt hat jedoch auch eine Verschiebung im Wesen der militärischen Machtprojektion offengelegt, welche Auswirkungen auf die finanziellen Vereinbarungen hat. Wie sich während des Ukraine-Kriegs gezeigt hat, steht außer Zweifel, dass Drohnen und Raketen, die nur wenige tausend US-Dollar kosten, nun Kriegsschiffe im Wert von mehreren Milliarden US-Dollar ausschalten können. Erik Prince hat dies als die bedeutendste Veränderung in der Kriegsführung, „since Genghis Khan put stirrups on horses“, bezeichnet. Zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg war die US-Marine nicht in der Lage, die Freiheit der Schifffahrt durch die Straße von Hormus zu garantieren. Das gesamte Konstrukt der amerikanischen Machtprojektion, das auf Flugzeugträgerkampfgruppen und der Vorherrschaft auf hoher See basiert – derselbe militärische Schutzschirm, der den US-Dollar seit 1945 implizit gestützt hat –, sah sich einer konkreten Herausforderung durch Schwärme billiger, leicht ersetzbarer Waffen gegenüber. Wenn die Sicherheitsgarantie nicht mehr mit absoluter Gewissheit gilt, wird auch der damit verbundene Währungsaufschlag infrage gestellt.

Der kinetischen Konfrontation ging eine finanzielle Kriegsführung voraus. Wie Izabella Kaminska dokumentiert hat, orchestrierte Washington eine gezielte Verknappung des US-Dollars im Iran, indem es die irakischen Bankverbindungen – die das iranische

⁶ Siehe „BRICS & das Ringen um eine neue Weltordnung: Geopolitische Verschiebungen im Jahr 2025“, In *Gold We Trust*-Report 2025

Finanzsystem am Leben gehalten hatten – abwürgte. Es verschärfte die Sanktionen, um eine unmittelbare maximale Wirkung zu erzielen und eine Kettenreaktion auszulösen. Diese reichte von Bankenzusammenbrüchen – wie dem der Ayandeh Bank im Umfang von 5 Mrd. USD – über eine Währungskrise bis hin zu Protesten auf dem Großen Basar. Finanzminister Bessent bestätigte, dass diese Kausalkette bekannt und zu einem erheblichen Teil beabsichtigt war. Im April 2026 ließ das US-Finanzministerium die Situation weiter eskalieren und **verschickte im Rahmen der „Operation Epic Fury“ Schreiben**, in denen es mit Sekundärsanktionen gegen jede Institution drohte, die iranische Geldströme an Banken in den Vereinigten Arabischen Emiraten, Oman, Hongkong und China abwickelte. Mit dieser Maßnahme hat das Team USA das Spielbuch der US-Dollar-Knappheit vom Bankensystem des Ziels auf die gesamte Transitarchitektur um es herum ausgeweitet.

Der Fall Iran liefert ein aktuelles Beispiel dafür, wie die Einschränkung des Zugangs zu US-Dollar nicht nur Märkte, sondern auch politische Verhältnisse destabilisieren kann. Er wirft die Frage auf, ob eine ähnliche, wenn auch ausgefeiltere Strategie nicht auch an anderer Stelle angewendet wird.

Luke Gromen skizziert die gefährliche Dynamik, die hier am Werk ist: Der Iran muss nicht das US-Militär besiegen, um strategischen Schaden anzurichten, sondern lediglich den Markt für US-Staatsanleihen. Wenn der Ölpreis aufgrund von Versorgungsengpässen in die Höhe schnellst, müssen größere Gläubigerländer Staatsanleihen verkaufen, um die höheren Energieausgaben zu finanzieren. Die *Strategic Petroleum Reserve* verfügt nur über eine begrenzte Menge an Öl. **Hedgefonds halten 37 % der Nettoemissionen von US-Staatsanleihen (UST)** über gehebelte Basis-Trades – eine prekäre strukturelle Situation. Dieser Mechanismus ist nicht mehr nur theoretisch: Anfang April 2026 sanken die Bestände der Federal Reserve innerhalb von fünf Wochen um **82 Mrd. USD auf 2,7 Bill. USD** – der niedrigste Stand seit 2012 –, während die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen von 3,9 % auf über 4,4 % stiegen – das Gegenteil des typischen Verhaltens eines „sicheren Hafens“ und ein Zeichen für Zwangsverkäufe durch ölexportierende Gläubiger, die ihre Währungen verteidigen. Dies ist eine systemische Schwachstelle, die jeder Gegner ausnutzen kann.

Jeder stellt Hormus als ein „Kobayashi Maru“ dar – das No-Win-Szenario aus Star Trek. Ende April lag der Brent-Rohölpreis um mehr als 50 % über dem Vorkriegsniveau und der Waffenstillstand war weiterhin fragil. Ein Rückzug hätte das bedeutet, was Daniel Oliver als **„an American Suez crisis, precipitating the final demise of the US dollar“** bezeichnete. Eine Eskalation versetzte die Energiemärkte zusätzlich in Panik, als der Iran Ölfelder im Upstream-Bereich ins Visier nahm, was nicht nur die laufende Energieversorgung, sondern auch die längerfristige Verfügbarkeit bedroht. Katar erklärte nach Angriffen auf Ras Laffan *force majeure* für LNG-Exporte.

Alexander Campbell bietet einen Gegenpol, eine Sichtweise, die auf klassischer geopolitischer Theorie basiert: Die USA sind eine Rimland-Macht und müssen die Straße von Hormus nicht direkt kontrollieren, sondern lediglich das umliegende Meer. Campbells „separating equilibrium“ interpretiert Trumps Einladung zur Koalition nicht als Verzweiflungsakt, sondern als Mechanismus, um echte Verbündete von Trittbrettfahrern zu unterscheiden. Für Campbell ist das Aufkommen von „Friend Oil vs. Enemy Oil“ – die zunehmende Divergenz zwischen West Texas Intermediate und asiatischen Benchmarks – eine strukturelle Fragmentierung der Energiemärkte entlang geopolitischer Linien. Dennoch kommt Campbell zu derselben Schlussfolgerung: Gold. Denn Gold funktioniert in beiden Szenarien.

Die China-Dimension könnte jedoch die weitreichendsten Folgen haben. Die Bedingungen des Iran für eine sichere Durchfahrt durch die Straße von Hormus sind eindeutig: keine feindliche Haltung gegenüber dem Iran und die Bereitschaft, die verlangte Mautgebühr zu zahlen. **Akzeptiert werden chinesische Yuan, Bitcoin und ironischerweise USDT.**

Mitte April wendete sich das Blatt: Das US-Zentralkommando (CENTCOM) hatte eine Seeblockade der iranischen Häfen vollständig umgesetzt, und das Passieren der Meerenge steht nun unter amerikanischer Kontrolle. Der Vorfall bleibt dennoch als

” *The future is here, on the battlefield, and Ukraine is creating it... For the first time in this war's history, an enemy position was taken exclusively by unmanned GRS platforms and drones. The occupiers surrendered, and this operation was completed without infantry involvement and without losses on our side.*

Wolodymyr Zelenskyy

” *The storm is real. The dollar is fighting back.*

Diana Choyleva

„Finally, if the reserve asset is the lifeblood of the global trade and financial systems, it means that whoever controls the reserve asset and currency can exert some level of control over trade and financial transactions.

Stephen Miran

„Everyone has a plan until they get punched in the mouth.

Mike Tyson

dokumentierter Präzedenzfall bestehen. Laut der Deutschen Bank fließen bereits 85 % des Rohöls aus dem Nahen Osten nach Asien und Saudi-Arabien exportiert viermal mehr Öl nach China als in die USA. Der Abrechnungskreislauf aus Öl, Yuan und Gold wird am kritischsten Nadelöhr der Welt einem Stresstest unterzogen.

Dies versetzt China in eine komplexe geopolitische Lage. Bleibt die Straße von Hormus für den westlichen Schiffsverkehr geschlossen, für die mit China verbündete Schifffahrt jedoch offen, verschafft sich Peking einen enormen strategischen Vorteil: vergünstigte Energie, die in der eigenen Währung abgerechnet und über die von China kontrollierte Infrastruktur geleitet wird. Gleichzeitig riskiert es jedoch, in eine Konfrontation hineingezogen zu werden, die es bisher sorgfältig vermieden hat. Unterdessen wirkt jeder Schritt der Trump-Regierung – Venezuela, Kuba, Iran, Argentinien, die Bekräftigung der Monroe-Doktrin – wie eine Vorbereitung auf das entscheidende Ereignis: dem erwarteten Gipfeltreffen zwischen Trump und Xi. Jeder geschwächte DragonBear-Knotenpunkt, jeder neue lateinamerikanische Verbündete und jede neu gestaltete Allianz stellt ein Druckmittel dar, wenn sich die beiden Hauptakteure schließlich an einen Tisch setzen.

Doch wie Addis Goldman in *The Republic* argumentiert: „commerce is no substitute for politics — in many respects, it is its antithesis.“ Ohne ein verbindliches politisches Prinzip bleiben transaktionale Bündnisse brüchig. Peking, das den Handel als Mittel zur politischen Annäherung versteht, könnte sich als der geduldigere Strategie erweisen.

Die Konfrontation zwischen diesen beiden Hauptakteuren dominiert die Schlagzeilen. Doch die monetäre Zukunft wird nicht allein von Washington und Peking geprägt werden. Zwischen den beiden Polen liegt eine Konstellation von Mittelmächten und jede von ihnen steht vor der Frage: Zu welchem System gehöre ich? Ist es möglich, den Spagat zu schaffen? Ihre Antworten, gemessen nicht nur an der Rhetorik, der Ausrichtung des Handels und dem militärischen Engagement, beeinflussen das globale Machtgleichgewicht.

Die mittleren Mächte

Japan

Der überragende Wahlsieg der japanischen Premierministerin Sanae Takaichi veranschaulicht den in diesem Kapitel beschriebenen Wandel. Jahrelang hatten sich japanische Premierminister als Verwalter eines auf Autopilot laufenden Systems abgewechselt.

Wie Every bemerkt: „[W]hen you had revolving door Japanese prime ministers, that was a period in which we were still in the liberal world order. It didn't really matter who was running Japan.“

„When the world's dominant power that has the world's reserve currency is overextended financially, and it reveals its weakness by losing both military and financial control, watch out for allies and creditors losing confidence, the loss of its reserve currency status, the selling of its debt assets, and the weakening of its currency, especially relative to gold.

Ray Dalio

Takaichi muss inmitten von Herausforderungen regieren, die vor zehn Jahren noch unvorstellbar gewesen wären. Japan sieht sich zum ersten Mal seit einer Generation mit Inflation konfrontiert. Die Renditen japanischer Staatsanleihen steigen auf Niveaus, die sich auf die globalen Anleihenmärkte auswirken könnten. Die BOJ befindet sich in einer Zwickmühle zwischen einem schwächeren Yen und einer untragbaren Schuldenquote, die durch eine schrumpfende Bevölkerung noch weiter verschärft wird. Takaichi gewann unter anderem, weil sie dem chinesischen Druck in Bezug auf Taiwan standhielt, und die Ansicht des Sicherheitsestabishments teilte, dass Japan im Falle eines Krieges mithineingezogen werden würde, ob es das wolle oder nicht.

Die Bedeutung Japans für das US-Dollar-System kann kaum überschätzt werden. Tokio ist ein Vorreiter des neuen, integrierten Bündnismodells nach Every, bei dem Kapital in langfristige, produktive US-Investitionen gelenkt wird, anstatt Handelsüberschüsse einfach in US-Staatsanleihen zu reinvestieren. Die USA, so Every, „is literally directing where this investment is going to go. That is a capital control“. Im Gegenzug erhält Japan

Zwei Systeme, eine Welt

Die Karte der monetären Ausrichtung

■ Team USA ■ DragonBear ■ Hedging-Mittelmächte ■ Abweichende Alliierte (NATO-Mitglieder auf Sonderkurs)

DragonBear

Bevölkerung	20,9%
BIP	18,1%

Abweichende Alliierte

Bevölkerung	4,5%
BIP	15,2%

Team USA

Bevölkerung	9,6%
BIP	33,0%

Hedging

Bevölkerung	21,7%
BIP	6,7%

Quelle: IWF, Weltbank, MiningVisuals, Incrementum AG

eine tiefere militärische Integration und einen Platz am Verhandlungstisch, unabhängig davon, welche Architektur die USA gegenüber China aufbauen. **Das neue Plaza-Abkommen, falls es zustande kommt, wird ein japanisches Kapitel enthalten.**

Japans Bündnis mit dem Team USA ist tiefgreifend, aber fragil. Weiter südlich spielt ein anderer asiatischer Riese ein ganz anderes Spiel – eines, das von bewusster, strategischer Unklarheit geprägt ist.

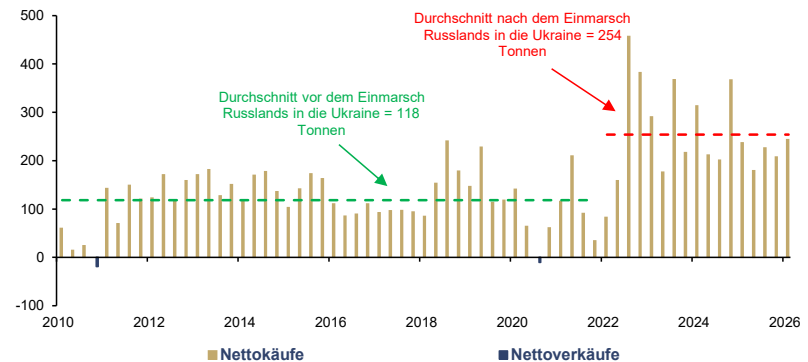
Indien

Indien hat in den letzten zehn Jahren 6.500 t Gold importiert, während Indiens Außenminister betont: „**India has never been for dedollarization.**“ **Das Ausmaß von Indiens Goldankäufen erzählt eine andere Geschichte – die einer Nation, die sich gegen jede mögliche Zukunft absichert.**⁷

Die Zentralbanken im globalen Osten haben ihre vierteljährlichen Netto-Goldkäufe von durchschnittlich 118 t vor dem Ukraine-Krieg auf 291 t erhöht – die stärkste strukturelle Kaufwelle seit Beginn der modernen Zentralbankstatistiken. Der Schwerpunkt des globalen Goldmarktes hat sich somit entscheidend nach Osten verlagert.

⁷ Siehe Kapitel „Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des weltweit größten Gold-Ökosystems“ in diesem *In Gold We Trust*-Report; sowie „BRICS & das Ringen um eine neue Weltordnung: Geopolitische Verschiebungen im Jahr 2025“, *In Gold We Trust*-Report 2025

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2026



Quelle: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Incrementum AG



„Many of the institutions that are kind of put in place by one generation and last for 75 or 100 years or more — they’re no longer built for the technological era that we’re in anymore. They’re no longer built by the same people that are alive anymore. In most cases, trust in them is generally broken down.

Lyn Alden

Wenige Tage vor den Angriffen auf den Iran traf sich Modi mit der israelischen Führung. Washington übte Druck auf Indien aus, seine Öleinkäufe aus Russland einzuschränken, und setzte dabei Zollbefreiungen als Druckmittel ein. Nach Michael Every’s Analyse würde Indien als Gewinner hervorgehen, sollte es dem Team USA gelingen, die sich abzeichnende merkantilistische Neuordnung durchzusetzen. Dennoch ist Indien nach wie vor BRICS-Mitglied, erscheint auf jenem berühmten Foto Hand in Hand mit Xi und Putin und häuft Gold weiterhin in einem Tempo an, das auf eine Absicherung gegen jedes denkbare Szenario hindeutet. **Indien weigert sich, Partei zu ergreifen – nicht aus Unentschlossenheit, sondern aus strategischer Weitsicht.** In einer Welt, die neu geordnet wird, könnte sich diese Ambiguität, gestützt durch 6.500 t physisches Gold, als der klügste Schachzug von allen erweisen.

Indien kann sich diese Zweideutigkeit leisten, weil es zwischen den Blöcken steht. Die USA haben traditionelle Verbündete, mit denen sie die Nachkriegsordnung gemeinsam aufgebaut haben. Diese Verbündeten stehen nun vor einer noch unangenehmeren Abrechnung: **Was passiert, wenn sich das System, an dessen Aufbau man mitgewirkt hat, allmählich wie eine Belastung anfühlt?**

Mit solchen Verbündeten... Europa und Kanada

„I firmly believe it is in the interest of both Spain and Europe to strengthen ties with China.

Pedro Sanchez, Ministerpräsident von Spanien

Eine Festung gegen den Feind zu bauen ist anspruchsvoll. Sie zu halten, wenn die eigenen Bewohner heimlich Notausgänge in die Mauern brechen, ist die **ungleich größere Kunst**. Deutsche Ökonomen haben öffentlich gefordert, das in New York gelagerte Gold nach Deutschland zurückzuführen.⁸ EZB-Präsidentin Christine Lagarde erklärte es für dringend notwendig, europäische Alternativen zu US-Infrastrukturen wie Visa und Mastercard aufzubauen. Zwei solcher Alternativen sind *Appia*, eine 2025 lancierte Initiative des Eurosystems zur Entwicklung eines europäischen tokenisierten Finanzökosystems, und der digitale Euro, dessen laufende Arbeiten eine Einführung nun frühestens für 2029 plausibel macht. *Carney, Starmer und Merz pilgerten allesamt nach Peking.*

Der Iran-Konflikt hat das Ausmaß des Abwanderns der Verbündeten offengelegt. Frankreich blockierte die Resolution des UN-Sicherheitsrats zur Wiederöffnung der Meerenge und handelte anschließend ein bilaterales Durchfahrtsabkommen mit dem Iran aus. Das Vereinigte Königreich blockierte die Nutzung von Diego Garcia. Italien verweigerte die Landeerlaubnis in Sigonella. Deutschland erklärte, Hormus habe „nichts mit der NATO zu tun“. Was die Griechen als „*hegemonia*“ bezeichneten – Führung, die durch das

⁸ Siehe „Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung“, In *Gold We Trust*-Report 2025

Tragen von Kosten verdient wird –, zerfällt zu „arché“: Kontrolle, die mit Gewalt auferlegt wird. Es ist genau jene Dynamik, die Campbell als Kennzeichen des imperialen Niedergangs identifiziert.

Die Verteidigungsausgaben steigen in ganz Europa in außergewöhnlichem Tempo. Die Lastenteilung, die jahrzehntelang über höfliche Diplomatie nicht erreicht werden konnte, wird nun durch Provokation erreicht. Wie Every es mit der für ihn typischen Direktheit ausdrückt: „[I]f you're Australia, Canada, European countries talking big about alternatives, good luck. Go make some B2 bombers and then talk about it.“

Selbst verbündete Nationen bauen also Alternativen zur Infrastruktur des US-Dollars auf, was unter anderem die Debatten über die Rückführung von Geldern, der digitale Euro und skandinavische Institutionen zeigen, die als Reaktion auf Trumps Vorstoß in Grönland aus US-Staatsanleihen aussteigen. Wie Luke Gromen beobachtet hat, funktionierte die Ära des Kalten Krieges, auf die Rubios Rede in München anspielt, unter einem Währungssystem, in dem Gold und nicht der US-Dollar als neutrale Reservewährung diente. Das System nach 1971 ersetzte diesen Anker durch die Hegemonie des US-Dollars, doch die ihm zugrunde liegenden Vereinbarungen bröckeln sichtbar. **Gold tritt erneut als der Vermögenswert in Erscheinung, der keine Loyalität erfordert.**

Während Team China aufbaut und Team USA verteidigt, sichern sich die Mittelmächte nach Möglichkeit ab. Doch hinter diesen strategischen Manövern verbirgt sich eine strukturelle Realität, die über jeden einzelnen Block und jedes Bündnis hinausgeht: die Verschuldung. Unabhängig davon, welches Team sich durchsetzt, weisen die Zahlen der Staatshaushalte alle in eine Richtung – und es ist eine Richtung, die die Geschichte schon einmal eingeschlagen hat.

Bis 2046 ähnelt die Währungsordnung eher der Welt vor 1914 als jener nach 1945 – mehrere konkurrierende Blöcke, jeder teilweise durch Gold gedeckt.

” *We have no eternal allies, and we have no perpetual enemies. Our interests are eternal and perpetual.*

Lord Palmerston

Das Endspiel

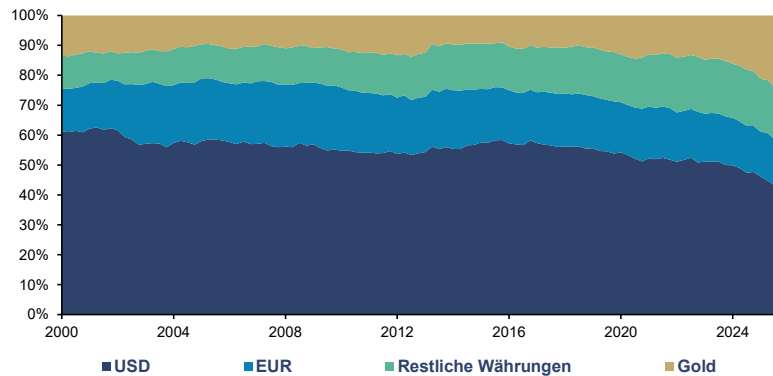
Finanzielle Repression ante portas

Von den Optionen, die überschuldeten Staaten zur Verfügung stehen – Sparpolitik, Zahlungsausfall, hohes Wachstum, Hyperinflation oder finanzielle Repression –, ist nur die letzte langfristig politisch tragbar. Die Zinssätze unterhalb der Inflationsrate zu halten, mindert die reale Schuldenlast, während die nominale Wirtschaft um sie herum wächst und so den Vermögenstransfer von Sparern zu Kreditnehmern verschleiern. Die Franzosen bezeichneten die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg als „les trente glorieuses“; wie Russell Napier feststellte, waren es 30 schreckliche Jahre für Sparer.

Die Voraussetzungen für eine neue Ära der finanziellen Repression nehmen Gestalt an. Die Verschuldung in den Industrieländern hat ein Rekordniveau erreicht, das mit Höchstständen aus Kriegszeiten vergleichbar ist – oder in einigen Fällen sogar bereits darüber hinausgeht.⁹ Kevin Warsh setzt darauf, dass KI-getriebene Produktivität die Inflation eindämmen wird – eine Wette, die historischen Erkenntnissen zufolge bestenfalls optimistisch ist. Wie die Deutsche Bank Research feststellt, ist der Anteil ausländischer Investoren, die US-Staatsanleihen halten, von rund 50 % Anfang der 2010er-Jahre auf einen gegenwärtigen Wert von etwa 32 % gesunken, während die gesamten Goldreserven der Zentralbanken nun zum ersten Mal seit 1996 die US-Staatsanleihen übersteigen – eine strukturelle Umschichtung, die aussagekräftiger ist als jede politische Erklärung.

⁹ Siehe Kapitel „Status quo der Verschuldung“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Zusammensetzung der globalen Gesamtreserven, 2000–Q3/2025



Quelle: Eichengreen, IWF, World Gold Council, Incrementum AG

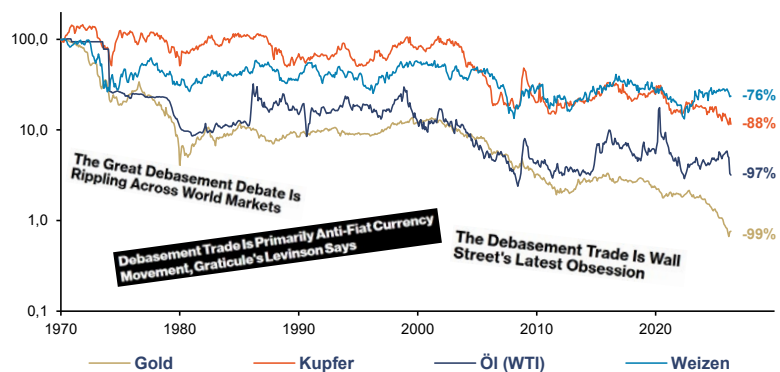
 incrementum

„This is what gold’s telling us. There’s a new system. There’s a new structure. It will have a restriction on the free movement of capital. Good for gold. And it will have more inflation. Good for gold. And it will have more of the state telling you where you should have your savings. Good for gold. That’s what the gold price is telling us.

Russell Napier

Doch hier liegt der entscheidende Unterschied zu den 1940er-Jahren und der Nachkriegszeit: Sparer und Staaten haben heute Ausstiegsmöglichkeiten, die es damals schlichtweg nicht gab. China baut aktiv ein paralleles System auf: Goldabwicklungsmechanismen, Tausende von Teilnehmern am CIPS und Vereinbarungen, die den US-Dollar-Kanal umgehen. Die finanzielle Repression läuft Gefahr, genau jene De-Dollarization zu beschleunigen, die sie eigentlich still und leise überdauern sollte.

Diverse Rohstoffe (log), in USD, 100 = 01/1970, 01/1970–04/2026



Quelle: Bloomberg, LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Wie Izabella Kaminska feststellt, ist die Umstrukturierung selbst spiegelbildlich: Während China arbeitsintensive industrielle Überkapazitäten schuf, entstanden im Westen kapitalintensive finanzielle Überkapazitäten. Beide Seiten befinden sich nun in einem schmerzhaften Prozess der „Entzombifizierung“: Peking nutzt seinen M&A-Guidance-Fonds, der Westen entzieht billiges Kapital, das seine eigenen Zombie-Unternehmen am Leben gehalten hatte. Doch nur ein Vermögenswert steht außerhalb beider Systeme, ist für die Bürger leicht zugänglich, immun gegen Manipulationen durch einzelne Staaten und abgesichert von geldpolitischen Entscheidungen: Gold.

Wenn jeder große Staat seine Währung abwertet, jede Zentralbank Gold hortet und keine einzelne Währung universelles Vertrauen genießen kann – was, wenn nicht Gold, wird dann das stabilisieren, was als Nächstes kommt?

Warum Gold in jedem Fall gewinnt

Die institutionelle Ordnung der Nachkriegszeit – Bretton-Woods, die UNO, die NATO, SWIFT, die OPEC – wird in Echtzeit abgebaut und gleichzeitig neu aufgebaut.

Da uns der diesjährige *In Gold We Trust*-Report dazu einlädt, einen Blick auf „Monetary Future“ zu werfen, betrachten wir den Zeitraum der letzten zwanzig Jahre. Im Jahr 2006 war der US-Dollar noch unangefochten, BRIC(S) war lediglich ein Akronym von Goldman Sachs, und Gold wurde zu 600 USD gehandelt. Die Vorstellung, dass billige Drohnen die Straße von Hormus sperren würden, der Iran Öl zu Yuan-Preisen für die Durchfahrt verlangt oder Stablecoins zum siebtgrößten Käufer von US-Staatsanleihen werden, wäre als Fantasie abgetan worden. Blicken wir nun also voraus ins Jahr 2046. Wenn die von uns beschriebenen strukturellen Kräfte anhalten und zunehmen – die Instrumentalisierung der auf US-Dollar lautenden Infrastruktur, die Reifung alternativer Zahlungssysteme, die unerbittliche Anhäufung von Gold durch die Zentralbanken auf beiden Seiten –, wird die Währungslandschaft des Jahres 2046 nicht wiederzuerkennen sein.

Bis 2046 ist das wahrscheinlichste Szenario weder ein klarer Sieg der USA noch ein Sieg Chinas, sondern eine Währungsordnung, die eher der Welt vor 1914 als der nach 1945 ähnelt: Mehrere konkurrierende Währungsblöcke, die jeweils teilweise durch Gold gedeckt sind. Die Abrechnung untereinander erfolgt über neutrale Instrumente – sei es UNIT, ein digitaler Nachfolger oder physisches Metall selbst. Chinas Infrastruktur wird bis dahin zwar ausgereift sein, doch sein demografischer Rückgang und seine begrenzte militärische Reichweite werden verhindern, dass der Renminbi einen echten Status als globale Reservewährung erlangt. Die USA haben Netzwerkeffekte und einen technologischen Vorsprung, die den Mehrheitsanteil des US-Dollars sichern, jedoch nicht ihr Monopol.

Sollte Präsident Trumps *Reverse Perestroika* gelingen, profitiert Gold als neutraler Vermögenswert in einer Welt voll kontrollierter Währungen und gelenkter Kapitalströme. Sollte sie scheitern, profitiert Gold sogar noch mehr – als Abrechnungsmedium zwischen konkurrierenden Blöcken, die den Zentralbanken des jeweils anderen nicht vertrauen.

Gold erfordert kein Vertrauen in den Plan eines einzelnen Teams. Genau deshalb gewinnt es, unabhängig davon, welches Team oder welche Institutionen sich letztendlich durchsetzen. **Oder, um es mit den Worten von Alexander Campbell zu sagen: „Until then, I’m long gold.“** ■

” *A nation state does not normally ‘go gentle into that good night’ during these periods, especially if they’re the incumbent power. Empires don’t voluntarily downsize. Instead, they tend to take the mask off, lash out, and aggressively seek other places to offload those problems.*

Lyn Alden

” *Die Sehnen des Krieges sind unendliches Geld.*

Cicero

Safety without compromise.
Performance without excuses.
Growth without limits.

These are the standards we hold ourselves to
as we create sustainable value for our shareholders.

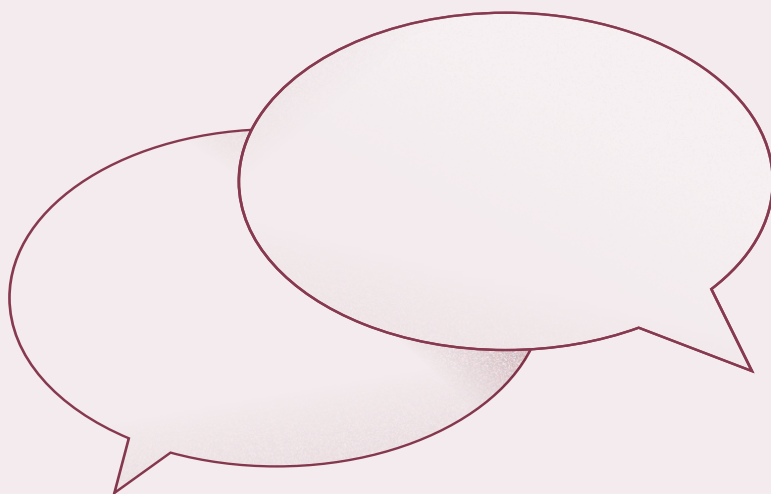


BARRICK

NYSE : B | TSX : ABX

Shovels, Not Spreadsheets

– Eine Debatte zwischen Luke Gromen und Craig Tindale



Key Takeaways

- Die Sperrung der Straße von Hormus beschleunigt den Zerfall des seit 1971 bestehenden US-Dollar-Systems. Chinas Infrastruktur für die Abwicklung von Petro-Yuan-Geschäften gegen Gold steht bereit.
- Engpässe lassen sich nicht per Knopfdruck lösen. Stillgelegte Aluminiumhütten brauchen 12 Monate zum Wiederaufstart. Selbst bei sofortiger Wiederöffnung der Straße von Hormus sind die Folgewirkungen der Sperre über Monate nicht einzementiert.
- Zwischen 50 und 98 % der globalen Raffineriekapazität für nahezu jedes strategische Metall, Gas und jede Chemikalie befindet sich in chinesischer Hand. Für die westliche AI-, Verteidigungs- und Elektrifizierungsagenda ist das eine immense Herausforderung.
- Erstmals seit über 30 Jahren ist Gold die wichtigste globale Zentralbankreserve, noch vor US-Treasuries. Ein Goldpreis von rund 22.000 USD hätte Chinas Rekord-Handelsüberschuss von 990 Mrd. USD aus dem Jahr 2024 vollständig durch Goldimporte ausgeglichen.
- Mit US-Sozialausgaben plus Zinsaufwand bei über 100 % der Staatseinnahmen löst jede Rezession zwangsläufig eine Schuldenspirale aus. Liquiditätsspritzen treffen auf physische Engpässe. Eine formelle Goldneubewertung ist wahrscheinlicher als zu jedem Zeitpunkt der letzten 40 Jahre.
- Der Minen-Sektor macht global gerade einmal 2–3 % des weltweiten Kapitalmarkts aus. Wenn Kapital aus AI- und Tech-Positionen in physische Engpässe rotiert, ist die Konsequenz eine Verwerfung historischen Ausmaßes.



THREE CONTINENTS, ONE VIDEOCALL — discussing commodities, geopolitics, and the architecture of the next monetary order



LUKE GROMEN is the founder of **FFTT, LLC** ("Forest for the Trees"), a macro/thematic research firm catering to institutions and sophisticated individual investors. Luke's vision for FFTT was to create a firm that would address the opportunity he saw created by applying what customers and former colleagues consistently described as his "unique ability to put the big picture pieces together" during a time when they saw an increasing "silo-ing" of perspectives occurring on Wall Street and in corporate America.



CRAIG TINDALE is a private investor, noted keynote speaker and founder of many successful start-ups. He spent nearly four decades working in software development, technology business strategy, and infrastructure. From 2018 through 2025, he operated a private family office. Throughout his career, the throughline remained constant: proximity to real systems. Not abstractions, narratives, or models, but the physical and operational constraints that determine whether trade clears, supply arrives, and institutions function under stress.

His Substack can be found at ctindale.substack.com

Das Gespräch wurde am 13. April 2026 aufgenommen. Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte. Die gesamte Debatte finden Sie im englischen Original [hier](#), das Video auf YouTube [hier](#).

Ronald-Peter Stöferle: *Hello, it's a great pleasure hosting two of my very, very favorite voices on commodities and global macro, Luke Gromen and Craig Tindale. Gentlemen, thanks for taking the time.*

Craig Tindale: Thank you.

Luke Gromen: Thanks for having us.

Ronald-Peter Stöferle: *Luke, we've been subscribers to your research since 2016 or 2017, and have featured you several times in the In Gold We Trust report.¹ Craig, you're the new kid on the block. Your white paper "Critical Materials, Strategic Analysis" has gone viral since December and reportedly reached the White House and the Pentagon.*

It sparked a conversation about something most people in finance still aren't paying attention to: the physical world. Today I want to bring together the physical side you've followed for decades, Craig, and the monetary lens Luke covers so well.

We are writing the 20th In Gold We Trust report, and the leitmotiv and title is "Back to the Monetary Future." We're looking back at the last 20 years at what actually happened, and we're also looking into the next couple of years and the next couple of decades.

Given all the developments we're seeing at the moment, around the petrodollar, the Iran crisis, how Treasury markets and the US dollar are reacting, is this the end game of the petrodollar and the beginning of what we once called petrogold?

¹ Siehe „From Trade Restructuring To Monetary Reset? – Eine Debatte zwischen Louis-Vincent Gave und Luke Gromen“, In Gold We Trust-Report 2025; „Energie, Krieg & Inflation - Exklusivinterview mit Luke Gromen“, In Gold We Trust-Report 2022; „Exklusivinterview mit Luke Gromen: A Deep Dive into the Geopolitics of Oil, Gold, and Money“, In Gold We Trust-Report 2020

Luke Gromen: It has the potential to be a major change in the global monetary system. Someone asked if the Trump administration is trying to end the US dollar's reserve status. I said, look, it's a very suboptimal way to go about it, in my opinion, but it's a highly effective way of doing it. You're going to disrupt supply chains so drastically that you force everybody to rerate their priorities.

„You could open the strait tomorrow and still have downstream effects.

Craig Tindale

For 50-plus years the system has worked like this: we send factories overseas, buy stuff from those factories, and they recycle our US dollars back into our financial markets. The US ends up with financial investment and few factories; the rest of the world with factories and US dollar assets. Once you curtail supply chains as drastically as we're about to, you force the world to sell US dollar assets to buy finite commodities.

China has the infrastructure for a petro-yuan-through-gold arrangement already set up. The pipes are there, there's been some volume through, and the means, motive, and opportunity are all there. To me it's crystal clear that we're in one of those weeks where decades happen, as Lenin famously said.

Ronald-Peter Stöferle: *Craig, do you want to add something?*

Craig Tindale: It's no accident that China ended up refining 50 to 98% of almost every metal, chemical, and gas you can come across. That's created a bifurcation of the US dollar: if you have to buy from China, often you pay in yuan. It started with iron ore miners, FMG selling in yuan back in 2016. BHP, the last hold-out, tried a buyer's strike late last year and changed their mind in three weeks.

The sulfur and helium shortages compound things: sulfur refines much of the remainder, including high-sulfide gold ore in Nevada, Finland, and New Guinea. Copper is refined in China using sulfuric acid, and 70% of silver comes from that process. China is the only shop in town, and they have a mechanism to break the dollar on commodities if they want. About 50% of the world's debt is US dollar-denominated, so a global downturn means the electrification build-out and AI data centers become castles in the sky.

The MAG-7 is 40 to 50% of the market. If Nvidia and AMD can't put inventory into data centers because they can't get copper or silver, things get hectic. This is why Trump went into Venezuela and why he's looking at Iran. The US has been told it may face cutoff from silver, gallium, or whatever China wants. That's intolerable, because gallium goes into the microwave weapons that make drones drop from the sky.

The US has to do something, or give up defending itself, or withdraw to the continental US because it can't rearm. Trump's hand has been forced: If he doesn't act, by year-end he's over a barrel with cut-off copper and nobody can build AI data centers. The theoretical AI race disappears because the Chinese will have the copper and rare earths and the US won't.

Ronald-Peter Stöferle: *Craig, as the Strait of Hormuz is now closed again, twice, by both the Iranians and the Americans, where do you see the second- and third- order effects? In which markets do you think the damage is dramatic enough that it's going to take a long time to repair?*

Craig Tindale: It's right across a lot of things. You could open the strait tomorrow and still have downstream effects. Poorer countries like Nigeria, Bangladesh, and parts of India haven't got LNG or sulfuric acid for fertilizer. Bangladesh's fertilizer factories are at about 20% capacity. You can open the strait, but you can't change the planting seasons.

You end up with aluminum smelters shut down, one in Iran and one in Saudi Arabia. Economists say you just push a button and start it again. The reality is, if an aluminum smelter shuts down, it takes 12 months to start up, you literally have to get jackhammers to reopen it. Opening American and Australian rare earth capabilities takes years. There's a three- or four-dimensional game of chess happening outside our hierarchy of intelligence.

Ronald-Peter Stöferle: *Luke, would you have expected this much complacency? The war's been going on a month and a half and the S&P 500 is just 200 or 300 points below all-time highs. Are markets just conditioned like Pavlovian dogs expecting another pivot, or is this another great opportunity on the short side?*

Luke Gromen: No, I've been surprised at the duration. People still don't understand what's happening on the ground. Six days after the war started I told an institutional prospect to position for Hormuz still being closed at end of June. Their face dropped. They said, that can't happen, you're saying a billion people are going to starve. I said, I understand exactly what I'm saying.

Married with everything Craig laid out, the physics and supply chains can't be brought back up quickly, but there's still this sense that Trump's going to taco and it'll all be fine. The biggest thing

people are mispricing is that this is existential: for the US for the reasons Craig laid out, for Iran, Israel, Russia, and China all for their own reasons.

Almost every analysis I see on when the strait reopens comes down to: America-plus-Israel is so much greater than Iran. That ignores that Russia and China see this as existential and have been helping with targeting and supplying. It's the graveyard-of-empires hubris: it's always been a bad idea to invade Persia, but we're different, we're America.

Lay all of that against what Craig understands arguably best in the world: the "for want of a nail" dynamics. For want of a nail the cart was lost; ultimately, for want of a nail, the kingdom was lost. Overlay the supply chain dynamics with the great power dynamics and the macro, and remember we're not doing this with record low levels of debt or record low levels of supply chain complexity. We're running toward what I've called a Tom Hanks COVID moment: in January we knew something was happening, in February we asked is this real, then Tom Hanks said I've got COVID and we locked everything down. That's what we're heading toward in weeks or days.

It could be anything. When you start seeing fuel protests in Ireland, these things will break out everywhere. At some point markets will realize things are much more broken in the physical world than they thought, and this equity claim to that world isn't worth what they thought. It mathematically cannot be.

Ronald-Peter Stöferle: *Craig, what fascinates me about your work is that everyone in finance talks about price, but you talk about whether the stuff exists at all, whether it can be delivered, who controls it, who's refining it. You once called it the end of infinite materiality.*

Do you see a big shift in understanding of shortfalls in the physical and refinery world, and who controls access to commodities? Or are politicians and companies still way behind the curve?

Craig Tindale: They're not moving fast enough. Feedback from executives across rare earths, titanium, and copper is consistent. We need to open six major mines a year and we're opening one. It takes five years to get a Siemens transformer on site, now blowing out to six or seven. Their latest report showed EUR 143bn in back orders.

Inside the administration they're well aware they're caught in a trap. It takes a while to get the Queen Mary moving. They know they need time. The Iran move is a way of choking energy to slow down Chinese motivations to cut off the Americans and Japanese from rare earths and copper.

There's a mismatch. Everything's overvalued. Nvidia's Blackwell Ultra filings show copper and rare earth use extrapolating exponentially: 2028 projections put Nvidia at 250,000 t of copper, against 30,000 to 40,000 t now. There's chip inventory sitting outside data centers that can't get electrified because they can't get transformers or gas turbines. It now takes five years to get a gas turbine. We're in our Wile E. Coyote moment, out over the cliff.

Ronald-Peter Stöferle: *We saw a tiny spike in the US dollar last year during Liberation Day, then it sold off. During the Iran crisis the US dollar hasn't spiked either, against the old playbook. Is that confirmation of the weaker- US dollar thesis? Every politician wants a weaker currency. Against what do you devalue?*

Luke Gromen: It's been remarkably steady in both directions. I'd have guessed it would strengthen more in the Iran situation than it has. Maybe that's a function of what we touched on: nobody believes it's about to get as bad as it is.

„It's the graveyard-of-empires hubris: it's always been a bad idea to invade Persia, but we're different, we're America.

Luke Gromen

The strength of gold has something to do with this. Gold has on the margin replaced US Treasuries as the primary reserve asset. Global central banks stopped reserving Treasuries 12 years ago and have been buying gold ever since, so much so that gold now exceeds Treasuries in global reserves for the first time in 30 or 35 years.

Every time the US has sat down with China and said you need to strengthen the yuan, China has been saying, look, the problem isn't the yuan. You've overvalued the US dollar versus gold so laughably that if you want the US dollar to fall, you need to let gold rise. Bessent has essentially done that, with gold running from USD 2,000 up to USD 5,500.

„The privilege of having the reserve currency obscured the reality of the economy. It made it look better than it was.

Craig Tindale

People say China is overproducing, and yes, they're subsidizing their industry. So is America, we're just subsidizing stupid wars in the Middle East rather than an industrial base. Now we're going to try to subsidize an industrial base with all the challenges Craig has highlighted.

Look at China's 2024 trade surplus of USD 990bn, netted against gold imports: if gold were USD 22,000 an ounce, China would have run a balanced book of trade. On 2025's USD 1.2trn surplus the number is roughly USD 26,000 per ounce. What we're watching with US dollar action, not rising as expected in a war, not falling as expected, is the growing influence of gold in relative valuations.

The euro is the big cross-currency pair against the US dollar. As gold goes up, that's good for the euro and bad for the US dollar. That's China's point: gold is ultimately the arbiter of balance, as it has been for 5,000 years. Let gold go and trade will balance, and you'll be competitive with gold at USD 20,000. Draconian implications for the US dollar, but we need a weaker US dollar to re-industrialize.

Ronald-Peter Stöferle: *Craig, 2022 was an important moment, the Western world sanctioning Russia and freezing USD 300bn in Russian assets, which prompted emerging market central banks to buy more than 1,000 t of gold for three years running. Could we see those financial sanctions essentially reversed, with emerging markets saying: we've got the commodities, so you better behave?*

Craig Tindale: China produces about 500 t of gold a year, most going to Hong Kong, about 30% refined from ore out of Australia, Peru, Chile. They've got a lock on gold as well as silver and everything else. Material sanction against a financial sanction: we locked up USD 300 billion in Russian assets; the Chinese could easily lock up everything we need, including gold, creating a shortage in Western markets.

Silver is a good example: we're about 5,000 t in deficit per year, 25,000 t over the last five years. 70% comes from China. If China doesn't send it, we go to 13,000 t in deficit. Look at the Chicago Mercantile Exchange and the London Metal Exchange, the latter owned by the Chinese. If you buy metal on Shanghai, you put down a high premium and make payments towards delivery. They've built an exchange to deliver metal. We built exchanges to speculate. An explosive situation across all the metals.

You're right about the 1 or 2%. There's about a USD 300trn capital market globally, and 2 to 3% of it is in mining. There has to be a rotation from hell, money leaving speculative AI data centers they can't build anyway. A luminary said to me the other day: it's like Niagara Falls going through the eye of a needle. That reorganizes the market.

Just like in COVID: the market kept going, airlines closing down but airline stocks going up, ocean liners shut down but ocean liner stocks going up. Then all hell broke loose and everyone ran for the exits. Gold at USD 25,000 isn't hard to imagine. To save the USD, at some point they have to anchor it on a commodity mix.

Rubio said less than two weeks ago: in five years, not everyone's going to be using the USD. It was almost an acknowledgment they see it coming and need plans to reconstitute it. Then you get the fabled thing we all thought might happen but never really believed: gold has to be revalued significantly higher. I've been in this market 40 years and started to believe it wouldn't. In the last 12 months I think there's a great chance it does, especially if someone else moves first.

We're at a pinch-yourself-to-be-alive moment. Something has to give. The FOMC framework selected for this: their theories priced the whole economy on consumable CPI goods and none noticed the industrial base falling apart. The privilege of having the reserve currency obscured the reality of the economy. It made it look better than it was. They've all woken up and gone, my God, we haven't really got an economy.

How that implodes is anyone's guess. We know the conditions; how it unfolds is policy-path-dependent on what Trump does next and what the Chinese do. They've got countermoves on our countermoves and we've got countermoves on theirs. But a gold revaluation, you'd have to say it's probably the most probable it's been in the last 40 years since I started investing.

How does the US dollar anchor itself? If it can't buy commodities, if it can't buy what China provides, how does it anchor itself? There's demand because people have to buy US dollar to pay bonds, but is that enough? Can they re-industrialize on that basis? I question that.

„The choice: print money or inject liquidity into a commodity spike to contain the bond market, or stand aside and let yields curtail the domestic economy.

Luke Gromen

Ronald-Peter Stöferle: *Usually the reaction function to a crisis is: the Fed takes care of it. But we're in an inflationary environment. You're positioned over 50% in cash and gold bullion. What could we see from the Fed? QE? Transitory inflation and rate cuts? Yield curve control? Or something new?*

Luke Gromen: It's over 50% cash and gold bullion combined. They're in a pickle. Stagflation is ultimately just an emerging market currency crisis in a developed market, that's all it really is. The choice: print money or inject liquidity into a commodity spike to contain the bond market, or stand aside and let yields curtail the domestic economy. We're starting this from US entitlements plus interest expense at over 100% of receipts. Any recession is mathematically certain to produce a debt spiral, and the West goes right alongside.

Ronald-Peter Stöferle: *Luke, one final question. It's always at the end of your reports: how do we make money with it?*

From an asset allocation point of view, April 2026, thinking long-term, what would be your advice for an institutional client in this environment and for what we're forecasting for the next couple of years?

Luke Gromen: You want an elevated cash position, your ballast and optionality, and you get paid to wait. You want an elevated gold position, expressed as physical bullion, because if you don't hold it, you don't own it. International law and property rights are being stretched, to be polite. Cash, gold, and well-capitalized companies set to benefit from the bottlenecks: materials, electrical infrastructure, industrials.

Where stocks are cheap and sentiment is awful, it's still China. Chinese equities look cheap and they're competing well, though in the short run you're considered a traitor for saying so. Beyond that there's nothing very interesting about most markets other than cash, gold, and well-capitalized commodity bottlenecks.

I'm reading a book about Gallipoli, how a globalized world forced Britain's hand to do things that weren't in its interest. It rhymes. Globalized supply chains are forcing the US to do things that probably aren't in its interest, more like Japan bombing Pearl Harbor: they felt they had to act now because it was only going to get worse. And of course, it didn't work out great for the Japanese.

So I'm really just trying to focus on those areas where there is a concrete five-year outlook of strong potential, and that's electrical infrastructure, well-capitalized plays on these industrial and commodity supply chains. I think gold and gold miners fit in that as well.

Ronald-Peter Stöferle: *Talking my book, actually. Similar asset allocation here. Luke, thank you for your terrific work over all these years, discussing the Forest for the Trees.*

Thank you very much, Luke and Craig. It's been a pleasure. All the best, and talk to both of you soon.

Das war ein Auszug der Debatte zwischen Luke Gromen und Craig Tindale. Das vollständige Transkript dieser Diskussion finden Sie [hier](#), das Video dieser Debatte ist unter [diesem Link](#) abrufbar.



ECHTE WERTE

Mehr Sicherheit für ihren finanziellen Wohlstand

Ihr kompetenter Partner für strategische Lösungen in physischem Gold und Silber.

Für Privatpersonen, Familien, Arbeitgeber und Angestellte.



Elementum International AG · Marktgasse 4 · 6460 Altdorf · Switzerland

☎ +41 41 589 6932 • ✉ info@elementum-international.ch • 🌐 www.elementum-international.ch

Gold und das Ende des US-Dollar-Standards



Key Takeaways

- Die Kapitalbilanz und die Kapitalströme bestimmen maßgeblich die Handelsbilanz – und nicht umgekehrt. Große Netto-Kapitalexporte aus Überschussländern erzwingen entsprechende Leistungsbilanzdefizite an anderer Stelle.
- Hohe Handelsüberschüsse entstehen nicht durch natürliche Vorteile, sondern durch politische Maßnahmen, die in Ländern wie China, Deutschland und Japan den Konsum der Haushalte dämpfen und massive Überschussersparnisse erzeugen.
- Die USA wurden zum finalen Ausgleicher der weltweiten Überschussersparnisse und mussten dafür anhaltende Leistungsbilanzdefizite hinnehmen. Washington sieht den Reservewährungs-Status inzwischen eher als „exorbitante Belastung“ denn als Privileg.
- Die USA sind nicht mehr bereit, die Rolle des finalen Ausgleichers zu spielen und weiterhin die Überschussersparnisse der Welt in US-Dollar-Anlagen aufzunehmen. Dadurch gerät der bisherige Dollar-Standard unter Druck.
- Mit zunehmenden politischen Risiken bei US-Dollar-Reserven übernimmt Gold verstärkt die Funktion einer neutralen Reservewährung ohne Gegenparteirisiko. Zentralbanken und Überschussländer diversifizieren deshalb stark in Gold.
- Gold löst sich vom alten Modell aus Realzinsen, Volatilität und Liquidität und wird zunehmend durch die strukturelle Nachfrage nach neutralen Reservevermögen getrieben. Solange die globalen Überschussersparnisse weiter bestehen, bleibt der langfristige Aufwärtstrend für Gold intakt.

Die Kapitalbilanz befiehlt, die Handelsbilanz gehorcht, nicht umgekehrt.

Eugen von Böhm-Bawerk



Michael McNair ist Fondsmanager bei einem großen institutionellen Vermögensverwalter mit Sitz in den USA. Folgen Sie ihm auf X und auf Medium.

Es war der 15. August 1940, und Adolf Galland hatte gerade miterlebt, wie die Luftwaffe an einem einzigen Tag 75 Flugzeuge verlor. Der deutsche Geheimdienst schätzte, dass die RAF nur noch über 300 Kampfflugzeuge verfügte. Die Briten hätten eigentlich fast am Ende sein müssen. Stattdessen tauchten RAF-Staffeln immer wieder zur richtigen Zeit am richtigen Ort auf, in einer Anzahl, die eigentlich unmöglich gewesen wäre. Galland, einer der besten deutschen Kommandeure, hielt später fest, dass die RAF genau zu wissen schien, wohin und wann sie ihre Flugzeuge schicken musste. Er konnte die Ergebnisse sehen, aber er konnte sie nicht erklären.

Ohne dass die Deutschen davon wussten, hatte Hugh Dowding die Luftverteidigung still und leise revolutioniert. Radarstationen entlang der Küste sandten ihre Daten zu sogenannten Filterstationen, die wiederum Sektorleitstellen mit den bereinigten Daten versorgten. Diese schickten die britischen Jäger genau dorthin, wo sie gebraucht wurden. Die Luftverteidigung war zu einem integrierten Informationssystem geworden. Die Luftwaffe führte den Kampf mit einem Rahmenwerk, das auf Spanien, Polen und Frankreich aufbaute. Doch Dowding hatte die Natur des Kampfes völlig verändert, und die Deutschen lasen ihn mit der falschen Karte.

Gold hat einen ähnlichen Paradigmenwechsel durchlaufen, und die meisten Anleger haben dies noch nicht vollständig erkannt.¹ Sie können die Preisentwicklung sehen, versuchen aber immer noch, sie innerhalb des alten Rahmens zu erklären. Jahrelang ließ sich Gold recht gut anhand eines Drei-Faktoren-Modells verstehen, das auf Realzinsen, Volatilität und Liquidität basierte. Diese Karte funktioniert allein nicht mehr. Gold wird zunehmend nicht nur als Absicherung innerhalb der bestehenden Währungsordnung gehandelt, sondern als Reservewährung außerhalb derselben.

„The four most dangerous words in investing are: this time it's different.“

Sir John Templeton

In diesem Kapitel wird argumentiert, dass sich die Rolle von Gold verändert, weil sich das internationale System um es herum verändert. Um diesen Wandel zu erklären, müssen wir die gesamte Logik durchgehen, die uns hierher geführt hat. Wir beginnen mit einer einfachen Zahlungsbilanzgleichung. Anschließend zeigen wir, wie eine Reihe von innenpolitischen Maßnahmen in Überschussländern den Konsum systematisch dämpft und zu Ersparnisüberschüssen führt. Diese überschüssigen Ersparnisse schaffen einen wachsenden Bedarf an Reservewährungen und erzwingen an anderer Stelle im System entsprechende Defizite. Das wiederum erklärt, warum der Status als Reservewährung für die USA zu einer Belastung geworden ist und warum die USA nun versuchen, das globale Handels- und Kapitalflusssystem umzustrukturieren. Von dort

¹ Eine detaillierte Analyse finden Sie in „Das neue Gold-Playbook“, In Gold We Trust-Report 2024

aus können wir verstehen, warum Gold wieder eine Reservefunktion übernimmt, warum dies die Art und Weise verändert, wie Gold gehandelt wird, und wie eine zukünftige Reservearchitektur letztendlich aussehen könnte.

Galland war immer wieder überrascht, weil er den Kampf noch immer durch die Brille des alten Rahmens betrachtete. Die Überraschungen waren das Signal dafür, dass sich das System selbst verändert hatte. Goldinvestoren sollten nicht denselben Fehler begehen.

Ein Leistungsbilanzdefizit geht immer mit einem Kapitalbilanzüberschuss einher, ein Leistungsbilanzüberschuss immer mit einem Kapitalbilanzdefizit. Wer Waren importiert, exportiert Forderungen.

Die Zahlungsbilanz

Die meisten Diskussionen über den internationalen Handel konzentrieren sich nur auf Waren und Dienstleistungen. Doch das erfasst nur die Hälfte des Bildes. Wenn Geld Grenzen überschreitet, geschieht dies auf eine von zwei Arten. Entweder werden damit Waren und Dienstleistungen gekauft, was in der Leistungsbilanz erscheint, oder es werden Finanzanlagen gekauft, was in der Kapitalbilanz erscheint. Jeder Nettohandelsstrom hat auf der anderen Seite einen entsprechenden Nettokapitalstrom. Diese beiden Ströme sind untrennbar miteinander verbunden durch das, was Ökonomen als Zahlungsbilanz bezeichnen, die sich in einer einfachen, aber aussagekräftigen Gleichung ausdrücken lässt:

$$\text{Leistungsbilanz} = \text{Kapitalbilanz}^2$$

Ein Land, das mehr importiert als exportiert, muss per Definition Forderungen an sich selbst an Ausländer verkaufen. Ein Land, das mehr exportiert als importiert, muss per Definition Forderungen an andere akkumulieren. Anders ausgedrückt: Ein Leistungsbilanzdefizit geht immer mit einem Kapitalbilanzüberschuss einher, und ein Leistungsbilanzüberschuss geht immer mit einem Kapitalbilanzdefizit einher.

Das mag abstrakt klingen, hat aber enorme Auswirkungen. Es bedeutet, dass anhaltende Handelsungleichgewichte niemals nur eine Frage des Güterhandels sind. Es geht dabei auch darum, wohin überschüssige Ersparnisse fließen und welche Länder bereit oder gezwungen sind, die entsprechenden Nettokapitalzuflüsse aufzunehmen.

Die Bilanzgleichung der Zahlungsbilanz besagt zudem, dass jede Veränderung auf der einen Seite der Gleichung durch eine gleich große und entgegengesetzte Veränderung auf der anderen Seite ausgeglichen werden muss. Wenn beispielsweise ein japanischer Pensionsfonds oder die Bank of Japan ihre durch den Handel erwirtschafteten US-Dollar nutzt, um US-Finanzanlagen im Wert von 1 Mrd. USD zu kaufen, müssen – unter sonst gleichen Bedingungen – die US-Nettoexporte um 1 Mrd. USD sinken und die japanischen Nettoexporte um 1 Mrd. USD steigen, obwohl diese Transaktion keinen direkten Bezug zum Handel mit Waren und Dienstleistungen hat.

Vor einem Jahrhundert spielte dies eine geringere Rolle, da die Kapitalströme viel geringer waren und der Großteil der internationalen Finanzgeschäfte direkt mit dem Handel verbunden war. Heute sind die Kapitalströme enorm, und die weltweiten Devisentransaktionen stellen die Handelsströme um ein Vielfaches in den Schatten. Wenn wir uns ausschließlich auf die Handelsströme konzentrieren, ignorieren wir die entscheidende

” *Just when you find the key to the market, they change the locks.*

Gerald Loeb

” *An economist is an expert who will know tomorrow why the things he predicted yesterday didn't happen today.*

Laurence J. Peter

” *A price is a signal wrapped up in an incentive.*

Alex Tabarrok

2 Die technische Identität der Zahlungsbilanz lautet: Leistungsbilanz = Kapitalbilanz, doch der Einfachheit halber verwenden wir „Handelsbilanz“ anstelle von „Leistungsbilanz“. Es sei darauf hingewiesen, dass sich die Leistungsbilanz geringfügig von der Handelsbilanz unterscheidet – eine Tatsache, die wir für unsere Diskussion außer Acht lassen können.

Rolle, die Kapitalströme bei der Gestaltung der Handelsergebnisse spielen. Tatsächlich sind es im heutigen globalen Finanzsystem oft die Kapitalströme, die die Handelsströme bestimmen, und nicht umgekehrt.

Da Kapitalströme die Handelsergebnisse beeinflussen können, ist es unerlässlich zu verstehen, was überhaupt zu anhaltenden Netto-Kapitalexporten führt. Einige Länder erwerben Jahr für Jahr systematisch Auslandsforderungen, während andere gezwungen sind, die entsprechenden Defizite zu absorbieren. Dies ist keine Folge von komparativen Vorteilen im traditionellen Sinne. Es ist das Ergebnis innenpolitischer Entscheidungen in Überschussländern, die den Konsum dämpfen, die Produktion subventionieren und Überschussersparnisse generieren.

Das Investitionswachstumsmodell und überschüssige Ersparnisse

„*There are four kinds of countries in the world: developed countries, undeveloped countries, Japan and Argentina.*

Simon Kuznets

In den 1960er- und 1970er-Jahren begann Japan mit der Umsetzung eines Investitionswachstumsmodells. China übernahm in den 1990er-Jahren eine Variante davon. Deutschland verfolgt seit den Hartz-IV-Arbeitsmarktreformen von 2003–05 eine eigene Variante. Südkorea, Taiwan und ein Großteil der aufstrebenden Länder Asiens sind ähnlichen Strategien gefolgt.

Das Investitionswachstumsmodell ist ein Bündel von Maßnahmen, die Einkommen von Haushalten an Produzenten umverteilen. Zu diesen Maßnahmen gehören Währungsunterbewertung, finanzielle Repression, Lohndämpfung und direkte Subventionen für Produzenten. Währungsunterbewertung verteuert Importe und verbilligt Exporte. Finanzielle Repression hält die Zinssätze deutlich unter den Wachstumsraten, was Sparer effektiv besteuert und Kreditnehmer subventioniert. Lohndämpfung hält die Löhne im Verhältnis zur Produktivität niedrig, wodurch die Kaufkraft der Haushalte sinkt, während die Unternehmensgewinne steigen. Direkte Subventionen für strategische Industrien senken die Produktionskosten, wobei die Kosten letztlich von den Haushalten über Steuern oder geringere Transferleistungen getragen werden.

„*Ask five economists and you'll get five different explanations; six, if one went to Harvard.*

Edgar R. Fiedler

All diese Beispiele sind bewusste politische Entscheidungen, die den Anteil der Haushalte an der Wirtschaft schmälern. Hohe Sparquoten in Ländern wie China sind nicht in erster Linie das Ergebnis kultureller Sparsamkeit oder der demografischen Struktur. Sie sind die mechanische Folge von Maßnahmen, die den Einkommensanteil der Haushalte unterdrücken und den Anteil der Produzenten erhöhen.

Wie Überschussersparnisse entstehen

Wenn das Haushaltseinkommen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung gedrückt wird, sinkt der Konsum im Verhältnis zur Produktion. Und da Ersparnisse gleich Produktion minus Konsum sind, ist die Differenz zwischen beiden die Überschussersparnis.

$$\text{Ersparnisse} = \text{Produktion} - \text{Konsum}$$

Wichtig ist, dass hohe Ersparnisse nicht das Ergebnis einer Entscheidung der Haushalte sind, sondern das Nebenprodukt einer Politik, die Einkommen von den Haushalten weg und hin zu den Produzenten umverteilt.

„*Economics is too important to be left to economists.*

Abhijit V. Banerjee

John Hobson hat diese zugrunde liegende Dynamik bereits vor über einem Jahrhundert erkannt. Er argumentierte, dass bei einer Verschiebung der Einkommensverteilung weg von den Verbrauchern hin zu den Produzenten die Nachfrage nach Konsumgütern im Verhältnis zur Produktionskapazität zu langsam wächst. Infolgedessen generiert die Wirtschaft mehr Ersparnisse, als der Konsum rechtfertigen kann.

Länder, die ein investitionsorientiertes Wachstumsmodell verfolgen, stehen nicht sofort vor einem Problem der Kapitalanlage, da sie diese überschüssigen Ersparnisse in inländische Investitionen lenken, oft in außerordentlichem Umfang. Dies verzögert für eine gewisse Zeit die Anpassung gegenüber dem Ausland. Hohe Investitionen absorbieren die überschüssigen Ersparnisse, das BIP wächst rasch, und das Modell scheint sich zu bestätigen.

Doch jedes Land, das jemals ein Investitionswachstumsmodell angewandt hat, stößt auf dieselben Probleme. Die Investitionen übersteigen die rentablen Möglichkeiten. Kapital wird falsch allokiert. Es häufen sich uneinbringliche Forderungen. Und die Fähigkeit der Wirtschaft, ihre eigenen überschüssigen Ersparnisse produktiv zu absorbieren, beginnt sich zu verschlechtern.

Gleichzeitig verlagert das Modell die Nachfrage weg von den Handelspartnern. Gedämpfter Konsum und subventionierte Produktion machen die Exporte des Überschusslandes künstlich billig, verdrängen ausländische Produzenten und ziehen Nachfrage aus dem Rest der Welt an. Das trägt dazu bei, hohe Investitionen länger aufrechtzuerhalten, als es die inländischen Fundamentaldaten allein zulassen würden. Aber es beseitigt nicht das zugrunde liegende Ungleichgewicht. Es zögert die Abrechnung nur hinaus und verteilt die Kosten.

Schließlich ist der inländische Investitionskanal gesättigt. Sobald dies geschieht, muss ein größerer Teil der überschüssigen Ersparnisse als Außenhandelsüberschuss nach außen abfließen, und die Last der Anpassung wird auf die Handelspartner abgewälzt.

Warum die Externalisierung des Ungleichgewichts eine Belastung für das Ausland darstellt

Wenn ein Land das Einkommen und den Konsum der privaten Haushalte im Verhältnis zur Produktion systematisch drückt, muss der daraus resultierende Produktionsüberschuss, z. B. Ersparnisse, irgendwo absorbiert werden. Er kann im Inland durch erhöhte Investitionen absorbiert oder über Leistungsbilanzüberschüsse exportiert werden. Wenn er exportiert wird, wird die Anpassung auf die Handelspartner verlagert.

Nicht alle Handels- oder Leistungsbilanzdefizite spiegeln diese Dynamik wider. Ein Defizit kann auf einen gesunden intertemporalen Handel hindeuten. Wenn Kapital in eine sparsamkeitsbeschränkte Wirtschaft fließt, produktive Investitionen finanziert, die künftige handelbare Produktion erhöht und einen plausiblen Weg zur Umkehrung schafft, ist das Defizit das vorübergehende Gegenstück zur Entwicklung. In diesem Fall ist der Zufluss wirklich vorteilhaft, da er die künftige Produktionskapazität erweitert.

Es gibt jedoch eine ganz andere Art von Defizit. Wenn ein Land durch die Umverteilung von Einkommen von Haushalten zu Produzenten ein Sparüberhang schafft, kann es einen Teil dieses Ungleichgewichts durch den Export dieser Ersparnisse auf den Rest der Welt abwälzen. Ein anderes Land muss dann das Defizit und den damit verbundenen Nachfragemangel auffangen. Fließen diese Mittel in eine fortgeschrittene Volkswirtschaft, in der Investitionen nicht durch knappe inländische Ersparnisse eingeschränkt sind, führen sie nicht automatisch zu zusätzlichen produktiven Investitionen. In solchen Volkswirtschaften werden Investitionen in der Regel durch die Nachfrage, die erwartete Rentabilität und die Risikobereitschaft begrenzt. Die Anpassung erfolgt daher stattdessen durch geringere inländische Ersparnisse — entweder in Form von schwächerer Produktion, höherer Arbeitslosigkeit, höherer privater Verschuldung, größerer Haushaltsdefizite oder Vermögensinflation.

Die anhaltenden, einseitigen Ungleichgewichte der letzten vier Jahrzehnte sind nicht das Ergebnis eines gesunden intertemporalen Handels mit Aussicht auf eine Umkehr. Es handelt sich um strukturelle Überschüsse, die den Handelspartnern die Anpassung aufzwingen. Im positiven Fall finanzieren Kapitalzuflüsse zusätzliche

” *Practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence are usually the slaves of some defunct economist.*

John Maynard Keynes

” *What is not good for the beehive cannot be good for the bee.*

Marcus Aurelius

” *Nothing so undermines your financial judgement as the sight of your neighbor getting rich.*

J.P. Morgan

Die Rolle des US-Dollars lässt sich besser als exorbitante Belastung verstehen denn als exorbitantes Privileg. Der Emittent der Reservewährung wird zum finalen Ausgleicher.

produktive Investitionen und legen den Grundstein für eine künftige Neugewichtung. Im negativen Fall löst der Zufluss kein Finanzierungsproblem, sondern schafft vielmehr ein Anpassungsproblem.

Dies war der Punkt, den John Hobson zuerst identifizierte und den Keynes und Joan Robinson weiterführten. Hobson erklärte, wie schwacher Konsum im Überschussland zu überschüssigen Ersparnissen führt, die irgendwo absorbiert werden müssen. Keynes und Robinson fügten hinzu, dass, wenn das Überschussland das Gleich-

gewicht nicht durch eine Steigerung des Binnenkonsums wiederherstellt, die Anpassung in den Ländern erfolgen muss, die gezwungen sind, den Überschuss zu absorbieren. Robinson nannte diese Politik „Beggary-thy-Neighbor“-Politik, da sie es einem Land ermöglicht, sein eigenes Nachfrageungleichgewicht zu entlasten, indem es diese auf andere exportiert.

Die exorbitante Belastung

„*Uneasy lies the head that wears a crown.*“

William Shakespeare

Die USA sind zum Hauptabnehmer dieser externalisierten Ungleichgewichte geworden, da sie eine einzigartige Position im globalen System einnehmen. Sie vereinen tiefe und liquide Kapitalmärkte, einen sehr großen Bestand an sicheren Finanzanlagen und eine ungewöhnlich offene Kapitalbilanz. Andere Volkswirtschaften mögen einige dieser Merkmale teilen, jedoch nicht alle in gleichem Maße. Europa und Japan sind selbst Überschusswirtschaften. China unterhält umfangreiche Kapitalkontrollen. Schwellenländer sind zu klein, zu volatil oder zu geschlossen, um die weltweiten Ersparnisüberschüsse in annähernd dem erforderlichen Umfang aufzunehmen. Das Ergebnis ist, dass die USA zum letzten verbliebenen Ziel für die Nettoforderungen geworden sind, die durch anhaltende Überschüsse im Ausland entstehen. Das ist die wahre Bedeutung des Status als Reservewährung.

Die USA verzeichnen keine anhaltenden Defizite, weil sie chronisch unter einem Mangel an Ersparnissen leiden und ausländisches Kapital zur Finanzierung produktiver Investitionen benötigen. Sie verzeichnen sie, weil der Rest der Welt überschüssige Ersparnisse in Anlagen mit US-Dollar-Beteiligung anlegen möchte und die USA das Land sind, das am ehesten bereit und in der Lage ist, diese aufzunehmen.

„*The facts are unimportant! It's what they are perceived to be that determines the course of events.*“

R. Earl Hadady

In einer kapitalarmen Wirtschaft können ausländische Kapitalzuflüsse neue produktive Investitionen finanzieren, die andernfalls nicht zustande kämen. Aber in den USA mangelt es keineswegs an Kapital. Ihre Investitionen werden im Allgemeinen durch Nachfrage, Rentabilität und Risikobereitschaft begrenzt, nicht durch einen Mangel an inländischen Ersparnissen. Infolgedessen führen ausländische Kapitalzuflüsse nicht automatisch zu mehr produktiven Investitionen. Sie verdrängen inländische Finanzmittel und erzwingen über die Zahlungsbilanz ein entsprechendes Handelsdefizit, das die Nachfrage nach inländischen handelbaren Gütern schwächt.

Deshalb lässt sich die Rolle des US-Dollars besser als *exorbitante Belastung* („*exorbitant burden*“) denn als *exorbitantes Privileg* („*exorbitant privilege*“) verstehen. Wie Robert Triffin in den 1960er-Jahren erklärte, wird der Emittent der Reservewährung zum finalen Ausgleicher. Wenn der Rest der Welt eine Politik im Inneren verfolgt, die systematisch Ersparnisüberschüsse erzeugt und diese dann in US-Dollar-Vermögenswerte lenkt, müssen die USA das entsprechende Außenhandelsdefizit aufweisen. Das bedeutet einen Rückgang der Binnennachfrage, Druck auf die handelbaren Sektoren und eine Anpassung durch eine Kombination aus höherer Arbeitslosigkeit, höherer Verschuldung der privaten Haushalte, größeren Haushaltsdefiziten oder Vermögensinflation.

Die übliche moralisierende Darstellung kehrt die Kausalität um. Anhaltende Haushaltsdefizite sind ein Symptom der Anpassung, nicht die Ursache des Handelsdefizits.

Kindleberger brachte dasselbe Argument vor, als er in den 1980er-Jahren in seinem Buch *International Capital Movements* den Irrtum anprangerte, das US-Haushaltsdefizit für das US-Leistungsbilanzdefizit verantwortlich zu machen.

Kindleberger erklärte:

Here as in Marshall's famous general-equilibrium balls in a bowl, the position of each determines the position of all the others, and vice versa...it is a mistake to lay all the blame for the US deficit vis-à-vis Japan on the US government budget deficit.

Sein Argument war, dass das Budget ein Ergebnis der Anpassung des Systems sein kann, wenn die USA große Kapitalzuflüsse akzeptieren.

Wir können Marktpreise heranziehen, um Rückschlüsse auf die Richtung der Kausalität zu ziehen. Länder, die ausländisches Kapital anziehen müssen, um Außenhandelsdefizite zu finanzieren, leiden unter schwachen Währungen, geringen Renditen auf Vermögenswerte und hohen Zinssätzen, die erforderlich sind, um ausländische Käufer anzulocken. So war es in Lateinamerika in den 1980er-Jahren, in weiten Teilen Asiens in den 1990er-Jahren und in der Türkei heute.

Die Erfahrungen der USA könnten unterschiedlicher nicht sein. US-Finanzanlagen gehören zu den weltweit renditestärksten und am höchsten bewerteten. Der US-Dollar ist trotz jahrzehntelanger Handelsdefizite außergewöhnlich stark geblieben. Eine Währung wertet nicht um 350 % über 40 Jahre mit fortlaufenden Defiziten auf, es sei denn, die Kausalitätsrichtung verläuft von den Kapitalströmen zu den Handelsströmen und nicht umgekehrt.

Was lange Zeit als exorbitantes Privileg beschrieben worden war, begann wie eine exorbitante Belastung zu wirken. Ein wachsender Teil des Establishments in Washington sieht das US-Dollar-System nicht mehr als Quelle eines Privilegs, sondern als unterbewertetes globales öffentliches Gut.

Das Ende des US-Dollar-Standards

„*The most dangerous thing in finance is the thing that never, ever moves...until it moves.*

Russell Napier

„*We're consistently inconsistent. It's one of the cornerstones of our success.*

David Tepper

„*Coming together is a beginning, staying together is progress, and working together is success.*

Henry Ford

Der US-Dollar-Standard konnte nur so lange Bestand haben, wie die USA glaubten, dass die Vorteile des Status als Reservewährung die Kosten überwogen. Jahrzehntlang betrachtete Washington diese Vorteile weitgehend als selbstverständlich. Der US-Dollar verankerte das globale Finanzsystem, verschaffte den USA eine beispiellose geopolitische Hebelwirkung und stärkte die USA als zentrale Kraft in der globalen Finanzwelt. In diesem Rahmen wurde die inländische Belastung durch die Absorption ausländischer Ersparnisüberschüsse entweder als beherrschbar angesehen, missverstanden oder als notwendiger Preis dafür behandelt, der Welt ein entscheidendes öffentliches Gut zur Verfügung zu stellen.

Doch dieser Kompromiss hing stets von der Bereitschaft der USA ab, die damit einhergehenden Defizite, den Druck auf die inländischen exportorientierten Sektoren und die wiederkehrende Notwendigkeit zu tolerieren, die schwache Auslandsnachfrage durch eine Kombination aus Ausweitung der Verschuldung des Privatsektors oder Haushaltsdefiziten auszugleichen. Sobald die Belastung groß genug wurde oder deutlich sichtbar wurde, änderte sich die Logik des Systems. **Was lange Zeit als exorbitantes Privileg beschrieben worden war, begann eher wie eine exorbitante Belastung zu wirken.**

Dieser Wandel ist nun in vollem Gange. Es ist nicht so, dass die Kosten plötzlich aufgetaucht wären. Vielmehr sieht ein wachsender Teil des politischen Establishments in den USA das System der US-Dollar-Währung nicht mehr in erster Linie als Quelle eines Privilegs, sondern als ein unterbewertetes globales öffentliches Gut, das andere genutzt haben, während sie die Last der Anpassung auf die USA abgewälzt haben.

In seiner ersten großen öffentlichen Rede als Vorsitzender des Council of Economic Advisers bezeichnete Stephen Miran den US-Dollar-Standard und den Sicherheitschirm der USA als globale öffentliche Güter, die die USA dem Rest der Welt zur Verfügung stellen. Seiner Darstellung zufolge halten die USA ihre Märkte offen und ermöglichen es anderen Ländern, ihre inländischen Ungleichgewichte durch den Aufbau von US-Finanzanlagen zu externalisieren, während Überschussländer sowohl vom Sicherheitsschirm als auch vom US-Dollar-System profitieren, ohne selbst einen Beitrag zu leisten. Laut Miran erschwert die Politik in Überschussländern den Übergang von einem exportorientierten Wachstum hin zu einer stärkeren Binnennachfrage. Es sei einfacher, weiterhin Überschüsse zu erzielen, US-Dollar-Forderungen anzuhäufen und die USA das Nachfrageminus auffangen zu lassen.

Mirans Schlussfolgerung lautete: **Wenn freiwillige Zusammenarbeit keine echte Lastenteilung bewirkt, wird das Land, das diese öffentlichen Güter bereitstellt, beginnen, die Instrumente einzusetzen, über die es tatsächlich verfügt, um diese durchzusetzen.** Er verweist auf Zölle, Beschaffungsbedingungen, Investitionsbedingungen und Nutzungsgebühren für offizielle US-Dollar-Bestände. In diesem Rahmen können Überschussländer die Lasten teilen, indem sie ihre Märkte stärker für US-Exporte öffnen, mehr US-Waren und -Dienstleistungen kaufen, ausländische Direktinvestitionen in die US-Industrie verlagern und – was die meisten Beobachter übersehen haben – „*simply writ[ing] checks to Treasury that help us finance global public goods.*“

Eine Lektüre von Mirans *User's Guide to Restructuring the Global Trading System* zeigt zweifelsfrei, was er im Sinn hat.³ Dort skizziert er ein konkretes Instrument: eine Nutzungsgebühr für ausländische offizielle Inhaber von US-Staatsanleihen, die durch Einbehaltung eines Teils der auf diese Bestände gezahlten Zinsen umgesetzt wird.

Die Logik hinter einer Kapitalsteuer besteht darin, dass jedem US-Handelsdefizit ein Kapitalbilanzüberschuss gegenübersteht. Alle im Ausland ausgegebenen US-Dollar müssen entweder zum Kauf von US-Waren und -Dienstleistungen oder zum Kauf von US-Finanzanlagen zurückfließen. Seit Jahrzehnten fließen diese US-Dollar überwiegend über den zweiten Kanal zurück. Ausländische Zentralbanken und Staatsfonds

3 Siehe Stöferle, Ronald (@RonStoeflerle): „THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System“ ist wahrscheinlich das wichtigste Papier, von dem Sie noch nie gehört haben!...“, X, März 2025

haben keine US-amerikanischen Produkte konsumiert. Sie haben Forderungen auf künftige US-Produktion angehäuft. Eine Quellensteuer oder ein ähnliches Instrument zur Steuerung von Kapitalströmen würde diese Entscheidung beeinflussen, indem sie US-Finanzanlagen im Vergleich zum tatsächlichen Kauf von US-Produkten und Investitionen in US-Kapazitäten etwas weniger attraktiv machen würde.

Stablecoins sind die Infrastruktur, die man aufbaut, bevor man den Hebel der Kapitalkontrollen betätigt.

In diesem Zusammenhang betrachtet, lässt sich die Forderung nach einer Nutzungsgebühr am besten als die diplomatische Version eines konkreten Kapitalbilanzinstruments verstehen, das Miran zuvor erörtert hat. Bislang hat die Regierung durch Zölle, Forderungen nach Lastenteilung und Investitionsdruck Schritte in diese Richtung unternommen, aber sie hat noch keine Nutzungsgebühr auf ausländische Bestände an US-Staatsanleihen erhoben oder ausländische Bestände an US-Finanzanlagen direkt besteuert. Diese expliziteren Kapitalflussmaßnahmen bleiben ungenutzt. Doch die Logik der Strategie weist eindeutig in diese Richtung. Das Vorgehen der Regierung in Bezug auf Stablecoins und die Verabschiedung des GENIUS Act deuten darauf hin, dass die Trump-Regierung diesen Weg einschlägt.

Ein Großteil der Verwirrung in diesen Debatten rührt daher, dass die Rolle des US-Dollars als internationale Währung und seine Rolle als Reservewährung so behandelt werden, als seien sie ein und dasselbe. Das sind sie aber nicht. Die Rolle als internationale Währung ist das Rückgrat des globalen Handels und der globalen Finanzen: Rechnungsstellung, Zahlungen, Abwicklung und Sicherheiten. Bei der Rolle als Reservewährung geht es um den Vermögenswert, in dem Länder Nettoforderungen ansammeln, wenn sie anhaltende Überschüsse erzielen und Ersparnisse auf Nettobasis exportieren.

Das ist ein wichtiger Unterschied, denn die Belastung für die USA ergibt sich aus der Rolle des US-Dollars als Reservewährung. Die Politik der Überschussländer drückt die Binnennachfrage im Verhältnis zur Produktion und zwingt diese Länder dazu, Ersparnisse zu exportieren. Diese Nettoersparnisse werden dann zu Nettoforderungen gegenüber den USA, was bedeutet, dass die USA das entsprechende Leistungsbilanzdefizit aufweisen müssen. Das Problem ist nicht, dass der Handel in US-Dollar abgerechnet wird. Es ist vielmehr, dass das System US-Dollar-Vermögenswerte nutzt, um anhaltende globale Ungleichgewichte aufzufangen und zu speichern.

Der beste Vergleich ist jener mit dem Goldstandard. Entscheidend war nicht, dass jeder Gold in gewöhnlichen Alltagsgeschäften verwendete. Entscheidend war, dass Gold die Nettopositionen zwischen den Ländern ausglich. Defizitländer verloren Gold, während Überschussländer es anhäuften. Gold war die Reservewährung, weil es das Instrument war, durch das anhaltende Ungleichgewichte letztlich ausgeglichen wurden.

Stablecoins sollten als Versuch verstanden werden, die Rolle des US-Dollars als internationale Währung von seiner Rolle als Reservewährung zu trennen. Der GENIUS Act schuf einen bundesweiten Rahmen für Zahlungs-Stablecoins, die eins zu eins durch bestimmte liquide Vermögenswerte, darunter US-Dollar und kurzfristige Staatsanleihen, gedeckt sind. Auf den ersten Blick ist dies ein Vorstoß, die Rolle des US-Dollars im Transaktionsgefüge des globalen Systems zu stärken. Wenn Washington jedoch beabsichtigt, das Horten von Währungsreserven stärker zu erschweren – sei es durch Nutzungsgebühren oder andere Kapitalbilanzinstrumente –, dann benötigt es einen Weg, die globale Zahlungsrolle des US-Dollars zu bewahren, ohne die unbegrenzte Anhäufung von Nettoforderungen auf US-Finanzanlagen weiter zu subventionieren. Stablecoins helfen dabei, diese Funktionen zu entflechten. Sie ermöglichen es Nutzern weltweit, weiterhin Transaktionen in US-Dollar durchzuführen, selbst wenn die USA immer weniger bereit sind, die weltweiten Ersparnisüberschüsse in Form von Staatsanleihen ohne Folgen zu absorbieren. Stablecoins sind die Infrastruktur, die man aufbaut, bevor man den Hebel der Kapitalkontrollen betätigt.

„*A strong nation, like a strong person, can afford to be gentle, firm, thoughtful, and restrained.*

Jimmy Carter

„*Good and bad coin cannot circulate together.*

Thomas Gresham

„*Money is a matter of functions four: a medium, a measure, a standard, a store.*

Alfred Milnes

Warum Washington noch nicht direkt gegen Kapitalströme vorgegangen ist

Wenn die Regierung letztendlich beabsichtigt, direkter gegen das Horten von Devisenreserven vorzugehen, stellt sich natürlich die Frage, warum sie dies nicht bereits getan hat.

„*Prepare, don't predict.*“
Anonymous

Der erste Grund ist die Reihenfolge der Maßnahmen. Bevor man eine Steuer auf ausländische US-Dollar-Bestände erheben kann, benötigt man die Stablecoin-Infrastruktur, um eine Überlastung des US-Dollar-Zahlungssystems zu vermeiden. Es ist die „Rohrleitung“, die vorhanden sein muss, bevor die Reserveseite des Systems aggressiver neu bewertet werden kann.

Der zweite Grund ist die Federal Reserve. Instrumente zur Steuerung von Kapitalströmen sind ohne Kooperation der Federal Reserve wesentlich riskanter. Miran bringt dies in seinem „*User's Guide*“ zum Ausdruck, indem er schreibt, dass diese Agenda „*requires cooperation from the Fed*“, und er merkt an, dass eine solche Zusammenarbeit nicht ungewöhnlich ist, da sich die Federal Reserve in der Währungspolitik seit langem dem Finanzministerium unterordnet und „*the details can be worked out through agreements between the two*“. Was bisher wahrscheinlich gefehlt hat, ist das Vertrauen, dass Powell diese Absicherung bieten würde, um einen ungeordneten Anstieg der Laufzeitprämie zu verhindern. Deshalb steht der Wechsel an der Spitze der Federal Reserve im Jahr 2026 im Hintergrund von all dem. Powells Amtszeit als Vorsitzender endete vor wenigen Tagen im Mai 2026 und Kevin Warsh übernahm.

„*All of humanity's problems stem from man's inability to sit quietly in a room alone.*“
Blaise Pascal

Nach Warshs Nominierung gab Stanley Druckenmiller ein Interview, in dem er sagte, er sei „*really excited about the partnership between him and Bessent*“ und dass „*having an accord between the Treasury secretary and Fed chair is ideal*“. Angesichts der Tatsache, dass sowohl Warsh als auch Bessent zuvor für Druckenmiller gearbeitet haben, lässt sich diese Äußerung kaum als beiläufig abtun. Es ist vielleicht kein Zufall, dass Druckenmiller unmittelbar nach Warshs Nominierung beschloss, öffentlich die Bedeutung einer Übereinstimmung zwischen Finanzministerium und Federal Reserve zu betonen.

Die 6-zu-3-Entscheidung des Supreme Court vom 20. Februar 2026 erhöht zudem die Wahrscheinlichkeit, dass die Regierung Kapitalverkehrskontrollen einsetzt. Mit der Feststellung, dass der *International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA) den Präsidenten nicht ermächtigt, Zölle zu erheben, hat das Gericht einen der flexibelsten Handelshebel der Regierung eingeschränkt. Das macht Kapitalbilanzinstrumente umso wichtiger, um das US-Handelsdefizit umzukehren — zumal dieses die Quelle des zugrundeliegenden Ungleichgewichts bleibt.

Wohin fließen die überschüssigen Ersparnisse?

„*When the facts change, I change my mind. What do you do, sir?*“
John Maynard Keynes

Die USA sind nicht mehr bereit, die weltweiten Ersparnisüberschüsse zu den alten Bedingungen aufzunehmen. Doch die Ersparnisüberschüsse verschwinden nicht einfach. Die Länder verfolgen nach wie vor Investitionswachstumsmodelle, die den Binnenkonsum im Verhältnis zur Produktion unterdrücken, sodass ein Land weiterhin die entsprechende Nachfragerücke auffangen und ein Vermögenswert die daraus resultierenden Forderungen speichern muss.

Eine Möglichkeit besteht darin, dass die Überschussländer die überschüssigen Ersparnisse an der Quelle reduzieren, indem sie das Wachstumsmodell selbst umkehren. Das würde bedeuten, die Haushaltseinkommen zu erhöhen, den Konsum im Verhältnis zur Produktion zu steigern und einen Teil der industriellen Wettbewerbsfähigkeit aufzugeben, die diese Politik eigentlich schaffen sollte. Das ist die richtige langfristige Lösung, politisch jedoch am wenigsten wahrscheinlich.

Eine zweite Möglichkeit besteht darin, die überschüssigen Ersparnisse weiterhin im Inland durch inländische Investitionen zu absorbieren. Doch diese Volkswirtschaften haben die Investitionen bereits über das Maß hinausgetrieben, das die Binnennachfrage rentabel tragen kann. Weitere Investitionen würden die Probleme der Verschuldung, der Überkapazitäten und der Fehlallokation von Kapital, die bereits in Ländern wie China sichtbar sind, nur noch verschärfen.

Eine dritte Möglichkeit besteht darin, ein anderes Land zu finden, das bereit ist, die entsprechenden Defizite zu tragen und die übrigen überschüssigen Ersparnisse der Welt aufzunehmen. Doch hier stößt man schnell an politische Grenzen. Keine große Volkswirtschaft will zum neuen finalen Ausgleicher werden, denn dies würde bedeuten, eine stärkere Währung, einen schwächeren Exportsektor und anhaltende Außenhandelsdefizite in Kauf zu nehmen. Europa wird dies nicht tun. Europäische Politiker mögen gelegentlich so tun, als sei der Status als Reservewährung eine Chance, doch eine Welt, in der Europa die überschüssigen Ersparnisse Asiens aufnimmt, wäre auch eine Welt mit einem viel stärkeren Euro, schwächerer internationaler Wettbewerbsfähigkeit und anhaltenden Handelsdefiziten. Das ist das Gegenteil der Strategie, die Europa und insbesondere Deutschland seit Jahren verfolgen. Auch Japan wird dies nicht tun. Japan hat sich jahrzehntelang gegen den Zufluss ausländischen Kapitals gewehrt und seine Position als Nettokapitalexporteur bewahrt. China ist noch weniger plausibel. China wird es nicht akzeptieren, die erforderlichen Handelsdefizite einzugehen, da dies seine inländische Wettbewerbsfähigkeit untergraben und seine Überkapazitäts- und Schuldenprobleme verschärfen würde. Die Schwellenländer sind zu klein, zu volatil und institutionell zu instabil. In der Praxis gibt es keinen offensichtlichen Ersatz für die USA als globalen Absorber.

Damit bleibt das Problem der Vermögenswerte. Selbst wenn kein Land bereit ist, den Nachfragemangel im bisherigen Umfang aufzufangen, müssen die überschüssigen Ersparnisse dennoch in irgendeiner Form gehalten werden. Bis vor kurzem lautete die Standardantwort: US-Dollar-Vermögenswerte, vor allem Staatsanleihen, aber auch Agency-Anleihen, Unternehmensanleihen und Aktien. Diese Option verschwindet nicht über Nacht, aber sie ist nicht mehr reibungslos. Zölle, Drohungen mit Kapitalflussbeschränkungen, Vorschläge für Quellensteuern und die allgemeinen Signale der Trump-Regierung weisen alle in dieselbe Richtung. US-Vermögenswerte sind nicht mehr nur ein neutraler Parkplatz für überschüssige Ersparnisse. Sie bergen zunehmend politische Risiken, potenzielle Steuerrisiken und – nach dem Einfrieren der Reserven der russischen Zentralbank im Jahr 2022 – offensichtliche Sanktionsrisiken.

Wenn kein Land die Defizite auffangen will und US-Vermögenswerte politisch belastet werden, bleibt Gold als naheliegende Alternative für Reservewährungen. Gold löst zwar nicht das zugrunde liegende globale Ungleichgewicht der Nachfrage. Und es bringt Überschussländer nicht dazu, mehr zu konsumieren, noch schafft es einen neuen Restabsorber, aber es löst das Problem der Reservewährungen. Gold birgt kein Gegenparteirisiko. Auf der anderen Seite der Forderung steht keine ausländische Regierung, die diese einfrieren, mit Sanktionen belegen, besteuern oder Nutzungsgebühren für das Privileg des Besitzes erheben könnte. Es kann nicht in der Weise als Waffe eingesetzt werden, wie US-Dollar-Reserven gegen Russland als Waffe eingesetzt wurden, und es hängt nicht von den politischen Entscheidungen des Landes ab, das die Verbindlichkeiten ausgibt.

Die Zentralbanken haben dies bereits erkannt. Seit dem Einfrieren der russischen Reserven haben die offiziellen Goldkäufe stark zugenommen. Doch der Grund dafür geht über eine einfache Absicherung gegen Sanktionen hinaus. Die großen Überschusswirtschaften der Welt generieren nach wie vor enorme Mengen an Überschussersparnissen. Der Goldmarkt ist im Vergleich zum Markt für US-Staatsanleihen winzig. Das bedeutet, dass selbst eine teilweise Umleitung der strukturellen Reservenachfrage weg von Staatsanleihen hin zu Gold einen überproportionalen Effekt auf den Goldpreis haben kann.

Deshalb hat sich Gold zunehmend von den alten Makromodellen abgekoppelt, die es eng an Realzinsen, Liquidität oder die nächste Sitzung der Federal Reserve bänden. Diese Faktoren trieben den Goldpreis an, als sich das globale Handelssystem noch

” *If you get on the wrong train, get off at the nearest station; the longer it takes you to get off, the more expensive the return trip will be.*

Japanisches Sprichwort

” *The art of investment is the discipline of inaction in the absence of a good opportunity, but aggressive action when one is identified.*

Li Lu

” *Central Banks buy gold, they don't buy gold stocks.*

Rick Rule

Absorbiert Gold, was der US-Dollar nicht mehr aufnimmt?

„*Gold is not everything, but everything needs gold.*
Russisches Sprichwort

darum drehte, dass die USA ihre Rolle als Restabsorber bereitwillig akzeptierten. Diese vierzigjährige Vereinbarung wird nun neu verhandelt, und Gold absorbiert das, was der US-Dollar nicht mehr aufnimmt.

Sollte die Trump-Regierung von indirekten Signalen zu direkten Maßnahmen zur Steuerung der Kapitalströme übergehen, wird die Botschaft, dass US-Staatsanleihen kein neutraler Parkplatz für überschüssige Ersparnisse mehr sind, deutlich. An diesem Punkt dürfte sich der Anreiz für einen Umstieg auf Gold verstärken. Je deutlicher die USA damit drohen, die Hortung von Währungsreserven neu zu bewerten oder einzuschränken, desto stärker wird der Ansturm auf Gold werden.

Gold im neuen Regime

Dieser strukturelle Wandel ist langfristig enorm bullisch für Gold. Er verändert aber auch die Art und Weise, wie Gold gehandelt wird.

Im bisherigen Regime waren die wichtigsten Treiber für Gold die Realzinsen, die Volatilität und die Liquidität. Gold profitierte, wenn die Realrenditen fielen, die makroökonomische Volatilität stieg oder wenn Anleger begannen, sich Sorgen über monetäre Instabilität zu machen. Diese traditionellen Faktoren spielen auch heute noch eine Rolle und können weiterhin unterstützend wirken. Doch sie reichen allein nicht mehr aus, um Gold zu verstehen.

Nach dem Einfrieren der russischen Reserven im Jahr 2022 wurde Gold zunehmend als neutrale Reservewährung in einem System gehandelt, in dem die alte Reservewährung politisch an Bedingungen geknüpft worden war. Sobald US-Dollar-Reserven eingefroren oder anderweitig von geopolitischen Entwicklungen abhängig gemacht werden konnten, musste der Markt die einzige große Reservewährung ohne Gegenparteirisiko neu bewerten. Das war der Moment, in dem Gold aufhörte, nur eine Absicherung innerhalb des Systems zu sein, und begann, die neutrale Reservewährung außerhalb des Systems zu werden.

Gold (lhs, log), und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

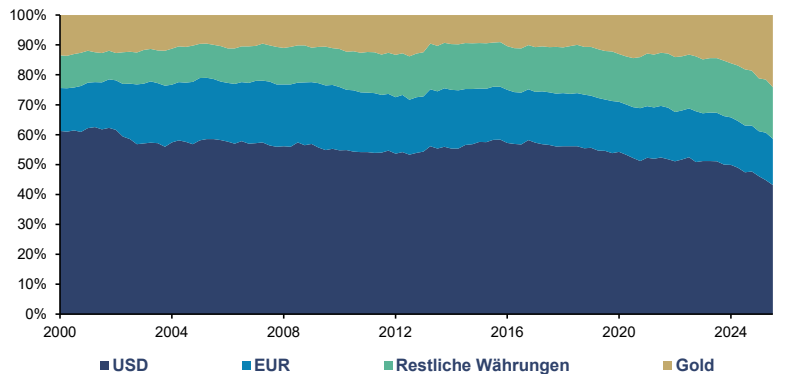
incrementum

„*It is the mark of a truly intelligent person to be moved by statistics.*
George Bernard Shaw

Die Daten bestätigen diesen Wandel. Gold hat den Euro als zweitwichtigste Reservewährung der Welt überholt, während der Anteil des US-Dollars an den zugewiesenen Devisenreserven weiter zurückgegangen ist. Arslanalp, Eichengreen und Simpson-Bell zeigen in „*Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?*“, dass der Anteil von Gold an den Reserven, gemessen am Marktwert, im Zeitraum 2021–24 in den Industrieländern von 17 % auf 25 % und in den Schwellen- und

Entwicklungsländern von 7 % auf 10 % gestiegen ist. Sie zeigen zudem, dass die in Unzen gemessenen Goldbestände weiter gestiegen sind, dass die Zahl der Zentralbanken, die mindestens eine Tonne gekauft haben, seit 2008 in fast jedem Jahr die Zahl der verkaufenden Zentralbanken überstieg und dass keine Zentralbank einer fortgeschrittenen Volkswirtschaft seit dem Auslaufen des *Central Bank Gold Agreement* im Jahr 2019 nennenswerte Mengen an Gold verkauft hat. Sie belegen ferner, dass die Goldbestände bei der New Yorker Federal Reserve und der Bank of England zurückgegangen sind, da immer mehr Länder ihre Reserven zurückführen – unter anderem, weil im eigenen Land gehaltenes Gold schwerer zu sanktionieren oder einzufrieren ist.

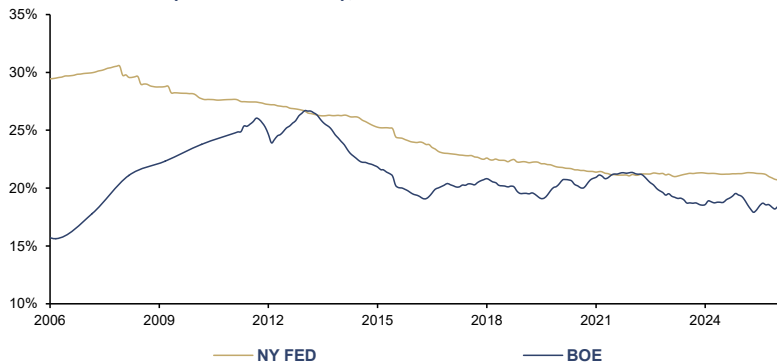
Zusammensetzung der globalen Gesamtreserven, 2000–Q3/2025



Quelle: Eichengreen, IWF, World Gold Council, Incrementum AG



Gold-Verwahrbestände bei der BoE und NY Fed, in % der globalen Goldreserven (ex UK und US), 01/2006–02/2026



Quelle: BoE, Federal Reserve Board, IWF, Incrementum AG



Selbst die allgemeineren Daten zur Goldnachfrage weisen in dieselbe Richtung. Nach Angaben des World Gold Council erreichte die Gesamtnachfrage nach Gold im Jahr 2025 mit 5.002 t einen historischen Höchststand. Die Investitionsnachfrage erreichte einen Rekordwert von 2.175 t. Die Zentralbanken fügten weitere 863 t hinzu und setzten damit die nun schon mehrere Jahre andauernde, extrem starke Kaufaktivität des öffentlichen Sektors fort.

Bemerkenswert ist nicht nur die Höhe der Nachfrage, sondern ihre Zusammensetzung. Sie passt zu einer Welt, in der Gold nicht nur als taktische Absicherung, sondern als strategischer Wertspeicher angehäuft wird – in einem System, in dem traditionelle Reserveanlagen politisch immer unsicherer geworden sind.

” *Capital flees from hostility to surety. That is what capital has always done, and that is what capital will always do.*

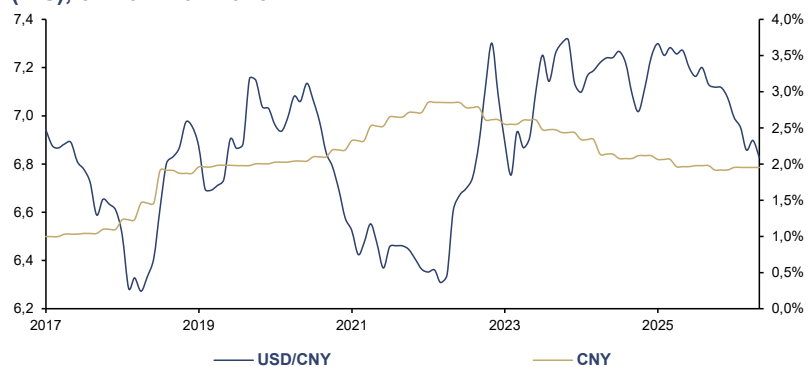
Dennis Gartman

„Capital will always go where it's welcome and stay where it's well treated... Capital is not just money. It's also talent and ideas.

Walter Wriston

Unterdessen hat sich die am häufigsten genannte staatliche Alternative zum US-Dollar in die falsche Richtung entwickelt. Der Anteil des chinesischen Renminbi an den weltweiten Währungsreserven erreichte in Q1/2022 mit 2,84 % seinen Höchststand und ist seitdem auf 2,1 % gesunken, wobei er in fast jedem Quartal rückläufig war. Selbst nach Bereinigung um Wechselkurseffekte ist der Trend rückläufig. Arslanalp und Eichengreen stellen in ihrem Artikel „Our Underappreciated International Reserve System“ fest, dass geopolitische Risiken und geringere relative Renditen die Länder dazu veranlassen, ihre Renminbi-Bestände abzubauen. Mehrere europäische Zentralbanken, darunter Belgien, die Tschechische Republik, Portugal und die Schweiz, haben ihre Renminbi-Reserven im Zeitraum 2022–24 aktiv reduziert. China unterhält umfassende Kapitalkontrollen, die den ausländischen Besitz inländischer Vermögenswerte einschränken. Eine Reservewährung, die nicht frei erworben oder repatriiert werden kann, ist keine ernstzunehmende Reservewährung. Das bestätigen nun auch die Daten.

USD/CNY (lhs), und CNY, in % der globalen Währungsreserven (rhs), 01/2017–04/2026



Quelle: IWF, LSEG, Incrementum AG



„It is the dog that didn't bark in the night.

Arthur Conan Doyle

Doch offizielle Reservedaten erfassen nur einen Teil dessen, was tatsächlich geschieht. Ein Grund, warum viele Analysten diese Verschiebung unterschätzen, ist, dass sie sich zu sehr auf die Reservebestände der Zentralbanken konzentrieren. Beim Status als Reservewährung geht es nicht nur darum, was in den COFER-Konten (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) angeführt ist. Es geht darum, welche Vermögenswerte der Rest der Welt als Nettoforderungen gegenüber anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen hält. Diese Forderungen können in der Bilanz einer Zentralbank, eines Staatsfonds, einer staatlichen Bank, eines Pensionsfonds, eines Lebensversicherers oder eines privaten Unternehmens stehen. Für das Leistungsbilanzdefizit der USA macht es keinen Unterschied, ob diese Forderungen als offizielle Reserven bei einer Zentralbank gehalten werden oder in der Bilanz eines taiwanesischen Lebensversicherers stehen. Deshalb unterschätzt die Fokussierung auf den Aufbau offizieller Reserven tatsächlich die reale Nachfrage nach Reservevermögen.

„The moral is that in trading it's important to examine the situation from as many angles as possible because your initial impulses are probably going to be wrong.

Jeff Yass

Wenn die reservegetriebene Nachfrage zum dominierenden marginalen Treiber für Gold geworden ist, ist damit nicht nur die Reserveakkumulation im engen Sinne der Zentralbanken gemeint, sondern der breitere Pool ausländischer Ersparnisse, der nach einer Wertanlage außerhalb des US-Dollar-Systems sucht. Ein Teil dieser Nachfrage ist offiziell. Ein Teil ist quasi-offiziell. Ein Teil ist privat. **Der Punkt ist, dass ein größerer Teil der weltweiten Überschussersparnisse nach neutralen Vermögenswerten sucht, und Gold wird zunehmend zum Ziel dieser Ströme, wenn die alten Reservewährungen politisch belastet werden.**

Deshalb kann sich das Wachstum der offiziellen Reserven verlangsamen, auch wenn die strukturelle Nachfrage nach Reservewährungen intakt bleibt. Die Kapitalbilanz setzt sich sowohl aus offiziellen als auch aus privaten Kapitalströmen zusammen. Wenn die Renditen in den USA attraktiv sind, fließt privates Kapital oft von selbst aus den Überschussländern in die USA. In solchen Phasen müssen ausländische Zentralbanken ihre Reserven nicht so aggressiv aufbauen, da der private Sektor das Kapital

bereits exportiert. Wenn private Kapitalströme nachlassen oder sich umkehren, können Zentralbanken wieder eingreifen und sie durch offizielle Ströme ersetzen. Diese Rotation haben wir wiederholt beobachtet. Die Mischung aus privaten und offiziellen Kanälen ändert sich, aber der zugrunde liegende Treiber ist der Überschuss selbst. Die Nachfrage nach Reservewährungen bleibt strukturell unelastisch, da der Überschuss weiterhin durch Forderungen gegenüber anderen gedeckt werden muss. Gold ist nun zunehmend eine der Anlagen, die diese Forderungen absorbieren.

Die globalen Ungleichgewichte sind heute größer als unter Bretton Woods – der Anteil des Goldes an den Reserven ist kleiner.

Wie sich Gold im neuen Regime entwickelt

Eine wichtige Folge des neuen Regimes ist, dass sich Gold wahrscheinlich prozyklischer verhalten wird. Wenn die Goldnachfrage zunehmend von der Notwendigkeit getrieben wird, überschüssige Ersparnisse außerhalb traditioneller Reserveanlagen zu lagern, wird sie enger mit der Entstehung dieser Ersparnisse verknüpft, die eine Funktion von Wirtschaftswachstum, Exporteinnahmen und Handelsüberschüssen ist. Wenn die Weltwirtschaft wächst und Überschussländer hohe Überschüsse erzielen, steigen ihre überschüssigen Ersparnisse und die Goldakkumulation beschleunigt sich. Wenn diese Überschussbildung gestört wird, kann die Nachfrage nachlassen oder sich umkehren.

Die Preisentwicklung bei Gold nach der Sperrung der Straße von Hormus ist ein gutes Beispiel dafür. Steigende geopolitische Risiken, steigende Inflation und zunehmende Volatilität wären unter dem alten Regime nahezu ideal für Gold gewesen. Stattdessen kam es jedoch zu einem Ausverkauf von Gold. Genau diese Art von Bewegung verwirrt Anleger, die den Markt noch nach den alten Maßstäben lesen, ergibt aber im neuen Reserve-Regime vollkommen Sinn.

” *The most ironic outcome is the most likely.*
Elon Musk

Die Länder des Golf-Kooperationsrats (GCC) gehören zu den weltweit größten Haltern von Währungsreserven und zu den aktivsten Goldkäufern. Wenn die Exporteinnahmen stark beeinträchtigt werden, müssen sie möglicherweise Reserven liquidieren, um ihre fiskalischen Verpflichtungen zu decken, und Gold ist einer ihrer liquiden Vermögenswerte. Es bedarf nicht einmal einer massiven Liquidation, um den Goldpreis zu schwächen. Es reicht bereits aus, wenn die Nachfrage wegfällt. Sobald der Markt erkennt, dass eine wichtige Quelle der Reserveanhäufung ins Stocken geraten ist oder sich umgekehrt hat, kommt es zu einer Neubewertung.

Es gibt auch offensichtliche Effekte zweiter Ordnung. China ist der weltweit größte Ölimporteur. Ein großer Energieschock verlangsamt das chinesische Wachstum und schmälert die chinesischen Überschüsse, was wiederum den Aufbau chinesischer Reserven verlangsamt. Der gleiche Schock wirkt sich auf Korea, Taiwan, Japan, die Türkei und den Rest des Überschuss-Asiens aus.

Wenn Länder gezwungen sind, ihre Währungen zu verteidigen oder Budgetdefizite zu decken, greifen sie auf ihre Reserven zurück. Die türkische Zentralbank (TCMB) verkaufte und verswappte in den zwei Wochen nach Ausbruch des Iran-Kriegs rund 60 t Gold im Wert von über 8 Mrd. USD – davon etwa 22 t als Outright-Verkäufe und 34 bis 36 t über Gold-gegen-Devisen-Swaps in London. Die Goldreserven der TCMB fielen in einer einzigen Woche **um knapp 70 t auf rund 702,5 t**, der größte Wochenrückgang seit August 2018. Reuters, Bloomberg und Metals Focus bringen diese Schritte direkt mit den Bemühungen in Verbindung, die Lira zu stützen und die Folgen des Energieschocks aus dem Iran-Krieg abzufedern.

Gleichzeitig zeigen Daten der Federal Reserve, dass die von offiziellen Institutionen bei der New Yorker Federal Reserve verwahrten US-Staatsanleihen zwischen Februar und März 2026 um 82 Mrd. USD zurückgingen. Brad Setser vom Council on Foreign Relations dokumentierte, dass dies reale Verkäufe durch Öl importierende Länder widerspiegelte, die ihre Reserven abbauten, um zu verhindern, dass ihre Währungen den Energieschock verstärken. Wenn diese Länder Staatsanleihen verkaufen, um ihre Währungen zu verteidigen, verkaufen sie entweder direkt Gold oder ziehen zumindest die anhaltende Nachfrage zurück, die sie in den letzten Jahren auf Gold ausgeübt haben.

Mit anderen Worten: Der Regimewechsel macht Gold empfindlicher gegenüber dem globalen Überschusszyklus, als viele Anleger erkennen.

» *Think big. If you're going to be thinking anyway, you might as well think big.*

Donald Trump

» *I swing big, with everything I've got. I hit big or I miss big.*

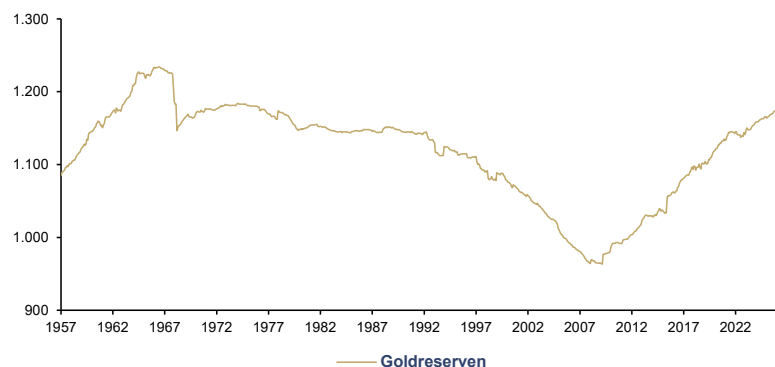
Babe Ruth

Das schwächt jedoch nicht die langfristigen strukturellen Argumente. **Gold kehrt zu der Rolle zurück, die es einst unter dem Goldstandard und Bretton Woods spielte: als Reservewährung, die hilft, anhaltende internationale Ungleichgewichte auszugleichen.** Der Unterschied besteht darin, dass in diesen früheren Systemen der Goldpreis festgesetzt war. Die Anpassung erfolgte über die Geldmenge, die inländischen Kreditbedingungen, die Inflation in Überschussländern und die Deflation in Defizitländern. Heute schwankt der Goldpreis. Das bedeutet, dass die Anpassung im Goldpreis selbst erfolgt. Dies macht Gold volatil und zeitweise prozyklischer, als es unter einem Reserve-Regime mit festem Preis war.

Und doch ist es genau das, was den Regimewechsel für Gold so bullisch macht. Wenn Gold zunehmend wieder in eine Reservefunktion gedrängt wird, nun aber unter einem frei schwankenden Preis, muss der Ausgleich der globalen Sparströme über die Bewertung erfolgen. Die heutigen globalen Ungleichgewichte sind viel größer als unter Bretton Woods oder dem klassischen Goldstandard, während Gold nach wie vor einen viel geringeren Anteil an den Reserven ausmacht als in früheren Epochen. Bei den aktuellen Preisen ist Gold eine zu kleine Anlageklasse, um die Rolle zu übernehmen, die US-Staatsanleihen und Agency-Anleihen gespielt haben. Wenn Gold einen größeren Anteil der globalen Reserve-Nachfrage absorbieren soll, muss der Preis erheblich steigen.

Daten des IWF sowie von Arslanalp, Eichengreen und Simpson-Bell zeigen, dass die offiziellen Goldbestände wieder in Richtung früherer Höchststände geklettert sind, doch der Anteil von Gold an den gesamten offiziellen Reserven bleibt weit unter den in früheren Jahrzehnten üblichen Niveaus. **Mit anderen Worten: Es gibt noch erheblichen Spielraum für eine Umschichtung.**

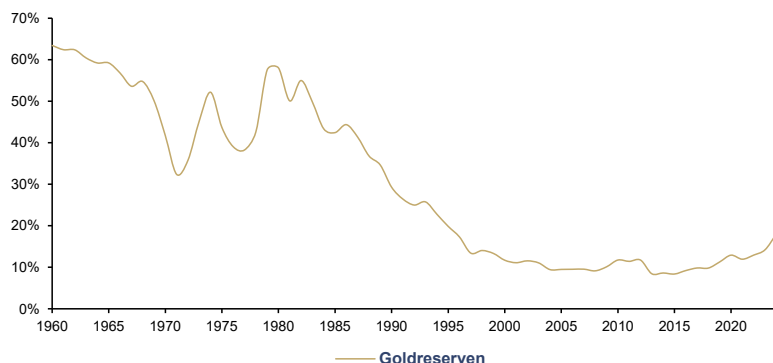
Globale Goldreserven, in Moz, 01/1957–02/2026



Quelle: IWF, Incrementum AG

 incrementum

Goldreserven, in % der globalen Gesamtreserven, 1960–2024



Quelle: Weltbank, Incrementum AG



Und selbst das unterschätzt die Verschiebung, denn die Rolle von Gold beschränkt sich nicht auf offizielle Reserven. **Gold wird zunehmend genutzt, um sowohl öffentliche als auch private Ersparnisse auszugleichen, die nach einer neutralen Wertanlage außerhalb des US-Dollar-Systems suchen.**

Die langfristigen bullischen Argumente für Gold sind viel stärker als die älteren Argumente, mit denen der Besitz von Gold früher oft begründet wurde. Die alten Argumente waren meist zyklischer Natur. Kaufen Sie Gold, wenn die Realrenditen fallen, die Inflation steigt, die Volatilität zunimmt oder als Absicherung gegen die Geldschöpfung der Zentralbanken. Diese Argumente sind nach wie vor relevant und können zusätzlich wirken. Die Reservetheorie ist jedoch struktureller Natur. Der Goldpreis ist in diesem Umfeld an die anhaltende Erzielung von Überschüssen und die Diversifizierung der Reserven weg vom US-Dollar gekoppelt. Das ist ein weitaus stärkerer Rückenwind. Auf kürzere Sicht wird sich Gold jedoch im Einklang mit dem globalen Wachstumszyklus bewegen – und zwar auf eine Weise, die Anleger verwirren wird, die sich noch an den alten Mustern orientieren.

” *Patience is the companion of wisdom.*

Saint Augustine

Auf dem Weg zu einer neuen Reservearchitektur

Der Ausverkauf von Gold nach der Sperrung der Straße von Hormus verdeutlicht die Grenzen der Nutzung von Rohstoffen als Reservevermögen. Ihre Preise können genau dann fallen, wenn Reserven am dringendsten benötigt werden. Das gilt offensichtlich für Energie- und Industrierohstoffe. Aber es trifft nun zunehmend auch auf Gold zu. Gold galt früher als antizyklisch, doch im neuen Reserve-Regime wird es ebenfalls prozyklisch.

” *Financial history does not necessarily give us the right answers, but it gives us the right questions.*

Russell Napier

Staatsanleihen sind in einem wichtigen Punkt strukturell bessere Reserveanlagen. Ihr Preis wird durch den erwarteten Verlauf der künftigen Leitzinsen bestimmt und nicht nur durch Reserveströme. Bei einer Wachstumsverlangsamung, wenn Reserven tatsächlich liquidiert werden müssen, sinken die erwarteten Leitzinsen in der Regel, während die Anleihekurse steigen. Das macht Staatsanleihen zu weitaus stabileren Liquidationsanlagen als Rohstoffe. Gold verfügt nicht über diesen Anker. Sein Preis ist weitaus stärker von Strömen und der Entwicklung der Reservenachfrage selbst abhängig.

Das Problem mit Staatsanleihen als Reservewährung besteht darin, dass sie von jemandem ausgegeben werden müssen. Wenn, wie bereits erwähnt, die Staatsschulden eines Landes zur weltweit wichtigsten Reservewährung werden, muss dieses Land die entsprechenden Leistungsbilanzdefizite aufweisen, die zur Deckung dieser Forderungen

Gold gewinnt nicht, weil es perfekt ist. Gold gewinnt, weil alle Alternativen schlechter sind.

erforderlich sind. Das ist der grundlegende Mangel des US-Dollar-Standards. Er bietet der Welt zwar eine hochliquide und relativ stabile Reservewährung, jedoch nur, indem er den Emittenten zwingt, ausländische Ersparnisüberschüsse aufzunehmen und chronische Außenhandelsdefizite zu tragen. Staats-

anleihen sind für den Inhaber vorteilhaft, verursachen jedoch Probleme für den Emittenten der Reservewährung.

Gold hat das gegenteilige Problem. Es erfordert kein Defizitland, um es auszugeben, was genau der Grund dafür ist, dass es in Zeiten geopolitischer Fragmentierung so attraktiv wird. Aber im Gegensatz zu Staatsanleihen fehlt ihm ein Leitzinsanker und es ist ein weitaus weniger stabiler Liquidationswert, wenn Reserven tatsächlich benötigt werden.

Gold ist nicht die ideale endgültige Architektur. Doch mangels eines besseren neutralen Reservevermögenswerts wird es ohnehin in diese Rolle gedrängt.

„How wonderful that we have met with a paradox. Now we have some hope of making progress.

Niels Bohr

Gold mag in Zeiten der Unordnung die beste verfügbare Reservewährung sein, aber es ist unwahrscheinlich, dass es die dauerhafte Grundlage eines stabilen globalen Systems bildet. Eine Reservewährung, die gerade dann volatil und prozyklischer wird, wenn Reserven am dringendsten benötigt werden, dürfte kaum die endgültige Lösung sein. Aber auch ein System, das auf den Staatsanleihen eines einzigen Landes basiert, ist keine Lösung, da dies lediglich die Emittentenlast wiederherstellt, die im Zentrum des US-Dollar-Standards steht. Wenn sich die Welt nicht auf Gold einigen und nicht zu einem Standard auf der Grundlage von Staatsanleihen eines einzigen Landes zurückkehren kann, wird im Laufe der Zeit der Druck auf eine ausgehandelte multilaterale Architektur zunehmen.

„Difference is of the essence of humanity. Difference is an accident of birth and it should therefore never be the source of hatred or conflict. The answer to difference is to respect it.

John Hume

Letztendlich dürfte sich die Welt auf etwas zubewegen, das Keynes' Bancor-Vorschlag ähnelt, den er in Bretton Woods vorlegte, der jedoch keine Akzeptanz fand. Keynes' Idee war eine *Internationale Clearing-Union*, in der Länder Netto-Ungleichgewichte in einer supranationalen Einheit, dem Bancor, ausgleichen würden. Defizitländer hätten Zugang zu Überziehungskrediten, doch die Last der Anpassung würde nicht allein auf ihnen lasten. Länder mit anhaltenden Überschüssen würden ebenfalls Gebühren für übermäßige Guthaben zahlen müssen, was ihnen einen Anreiz geben würde, mehr zu importieren, die Nachfrage zu recyceln oder ihre Überschüsse auf andere Weise zu reduzieren. Keynes erkannte, dass ein stabiles Reservesystem nicht funktionieren kann, wenn nur Defizitländer zu Anpassungen gezwungen werden, während Überschussländer unbegrenzt Forderungen anhäufen dürfen. Beim Bancor-Plan ging es nicht nur darum, eine neue Reservewährung zu schaffen. Es ging darum, ein System zu schaffen, das globale Ungleichgewichte verringert und damit die Notwendigkeit der Anhäufung von Reservewährungen von vornherein reduziert.

Doch eine solche Lösung ist wahrscheinlich noch in weiter Ferne. **Die Geschichte zeigt eindeutig, dass Übergänge zwischen globalen Währungssystemen von Natur aus chaotisch verlaufen.** In der Zwischenkriegszeit gab es wiederholte Bemühungen, die internationale Stabilität wiederherzustellen, von Brüssel und Genua bis nach Genf und London, doch die Länder konnten sich nicht einmal darauf einigen, was schiefgelaufen war. Einige machten starre Wechselkurse dafür verantwortlich. Andere gaben unzureichenden Goldreserven, Kriegsschulden oder Handelsbarrieren die Schuld. Selbst das Dreiparteienabkommen von 1936, das oft als der größte kooperative Erfolg der Zwischenkriegszeit angesehen wird, war in Wirklichkeit nur ein begrenzter Versuch, wettbewerbsorientierte Abwertungen zu stoppen. Wenn schon die bloße Vereinbarung, sich nicht aktiv gegenseitig zu schaden, als Durchbruch gilt, zeigt dies, wie tief die Zusammenarbeit gesunken war.

„When all think alike, then no one is thinking.

Walter Lippmann

Das gleiche Muster dürfte sich wiederholen, wenn sich der US-Dollar-Standard auflöst. Die Länder sind sich über die Diagnose des Problems nicht einig. Einige betrachten große Handelsungleichgewichte nach wie vor als natürliches Ergebnis komparativer Vorteile oder als ein Problem, das die Defizitländer selbst lösen müssen. Andere sehen

darin zu Recht das Ergebnis innerstaatlicher Verzerrungen in den Überschussländern, die das alte US-Dollar-System bereit war zu absorbieren. Solange sich die Länder grundlegend über die Ursache des Problems uneinig sind, werden koordinierte Lösungen schwierig bleiben.

Wer mit der alten Landkarte navigiert, dem erscheint jeder Regimewechsel als Chaos.

Die nächste Phase dürfte chaotisch verlaufen. Die Länder haben ihre Wirtschaftsmodelle auf den Export in die USA ausgerichtet, während der US-Dollar-Standard es den USA ermöglichte, anhaltende Defizite zu verzeichnen. Wenn die USA nicht mehr bereit sind, diese Rolle zu den alten Bedingungen zu spielen, werden diese Länder zunehmend miteinander um die begrenzte Auslandsnachfrage konkurrieren. Es könnte schließlich zu einer Zusammenarbeit kommen, und möglicherweise wird irgendwann eine neue Architektur geschaffen. Die Geschichte zeigt jedoch, dass beides erst nach einer schmerzhaften Phase der Unordnung, gescheiterter Verhandlungen und sich verschärfender nationaler Reaktionen eintritt.

Fazit

Der US-Dollar-Standard geht zu Ende, weil die USA nicht mehr bereit sind, die Rolle des finalen Ausgleichers zu spielen und anhaltende Defizite zu verzeichnen, damit der Rest der Welt seine überschüssigen Ersparnisse in US-Vermögenswerten anlegen kann.

Dennoch verfolgen die Länder nach wie vor eine Politik, die den Konsum besteuert, die Produktion subventioniert und Überschussersparnisse generiert, die irgendwo angelegt werden müssen. Da US-Vermögenswerte zunehmend an politische Bedingungen geknüpft und als Standardanlageziel weniger zuverlässig werden, füllt Gold diese Lücke zunehmend aus. Nicht, weil die Welt sich für ein neues Währungssystem entschieden hat, und nicht, weil Gold ein perfektes Reservevermögen ist, sondern weil es keine bessere Alternative gibt.

Infolgedessen wird der Goldpreis zunehmend von der Nachfrage nach Reserven bestimmt werden und nicht mehr nur von der alten Mischung aus Realzinsen, Volatilität und Liquidität. Gold wird nicht mehr nur als Absicherung innerhalb des US-Dollar-Standards gehandelt. Es wird zunehmend als der Vermögenswert gehandelt, der die Ersparnisse aufnimmt, die das US-Dollar-System immer weniger bereit ist aufzunehmen.

Irgendwann wird sich eine neue Architektur herausbilden. Doch die dürfte noch lange auf sich warten lassen. Zwischen dem Zusammenbruch des Goldstandards und Bretton Woods lagen 20 Jahre und zwei Weltkriege. Bis ein neues System aufgebaut ist, ist Gold der einzige bedeutende Vermögenswert, der diese Rolle ausfüllen kann.

Regimewechsel sind nur für diejenigen verwirrend, die noch die alte Landkarte benutzen. Dowding hatte die Natur der Luftabwehr grundlegend verändert, doch die Kommandeure der Luftwaffe erkannten diesen Wandel nicht und schickten weiterhin Piloten in eine Schlacht, die sie nicht mehr verstanden. Die Preisentwicklung bei Gold sendet derzeit dasselbe Signal. Anleger, die sie weiterhin mit dem alten Denkmodell interpretieren, werden den Markt weiterhin als verwirrend empfinden. Es liegt an den Anlegern, ihr Modell zu aktualisieren und den Fehler zu vermeiden, den letzten Krieg zu kämpfen.⁴ ■

„When the ship has sunk, everyone knows how she could have been saved.“

Italienisches Sprichwort

„Politicians, like generals, have a tendency to fight the last war.“

John Bolton

„Things should be made as simple as possible, but not simpler.“

Albert Einstein

⁴ Siehe „Das neue Gold-Playbook“, In *Gold We Trust*-Report 2024, insbesondere das Kapitel; „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“, In *Gold We Trust*-Report 2024; siehe auch das Kapitel „Der Kollaps des Rohstoff-Betas“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Wir setzen Visionen um
und liefern Ergebnisse.



Fortuna
Mining

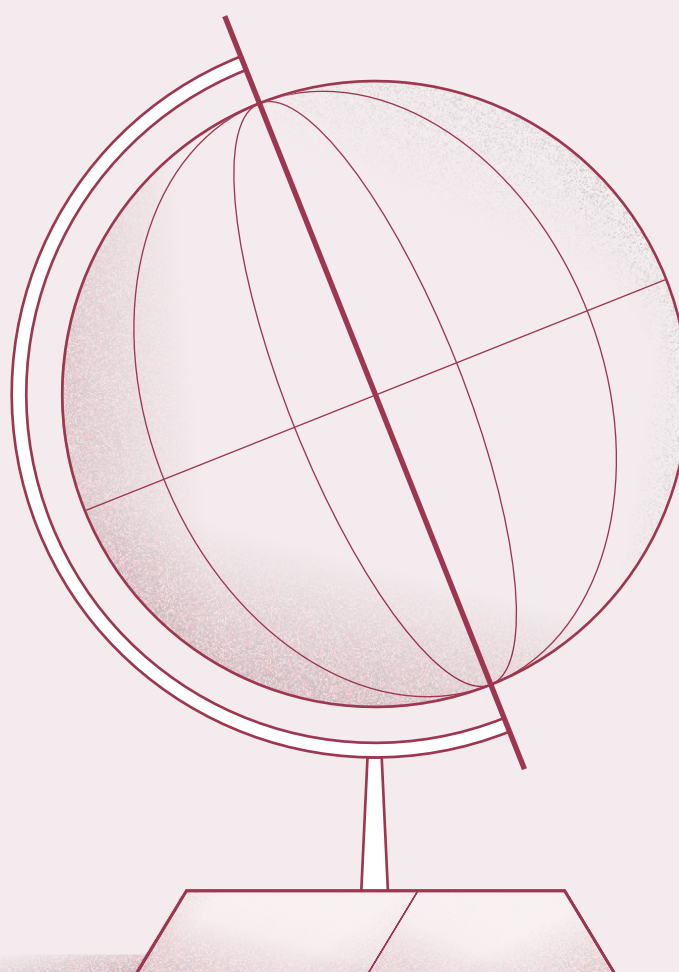
NYSE: FSM | TSX: FVI | Frankfurt: F4S0



fortunamining.com



Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders *Heartland*-Theorie



Key Takeaways

- Die Grundlage der modernen Geopolitik zeigt sich in Mackinders Heartland-Theorie und ist der strategische Imperativ, die eurasische Landmasse zu kontrollieren.
- Der Konflikt spielt sich zwischen den großen Landmächten Eurasiens, wie Russland und China, und den Seemächten, wie den USA und früher Großbritannien, ab.
- In der monetären Entsprechung von Mackinders Theorie besteht der strategische Imperativ in der Kontrolle der Weltreservewährung und der Währungsarchitektur.
- Das US-Dollar-System entspricht der monetären Projektion der „Seemacht“, die Eurasien seit Jahrzehnten einhegt. Gold ist das uneinnehmbare monetäre Kernland – der ultimative Ausdruck von „Landmacht“ – und der Goldpreis ist ein Echtzeitindikator dafür, wer in diesem Konflikt die Überhand hat.



Man and not nature initiates, but nature in large measure controls.

Halford John Mackinder

„*Seventy-five percent of the world's people live in Eurasia, and most of the world's physical wealth is there as well, both in its enterprises and underneath its soil.*

Zbigniew Brzezinski

„*What we are in the early stages of watching is a messy attempt to basically restructure the system in a way that gold runs the deficits, so to speak, instead of the United States.*

Luke Gromen

Es zeichnet sich ein geopolitischer Kampf ab, in dem Gold unaufhaltsam zu einer zentralen Rolle im globalen Währungssystem zurückkehrt.¹ Dieser Kampf kann durch die Linse der klassischen Geopolitik betrachtet werden – namentlich durch Sir Halford J. Mackinders bahnbrechendes Werk „*The Geographical Pivot of History*“, in dem er seine *Heartland*-Theorie entwickelte.

Das zugrundeliegende Prinzip von Mackinders Theorie hat sich bis heute gehalten. Die Verteilung grundlegender Ressourcen und strategischer Güter bestimmt die Architektur der globalen Ordnung. In diesem Kapitel wird argumentiert, dass dieses Prinzip heute für das internationale Währungssystem ebenso gilt wie einst für die geopolitische Landkarte. In unserer nachstehenden Analyse skizzieren wir Mackinders geopolitische Theorie und ihre Anwendbarkeit auf die aktuelle Situation in Bezug auf die USA, China, die NATO, die BRICS, den Nahen Osten, die Ukraine, das Südchinesische Meer usw.

Übertragen auf die monetäre Sphäre zeigen wir, wie Gold als Anker des Finanzsystems Mackinders Heartland ähnelt, während die Bedeutung des US-Dollars schwindet. Das Ergebnis ist ein globaler Kampf um die monetäre Hegemonie, der die geographische Dynamik widerspiegelt, die Mackinder vor über einem Jahrhundert erforscht hat. Die Währungsarchitektur befindet sich in der Anfangsphase eines Wandels, der größer ist als der Zusammenbruch von Bretton-Woods im Jahr 1971.

¹ Dieser Artikel wurde unter Federführung unseres Freundes Paul Mylchreest verfasst. Paul verfügt über mehr als 30 Jahre Analystenerfahrung; er begann seine Karriere im Chemiesektor und war bei S.G. Warburg, Schroders und Citibank tätig. Nach einem kurzen Abstecher in den Öl- und Gassektor arbeitete er mehrere Jahre lang als Global Macro & Cross Asset Strategist, zunächst selbständig und später beim US-Rohstoffhändler Archer Daniels Midland (ADM Inc.). Ab 2005 war er bei Crédit Agricole Chevreux für den Minensektor verantwortlich, später dann bei Redburn Partners und Hardman & Co. ebenfalls.

Mackinders Heartland-Theorie – die geopolitische Perspektive

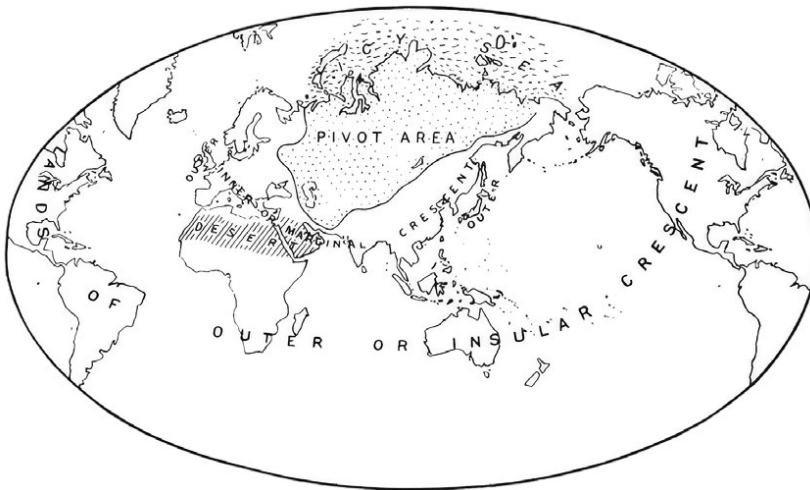
Das „Great Game“ der modernen Geopolitik geht auf die Rivalität zwischen Großbritannien und Russland um die Vorherrschaft in der zentralasiatischen Region während des 19. und frühen 20. Jahrhunderts zurück. Mackinders Vortrag von 1904 vor der Royal Geographical Society gilt als Gründungsmoment der Geopolitik als Forschungsdisziplin.

Mackinder vertrat die Ansicht, dass globale Macht letztlich in der Geographie verankert ist und der geopolitische Hauptgewinn für die Großmächte der Welt die Kontrolle über die eurasische Landmasse – die miteinander verbundenen Kontinente Europa und Asien – ist, die er als „Weltinsel“ bezeichnete. Die Begründung war und ist einfach: **Eurasien beherbergt den Großteil der Weltbevölkerung, der wirtschaftlichen Aktivitäten und der natürlichen Ressourcen.** Die Kontrolle über Eurasien und die Frage, wo und wie die Kontrolle ausgeübt werden kann, sind der Schlüssel zu Mackinders Theorie.

„A power that dominates Eurasia would exercise decisive influence over two of the world's three most economically productive regions.“

Zbigniew Brzezinski

Die geopolitische Gliederung der Welt nach Mackinder



Quelle: Wikimedia Commons

Nachdem er Eurasien als den geopolitischen Preis ausgemacht hatte, teilte Mackinder die Welt in drei Regionen ein:

- **Das Kernland oder Pivot-Gebiet (Heartland)**, das er als das riesige Innere Eurasiens identifizierte. Ursprünglich bezeichnete er es als das Gebiet östlich der Wolga, südlich der Arktis, westlich des Jenissei und nördlich des Himalaya – obwohl er dieses Gebiet später erweiterte;
- **Der innere bzw. marginale Halbmond (Rimland)**, der die küstennahen Randregionen Eurasiens umfasste – Westeuropa, die Türkei, den Nahen Osten, Indien, Ost- und Südostasien, Taiwan und Korea usw. Wir ziehen es vor, Nicholas J. Spykmans Begriff „Rimland“ für dieses Gebiet zu verwenden; und
- **Der äußere oder insulare Halbmond (Offshore-Inseln)**, zu dem die vom eurasischen Kontinent weitgehend getrennten maritimen Nationen wie Großbritannien, Japan, Nordamerika, die USA und Australien gehören. Wir bevorzugen Spykmans Begriff „Offshore-Inseln“ für dieses Gebiet.

Das folgende Zitat stammt aus der *Nationalen Sicherheitsstrategie der Vereinigten Staaten* der Reagan-Regierung, die im Jänner 1988 veröffentlicht wurde. Die folgenden Zeilen sind „Mackinder pur“:

Mackinders Kerngedanke: Eurasien ist die „Weltinsel“ – und ihre Kontrolle der Schlüssel zur globalen Macht.

The first historical dimension of our strategy is relatively simple, clear-cut, and immensely sensible. It is the conviction that the United States' most basic national security interests would be endangered if a hostile state or group of states were to dominate the Eurasian land mass – that area of the globe often referred to as the world's heartland.

Fast ein Jahrzehnt später argumentierte der einflussreiche Globalist und ehemalige nationale Sicherheitsberater der USA, Zbigniew Brzezinski, in seinem berühmten Buch „*The Grand Chessboard*“ (dt. „*Die einzige Weltmacht*“) aus dem Jahr 1997:

Ever since the continents started interacting politically some 500 years ago, Eurasia has been the centre of world power ... For America, the chief geopolitical prize is Eurasia – and America's global primacy is directly dependent on how long and how effectively its preponderance on the Eurasian continent is sustained.

„*Mountains and the men who grow out of them are the first order of reality; ideas, however uplifting, only the second. Geography is the preface to the very track of human events.*

Robert Kaplan

Ein weiteres Schlüsselement in Mackinders Theorie war der Wettbewerb zwischen den großen Landmächten und den großen Seemächten. Aus ihrer Sicht verleihen große Landmassen strategische Tiefe, Rohstoffe und effiziente Transportmöglichkeiten. Folglich schafft die Kontrolle großer, zusammenhängender Gebiete im Landesinneren strategische Optionen, die den Seemächten fehlen und in die sie nicht eindringen können. Die Größe, die zentrale Lage und die Unverwundbarkeit gegenüber Seemächten machten das *Heartland* zum Schlüssel für die Kontrolle der Weltinsel – daher der „geographische Dreh- und Angelpunkt“ (engl. „geographical pivot“), so Mackinder.

Seine Theorie widersprach der Vorstellung, dass die maritime Vorherrschaft Großbritanniens, der damals größten Seemacht, ausreicht, um seine Hegemonie zu sichern. Seit Mackinders Ära haben die USA Großbritannien als führende Seemacht mit ihren 11 Flugzeugträgern und einem ausgedehnten Netz von Häfen und Militärstützpunkten in und um die Peripherie Eurasiens offensichtlich überholt. Er stellte die Theorie auf, dass eine Landmacht, die das Zentrum und die Ressourcen Eurasiens kontrolliert, mit neuen Transportwegen wie z. B. der Transsibirischen Eisenbahn und Technologien die Kolonien der Seemächte überall auf dem Kontinent zurückdrängen könnte.

„*Control of the sea is a precondition for any far-reaching policy. But politics occur on land, where people live, and commanding the seas does not guarantee political outcomes on land.*

Jakub Grygiel

Mackinder argumentierte 1919, dass der Erste Weltkrieg seine ursprüngliche Definition des Kernlandes bis zur Ostsee im Nordwesten und zum Schwarzen Meer im Südwesten erweiterte. Dadurch wurden weitere Nationen in das Kernland einbezogen, darunter Polen, wo später der Zweite Weltkrieg ausbrach, und die Ukraine. Er plädierte dafür, eine Interessenkonvergenz zwischen Russland und den seiner Meinung nach neuen Dreh- und Angelpunkten (engl. „pivots“) Osteuropas, d. h. Österreich, Ungarn, der Tschechoslowakei und Polen, zu verhindern. Er fasste dies in folgendem bekannten Diktum zusammen:

*Who rules East Europe commands the Heartland;
who rules the Heartland commands the World Island;
who rules the World Island commands the world.*

Gold als monetäres Heartland

In der klassischen geopolitischen Literatur klafft eine Lücke, da Geld und Finanzen nie als strategische Elemente der Geographie integriert wurden. Mackinder erkannte Ressourcen, industrielle Basen und Verkehrsnetze an, aber nicht:

- die dominierende Währung bei der Preisbildung im internationalen Handel;
- grenzüberschreitende Zahlungssysteme;
- Reservewährungen;

- neutrale Kreditsicherheiten und Pfänder;
- die Geographie der Goldproduktion und -lagerung und
- die systemischen Folgen, wenn die internationale Finanzarchitektur als (geo-)politisches Instrument genutzt wird.

Dieses Fehlen war zu Mackinders Zeiten weniger problematisch, weil Gold damals als Anker des Währungssystems fungierte und die finanzielle Globalisierung begrenzt war. Aber im heutigen Zeitalter, in dem die Finanzströme den physischen Handel um ein Vielfaches übersteigen, kann die Geopolitik nicht von der internationalen Finanzarchitektur losgelöst werden.

Mackinder betrachtete sein geopolitisches Kernland als Landmacht, die über natürliche Barrieren verfügte und die gegen die Seemacht immun war, was es zu einer einzigartigen Festung machte.

Nun stellt sich die Frage, welcher Vermögenswert das monetäre Äquivalent zum Kernland ist und als monetärer Dreh- und Angelpunkt der Geschichte fungiert hat? Wir würden argumentieren, dass es nur eine Antwort gibt, und das ist Gold – auch wenn es vorübergehend auf eine Nebenrolle beschränkt ist, seit Nixon 1971 den Goldstandard aufhob.

Warum ist Gold das monetäre Heartland?

Die Macht des Kernlandes ergab sich aus seiner zentralen Lage und der Schwierigkeit, in es einzudringen. Gold wird seit mindestens 2.500 Jahren in Form von Münzen als Geld verwendet, und es wird angenommen, dass es bereits 3.000 v. Chr. im alten Ägypten im Handel und als Wertaufbewahrungsmittel verwendet wurde. Es besitzt einzigartige Eigenschaften, um als Geld und Wertaufbewahrungsmittel zu fungieren:

- Es ist geopolitisch blockfrei und daher neutral;
- das Angebot von Gold ist geologisch begrenzt, und es kann nicht wie Fiat-Geld aus dem Nichts gedruckt oder abgewertet werden;
- sein Wert ist weltweit anerkannt;
- Gold ist der einzige finanzielle Vermögenswert ohne Gegenparteirisiko, d. h. es besteht kein Ausfallsrisiko; und
- Gold hat ein hohes Stock-to-Flow-Ratio, das für Stabilität sorgt – alles jemals geförderte Gold existiert als oberirdischer Vorrat, sodass jährliche Veränderungen in der Goldproduktion nahezu unerheblich sind.²

In einer monetären Analogie zu Mackinder sehen wir Gold als metaphorischen Ausdruck von Landmacht:

- Sobald Gold abgebaut ist, bleibt es in der Regel stationär und wird in Tresoren gelagert;
- die Bewegung von physischem Gold ist im Vergleich zur Gesamtmenge des in Tresoren gelagerten und an den Weltbörsen gehandelten Goldes relativ gering; und
- Gold ist der ultimative Reservewert und muss nicht bei jeder Transaktion physisch übertragen werden – Nettopositionen können in regelmäßigen Abständen zwischen Ländern oder Banken gecleart werden.

Wir sollten uns daran erinnern, dass Geld in Form von Münzen, die nicht aus Gold oder Silber bestanden – und bis vor gar nicht allzu langer Zeit auch Banknoten – lediglich als Derivate betrachtet wurden, die Gold oder Silber in Tresoren entsprechen. Auf

Gold ist die monetäre
Entsprechung zur Landmacht:
stationär, geopolitisch neutral,
geologisch begrenzt — und ohne
Gegenparteirisiko. Alles andere
Geld ist bloß ein Derivat darauf.

” *The most important prize is an enormous concentration of natural gas and oil reserve in addition to important minerals including gold.*

Zbigniew Brzezinski

” *Gold is the only asset that somebody can hold and you don't have to depend on somebody else to pay your money for.*

Ray Dalio

” *No matter which perspective you adopt, it's critically important for security and stability. Any interruption there would create a real problem.*

Admiral Patrick Walsh

² Siehe „Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, In *Gold We Trust*-Report 2013

britischen Banknoten steht immer noch: „I promise to pay the bearer on demand the sum of ...“, was in der Vergangenheit so verstanden wurde, dass sie bei der Bank of England in den entsprechenden Goldbetrag umgetauscht werden konnten.

Die geopolitische Bedeutung des Rimlands

Mackinder glaubte, dass eine Landmacht wie Russland ihre Basis im Kernland nutzen könnte, um die Weltinsel zu kontrollieren, indem sie die Küsten und die Warmwasserhäfen, die den globalen Handel ermöglichten, d. h. den inneren oder marginalen Halbmond an der Peripherie Eurasiens, übernahm. Im Jahr 1919 konzentrierte sich Mackinder auf Osteuropa als Tor zu den großen westeuropäischen Küstennationen.

„Europe is a landscape; East Asia is a seascape.“

Robert Kaplan

Wir sind der Meinung, dass Mackinders Theorie von der Integration einer anderen geopolitischen Theorie profitiert, nämlich der „Rimland-Theorie“ von Nicholas Spykman. Dieser war Professor für internationale Beziehungen an der Universität Yale und veröffentlichte 1944 das Buch „*The Geography of the Peace*“, das seine Theorie begründete. Spykman konzentrierte sich ebenfalls auf die Kontrolle Eurasiens als geopolitischen Hauptgewinn und übernahm Mackinders Einteilung der Welt, wobei er allerdings zwei davon umbenannte:

- „Heartland“ – wie bei Mackinder;
- „Rimland“ – entspricht Mackinders „Innerem bzw. Marginalen Halbmond“; und
- „Offshore Islands & Continents“ – entspricht Mackinders „Outer or Insular Crescent“.

„Geography is the most fundamental factor in foreign policy,... because it is the most permanent. For geography does not argue. It simply is.“

Nicholas Spykman

Spykman stimmte mit Mackinder darin überein, dass das Kernland eine einzigartige Verteidigungsposition bietet – etwas, das zu dieser Zeit aufgrund der erfolglosen deutschen Invasion in Russland 1941 selbstverständlich war. Spykman vertrat jedoch die Ansicht, dass die Kontrolle über die maritimen Ränder Eurasiens im Westen, Süden und Osten, d. h. das Rimland, wichtiger sei als das Kernland. Dies lag daran, dass das Rimland:

- dichter besiedelt,
- stärker industrialisiert und
- ressourcenreicher war.

Die wichtigsten Regionen und Länder in Spykmans Rimland waren:

- Westeuropäische Küstenländer – von Skandinavien bis Südeuropa;
- Mittlerer Osten/Naher Osten – wie Saudi-Arabien, Türkei, Iran, Irak und Afghanistan;
- Südasien – Indien und die Anrainerstaaten des Indischen Ozeans; und
- Ostasien und Südasien – China und die Küstenstaaten entlang der Pazifikküste.

„The Rimland of the Eurasian landmass must be viewed as an intermediate region. a buffer zone of conflict between sea power and land power.“

Nicholas Spykman

Die Länder im Rimland befinden sich in einer Art „amphibischem Gürtel“ oder „*Pufferzone*“ zwischen dem Kernland und den Ozeanen. Sie können sowohl von den großen Landmächten als auch von den großen Seemächten beeinflusst werden. Das Kernland hat das Potenzial, einer Landmacht als uneinnehmbare Basis zu dienen, um die Kontrolle über *Rimland* zu übernehmen. Aus der Sicht einer großen Seemacht wie den USA war *Rimland* das Gebiet, in dem die Seemacht Druck auf das landumschlossene *Heartland* ausüben konnte und in dem es für die Landmacht von entscheidender Bedeutung war, dass sie in Schach gehalten wurde.

Im Gegensatz zu Mackinder lautete Spykmans Diktum: „Who controls the Rimland rules Eurasia; who rules Eurasia controls the destinies of the world.“

Diese Idee, die Landmächte Eurasiens einzudämmen, ist eine langfristige Strategie Großbritanniens, der USA und der NATO. Auch wenn die meisten Menschen mit den Theorien von Mackinder und Spykman nicht vertraut sind, erklären sie einen Großteil der geopolitischen Spannungen im 20. Jahrhundert:

- Großbritanniens Eindämmung Russlands in der ersten Hälfte des Jahrhunderts;
- den Kalten Krieg von 1945–89 und
- die Osterweiterung der NATO nach dem Fall des Eisernen Vorhangs 1989.

Dies wurde vom US Naval War College im Jahr 2023 im Zusammenhang mit der Ukraine hervorgehoben. In der Studie „*Confining the Enemy—Halford Mackinder's Theory of Containment and the Conflict in Ukraine*“ heißt es:

Mackinderite analysis rests on an imperative of checking the territorial power—either alone or in alliance—occupying the heartland. The elements of Mackinderite maritime geostrategic perspective endure, and they are as follows: onshore bridgeheads, offshore (island) aerodromes and military bases, maritime denial of threatened seas, and the United States reestablished as a thalassocracy (i.e. deriving power and wealth from maritime supremacy).

Zwar hat sich ein Großteil von Mackinders Theorie im Laufe der Zeit bewährt – einschließlich des zentralen Grundsatzes der Kontrolle Eurasiens und des Gleichgewichts zwischen Land- und Seemacht –, doch haben sich einige Aspekte seit seiner Zeit weiterentwickelt.

Während Mackinder die osteuropäischen Staaten als „Dreh- und Angelpunkt“ im Kampf um die geopolitische Vorherrschaft in Eurasien bezeichnete, sind wir der Ansicht, dass sich die Dreh- und Angelpunkte im Laufe der Zeit verändern. Dies ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, darunter:

- Wirtschaftswachstum;
- militärische Stärke;
- industrielle Entwicklung und Technologie;
- Zugang zu wichtigen Ressourcen;
- monetäre Architektur und
- geopolitische Ausrichtungen.

Unserer Meinung nach haben sich in den letzten Jahrzehnten drei Schwerpunktbereiche herauskristallisiert:

- der Nahe Osten;
- Zentralasien und der Transkaukasus; und
- das Südchinesische Meer.

Die erdölproduzierenden Länder des Nahen Ostens, insbesondere Saudi-Arabien, Iran, Irak und Kuwait, gewannen in dem Maße an Bedeutung, wie die Welt zunehmend vom Erdöl und später auch vom Erdgas abhängig wurde. In jüngerer Zeit haben mehrere Länder in Zentralasien und im Transkaukasus, darunter die Ukraine, Aserbaidschan, Turkmenistan, Usbekistan usw., an geopolitischer Bedeutung gewonnen. Dies ist zum Teil auf ihre umfangreichen Energieressourcen und/oder Pipelines zurückzuführen.

Das nächste Zitat ist ein weiteres aus Brzezinskis Buch „*The Grand Chessboard*“ über die zentralasiatischen Republiken oder den „eurasischen Balkan“, wie er sie beschreibt. Interessant ist, dass er auch Gold erwähnt:

They are of importance from the standpoint of security and historical ambitions to at least three of their most important and more powerful neighbours, namely Russia, Turkey and Iran, with China also signalling an increasing political interest in the region. But the Eurasian Balkans are infinitely more important as a potential economic prize; an enormous concentration of natural gas and oil reserves is located in the region, in addition to important minerals including gold.

Unserer Meinung nach werden das Südchinesische und das Ostchinesische Meer zu wichtigen Dreh- und Angelpunktregionen.

„*Eurasia is the chessboard on which the struggle for global primacy continues.*

Zbigniew Brzezinski

„*The South China Sea is the demographic cockpit of the globe, the crossroads of the Pacific and Indian Oceans.*

Robert Kaplan

Die Region bietet Einblicke in die von den USA unterstützten „Farbrevolutionen“ in der Ukraine (Orange, 2004), Georgien (Rose, 2003) und Kirgisistan (Tulpen, 2005) sowie in die Unterstützung des Sturzes der prorussischen Regierung in der Ukraine bei der Maidan-Revolution 2014. Die Ukraine ist eindeutig eine wichtige Brücke zwischen Westeuropa und dem Kernland – der Verlust der Ukraine schränkt Russlands Macht im Kernland ein, während der Gewinn der Ukraine diese ausweitet.

» *China ist ein Gefangener seiner Geographie. Es ist vom Meer abhängig, kontrolliert es aber nicht.*

George Friedman

Unserer Meinung nach werden insbesondere das Südchinesische Meer und das Ostchinesische Meer zu wichtigen Dreh- und Angelpunktregionen. Das Südchinesische Meer erstreckt sich von Singapur und der Straße von Malakka an seinem südlichen Ende bis zur Straße von Taiwan im Nordosten. Es ist die am zweitstärksten befahrene Seestraße der Welt.

Das Südchinesische Meer



Quelle: Weltbank und US Energy Information Administration

Das *Atlas Institute for International Affairs* kommentierte die Bedeutung des Südchinesischen Meeres im Juli 2025 wie folgt:

The South China Sea has become a critical pressure point for global commerce. With 24 % of global maritime trade passing through these contested waters in 2023 ... The South China Sea's strategic importance extends beyond simple transit volumes. The region handles 45 % of global crude oil shipments, 42 % of propane (and LNG), and 26 % of automotive trade.

In einem Artikel vom Oktober 2012 mit dem Titel „*America's Pacific Century*“ signalisierte die damalige Außenministerin Hillary Clinton ein neues Engagement in der asiatisch-pazifischen Region.

As the war in Iraq winds down and America begins to withdraw its forces from Afghanistan, the United States stands at a pivot point... One of the most important tasks of American statecraft over the next decade will therefore be to lock in a substantially increased investment–diplomatic, economic, strategic, and otherwise–in the Asia-Pacific region.

Dies markierte den Beginn des außenpolitischen Wandels der USA, der seit der Obama-Regierung mit dem "Pivot to Asia" oder "Rebalance to Asia" eingeleitet wurde. Clinton betonte das Interesse der USA an der Freiheit der Schifffahrt im Südchinesischen Meer, an Menschenrechtsfragen in China, an der Notwendigkeit für die USA, ihre Bündnisse in der Region zu stärken, und am Wunsch nach einer friedlichen Beilegung von Territorialstreitigkeiten. Clinton argumentierte diplomatisch, dass es nicht darum gehe, den wachsenden Einfluss Chinas einzudämmen. Dennoch soll sie die chinesische Führung verärgert haben.

Das Süd- und Ostchinesische Meer sind die neuen geopolitischen Dreh- und Angelpunkte: 24 % des globalen Seehandels und 45 % der Rohölverladungen passieren unkämpfte Gewässer.

Der scheidende Kommandeur der US-Pazifikflotte, Admiral Patrick Walsh, wies im Januar 2012 direkt auf die geopolitische Bedrohung durch die chinesische Dominanz im Südchinesischen Meer hin. **Walsh, ein Befürworter der Mackinder-Theorie, empfahl,** dass sich die USA auf diese Region konzentrieren sollten:

In the Pacific Century, sea power resumes its traditional role in the sea-lines of communication... You can identify where (South China Sea) the critical node is...It forces an assessment of whether we are prepared for where this economic juggernaut (China) is going.

Der „Pivot to Asia“ der USA war eindeutig in der klassischen Geopolitik von Mackinder verwurzelt – der sogar den Begriff „Pivot“ übernahm. Es handelte sich um die führende Seemacht, die versuchte, eine potenziell dominante eurasische Macht einzudämmen, die die Kontrolle über das Kernland und die Randgebiete ausüben könnte. In Anlehnung an die Theorien von Mackinder und Spykman sehen wir China sowohl als Landmacht als auch als Seemacht.

Die geopolitische Rivalität zeigt, dass die USA auf der einen Seite zunehmend isoliert sind, da Trump NATO-Verbündeten mit Sanktionen droht, Militäroperationen in Venezuela und im Iran eingeleitet und die Absicht bekundet hat, Grönland zu erwerben. Der Fortbestand des langjährigen Bündnisses der westlichen Nationen über die NATO ist nicht mehr sicher.

Auf der anderen Seite der geopolitischen Kluft stehen China und Russland, die die wichtigsten Nationen in zwei breiteren Bündnissen sind:

- **Die Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit (SOZ)**, zu der Indien, der Iran, fünf der *Stans*, darunter Pakistan, und Belarus gehören. Auf die SCO entfallen etwa 65 % der eurasischen Landmasse, 42 % der Weltbevölkerung und fast 25 % des globalen BIP; und
- **die BRIC-Staaten**, die 2009 mit Brasilien, Russland, Indien und China gegründet wurden. Seitdem sind 6 weitere Länder hinzugekommen: Südafrika, Iran, Indonesien, Ägypten, Äthiopien und die Vereinigten Arabischen Emirate. Weitere 10 Länder sind als Partnerländer benannt und nehmen an den Gipfeltreffen teil. Auf die BRICS-Staaten entfallen fast 50 % der Weltbevölkerung und 25 % des globalen BIP.

Mackinder befürchtete, dass eine einzelne Macht wie Russland oder eine Allianz von Mächten wie Deutschland und Russland zu seiner Zeit Eurasien kontrollieren und damit das britische Empire und im weiteren Sinne die USA herausfordern könnten.

China und Russland sind neben Deutschland die beiden Großmächte auf der eurasischen Landmasse. Aus Mackinders Rahmen ist klar ersichtlich, dass der Aufstieg Chinas in wirtschaftlicher und militärischer Hinsicht, seine engere Zusammenarbeit mit Russland und anderen eurasischen Nationen eine potenzielle existenzielle Bedrohung für die globale Hegemonie der USA darstellt. Diese Situation spiegelt sich nahezu perfekt in der Währungssphäre wider.

„*Small patrol boats are needed to deal with piracy mainly, but big warships may cause incidents and that will lead to tension.*

Manathir Mohamad

„*The use of vast continental resources... and the empire of the world would then be in sight.*

Halford John Mackinder

Das monetäre Rimland-US-Dollar-System und „Papiergold“

So wie Mackinder und andere die Kontrolle über Eurasien (die „Weltinsel“) als den Hauptgewinn im Kampf um die geopolitische Vorherrschaft identifiziert haben, gibt es auch eine monetäre Parallele. Es gibt einen sich entwickelnden Kampf um die monetäre Hegemonie, der die räumliche Dynamik widerspiegelt, die Mackinder vor über einem Jahrhundert erforschte.

Die Entsprechung im monetären Bereich ist die Kontrolle über die monetäre und finanzielle Infrastruktur, die den globalen Handel und die Reservewährungen und -anlagen untermauert. Das System des US-Dollars hat diese Position seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs inne, ist aber zunehmend bedroht.

In den Modellen von Mackinder und Spykman werden die USA als maritime Nation eingestuft, die zusammen mit dem Vereinigten Königreich, Japan, Südamerika und Australien zu den Offshore-Inseln gehört. Die Offshore-Inseln umschließen Eurasien und können ihre Macht gegen Eurasien einsetzen. Während die USA im geopolitischen Sinne eine Offshore-Insel sind, existiert ein großer Teil der US-Dollar-Liquidität außerhalb der USA in Form von so genannten *Eurodollars*³ und dem Eurodollar-Markt.

„The Eurodollar is a stateless, global, offshore ledger system.“
Jeff Snider

Eurodollars sind US-Dollar-Verbindlichkeiten gegenüber US-Banken, die in Übersee gehalten werden, aber außerhalb der direkten Kontrolle der eurasischen Landmächte operieren. Die „Ozeane“ an US-Dollar-Liquidität wirken wie ein externes Offshore-System, das in die eurasische Wirtschaft hinein- und aus ihr herausfließt und sie gleichzeitig umschließt.

Das US-Dollarsystem ist vom Konzept her mit einer Seemacht vergleichbar, die ihre Macht weit weg von ihrer Heimatküste ausübt. Es hat eine Reihe von Formen angenommen:

- Die Ströme an US-Dollar-Liquidität, die den Welthandel stützen;
- die Kontrolle über das internationale Bankensystem und Zahlungssysteme wie SWIFT;
- US-Staatsanleihen als wichtigster „risikofreier“ Vermögenswert;
- das Recyclen von US-Defiziten in US-Finanzanlagen durch Staaten in Übersee; und
- die Federal Reserve, die über Swap-Linien in Krisenzeiten US-Dollar-Liquidität zur Verfügung stellt und damit der Kreditgeber der letzten Instanz ist.

Dadurch, dass wichtige Rohstoffe in US-Dollar gehandelt werden müssen, sind die eurasischen Mächte gezwungen, sich auf das auf dem US-Dollar basierende Währungssystem einzulassen. Der US-Dollar hat im Sinne von Mackinder als Eindämmungsinstrument gewirkt:

- Die USA beherrschen diese Finanzströme, was es ihnen ermöglicht, den Handel zu überbrücken oder zu blockieren, so wie eine Marine die Meere kontrolliert, und die wirtschaftliche Landschaft Eurasiens zu gestalten;
- sie hat den USA das „exorbitante Privileg“ verschafft, ihre Inflation in Form von Handels-/Budgetdefiziten zu exportieren und ihre Zinssätze zu senken; und
- sie hat auch die Fähigkeit der eurasischen Mächte eingeschränkt, eine autonome, autarke kontinentale Wirtschaftszone aufzubauen.

„The relief valve in that case would be a run out of fiat currency into more finite assets; you'd expect to see gold prices rise.“
Luke Gromen

Wenn wir uns die Randgebiete als Treffpunkt von Land- und Seemacht vorstellen, gibt es neben dem externen US-Dollar-System (Eurodollar) ein weiteres monetäres Analogon. Dies sind die „Papiergold“-Märkte. Die meisten Leser der *In Gold We Trust*-Reports werden damit vertraut sein, und wir werden nicht näher darauf eingehen. Dennoch wird der Goldpreis seit Jahrzehnten an zwei Orten ermittelt:

3 Siehe „Wie Banker Geld in „0 ∞ € ¥“ verwandelten“, *In Gold We Trust*-Report 2021

- Die *London Bullion Market Association* (LBMA), die in London ansässig ist und mit nicht zugewiesenem und zugewiesenem Gold handelt. Es handelt sich dabei um einen Handelsverband, der von den weltweit größten Bullionbanken dominiert wird; und
- COMEX: Sie handelt mit Gold-Futures und hat ihren Sitz in New York. Die COMEX ist Teil der CME Group, dem größten Derivatemarkt der Welt.

Das US-Dollarsystem ist vom Konzept her mit einer Seemacht vergleichbar, die ihre Macht weit weg von ihrer Heimatküste ausübt.

Es ist zwar bekannt, dass nur ein winziger Teil der COMEX-Futures-Geschäfte in Form von physischen Edelmetalltransfers abgewickelt wird, doch ist die Meinung weit verbreitet, dass der Goldhandel an der LBMA durch Edelmetalltransfers abgewickelt wird. In Wirklichkeit ist auch Letzteres nur selten der Fall. Wir schätzen, dass mehr als 95 % der LBMA-Geschäfte über nicht zugewiesene Goldkonten abgewickelt werden, die nichts anderes sind als Papieransprüche auf eine nicht näher bezeichnete Menge von Goldbarren in einem Tresor – sie sind praktisch Goldderivate. Es handelt sich um ein hochgradig fremdfinanziertes Mindestreservesystem. Weniger als 5 % der Geschäfte werden über zugewiesene Goldkonten abgewickelt, bei denen das Eigentum am Metall vom Verkäufer auf den Käufer übertragen wird.

Währungskonflikt in Rimland – Gold gegen US-Dollar

Der Goldpreis in US-Dollar ist ein Echtzeit-Indikator von Mackinders geopolitischem Konflikt in der Währungssphäre. Jedes Währungssystem, vom klassischen Goldstandard bis hin zu modernen, fiat-basierten Systemen, wird letztlich am Goldpreis gemessen.

Ein steigender Goldpreis bedeutet:

- Entwertung des US-Dollars durch übermäßige Defizite und Kreditschöpfung;
- eine strukturelle Herausforderung – derzeit angeführt von den BRICS-Staaten – für das US-Dollar-System und die Aushöhlung seiner Dominanz; und
- der Zusammenbruch der Fähigkeit von Goldabrechnungssystemen auf Papier, einen steigenden Goldpreis einzudämmen, da sie von der physischen Akkumulation überfordert werden.

Aus der Sicht der BRICS und anderer Nationen wurde das US-Dollar-System durch folgende Maßnahmen zur Waffe:

- Sanktionierung internationaler Zahlungssysteme und die zunehmende Deutung, dass es sich um ein Instrument der US-Macht handelt; und
- strukturelle und steigende Haushalts- und Handelsdefizite.

Nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine haben sich die USA zusammen mit der EU, dem Vereinigten Königreich und Kanada darauf geeinigt, sieben russische Banken am 1. März 2022 aus dem internationalen Zahlungssystem SWIFT auszuschließen. Diese Maßnahme wurde auf 50 russische Banken ausgeweitet und bleibt weiterhin in Kraft. Die USA und andere Länder froren außerdem die im Ausland gehaltenen Guthaben der russischen Zentralbank in Höhe von rund 300 Mrd. USD ein. Die Behandlung Russlands in Bezug auf den Zugang zu SWIFT und das Einfrieren seiner Reserven hatte einen tiefgreifenden Einfluss auf den Goldmarkt.

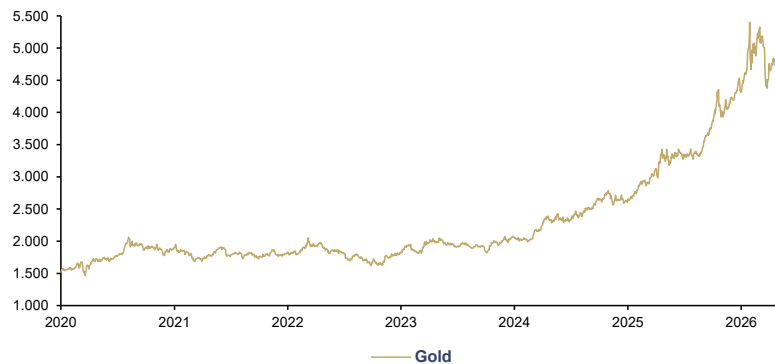
„*Gold still represents the ultimate form of payment in the world. Fiat money in extremis is accepted by nobody.*

Alan Greenspan

„*From the Bretton Woods era backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money, to Bretton Woods III backed by outside money.*

Zoltan Pozsar

Gold, in USD, 01/2020–04/2026

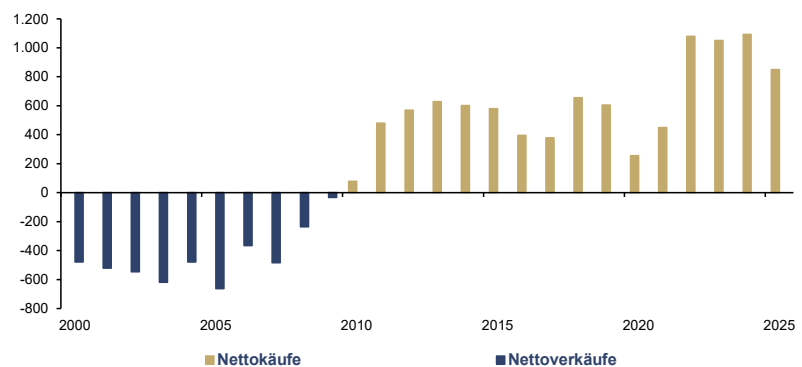


Quelle: LSEG, Incrementum AG



Wenn das Vertrauen in Fiat-Währungen schwindet, kehren die Zentralbanken zu Gold als der ultimativen und neutralen Form von Geld und Reserven zurück.

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2000–2025



Quelle: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Incrementum AG



„Gold is a highly liquid asset, which is no one's liability, carries no credit risk, and is scarce.“

World Gold Council

Im Jahr 2025 hat Gold als Anteil an den weltweiten Zentralbankreserven (zu Marktpreisen) erstmals seit Mitte der 1990er-Jahre den Wert der US-Staatsanleihen-Bestände übertroffen. Mehrere BRICS-Staaten und mit den BRICS verbundene Länder haben ihre Goldreserven in den letzten Jahren erhöht. Russland und China haben dies am stärksten getan, aber auch Indien, die Türkei und die Staaten des Nahen Ostens. Diese deutliche Erhöhung der Goldreserven kann interpretiert werden als:

- eine Absicherung gegen Fiat-Währungen;
- eine Absicherung gegen Finanzsanktionen;
- eine Vorbereitung auf die Abwicklung von Warengeschäften und Sicherheiten, die nicht auf US-Dollar lauten; und
- eine Grundlage für die Glaubwürdigkeit in neuen Währungsvereinbarungen.

Im Jahr 2025 waren China und Russland die beiden größten Goldproduzenten mit einer geförderten Produktion von 380,2 t bzw. 330,0 t. Insgesamt zeichnen die BRICS-Staaten nach Angaben des World Gold Council für etwa 28 % der 3.671,6 t geförderten Goldes verantwortlich. Die US-Goldproduktion im Jahr 2025 betrug 158,0 t, was 4,3 % entspricht.

Die Fähigkeit der USA, Russland den Zugang zum SWIFT-Dollar-Zahlungssystem zu verwehren, wirkte wie eine Blockade und war ein Versuch, Russlands wirtschaftliche Aktivitäten auf das Kernland zu beschränken. Gold und der US-Dollar befinden sich in einem sich verschärfenden Konflikt, der die erste ernsthafte systemische Herausforderung für die US-Dollar-zentrierte Weltordnung seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971 darstellt.

Xi Jinping erklärte, dass der RMB den Status einer Reservewährung erlangen könnte.

Parallel zur Anhäufung von Goldreserven haben die BRICS-Staaten im Hinblick auf eine neue Währungsarchitektur zusammengearbeitet. Dies beinhaltet Verpflichtungen zu:

- grundsätzlicher Unterstützung von Alternativen zur US-Dollar-zentrierten und SWIFT-Abwicklung
- weiteren zwischenstaatlichen und zentralbankbezogenen Arbeiten an einer gemeinsamen Infrastruktur
- Entwicklung einer gemeinsamen, teilweise durch Gold gedeckten Rechnungseinheit.

Aus der Sicht des Goldes sind die interessantesten Aspekte der Diskussionen die Möglichkeit einer goldgedeckten *Unit*:

- zur Verwendung bei der Abwicklung des grenzüberschreitenden Handels;
- sie wäre keine „BRICS-Währung“ wie z. B. der Euro; und
- *Unit* wäre teilweise mit Gold unterlegt, wobei Medienberichten zufolge etwa 40 % auf Gold und 60 % auf einen Korb von BRICS-Währungen entfallen würden.

Wenn eine goldgebundene Einheit entwickelt wird, dürfte sie eher auf einem multilateralen Gold-Netting zwischen den Nationen als auf einer bilateralen Abrechnung beruhen, was die benötigte Goldmenge erheblich reduzieren würde.

Auf dem 17. BRICS-Gipfeltreffen in Rio im Juli 2025 haben die Staats- und Regierungschefs der BRICS-Staaten einen goldgebundenen Abrechnungsmechanismus im offiziellen Kommuniqué nicht förmlich gebilligt. Im Oktober 2025 wurde jedoch im Rahmen eines Pilotprojekts des *Instituts für Wirtschaftsstrategie der Russischen Akademie der Wissenschaften* (IRIAS) ein Prototyp mit 100 Einheiten eingeführt, von denen jede zunächst mit 1 Gramm Gold gedeckt war. Einige mit Russland verbundene Quellen haben die Schaffung eines Goldabwicklungsnetzes mit Tresoren in mehreren BRICS-Ländern, z. B. in Shanghai, vorgeschlagen. Es wird gemunkelt, dass hochrangige BRICS-Beamte das Jahr 2030 als Ziel für die Einführung dieses Systems anpeilen.

In der Zwischenzeit hat China für Anfang 2026 zwei weitere Schritte angekündigt, die das Land in direkten Konflikt mit dem US-Dollar-System bringen, obwohl sie sich indirekt auf den Goldpreis auswirken:

In der Zeitschrift der Kommunistischen Partei, *Qiushi*, erklärte Xi Jinping, dass der RMB den Status einer Reservewährung erlangen könnte. Anfang Februar 2026 wurde berichtet, dass chinesische Aufsichtsbehörden die Banken des Landes aufforderten, ihre Bestände an US-Staatsanleihen aufgrund des Konzentrationsrisikos und der Volatilität an den US-Schuldenmärkten zu reduzieren.

Die Erhöhung der Goldreserven und die Bemühungen der BRICS-Staaten, eine eigene Währungsarchitektur mit einer Verbindung zum Gold aufzubauen, kommen einer Stärkung der Position des Heartlands im Sinne von Mackinder gleich. Während sie ein monetäres Kernland aufbauen, profitieren sie auch davon, dass Russland über riesige Mengen an natürlichen Ressourcen verfügt und China eine Produktionsbasis und einen großen Handelsüberschuss hat.

„The great wars of history – those which have resulted in the change of the world’s mastership – have been between the masters of the Sea and the masters of the Land.

Halford Mackinder

„The dollar is being used as a weapon.

Wladimir Putin

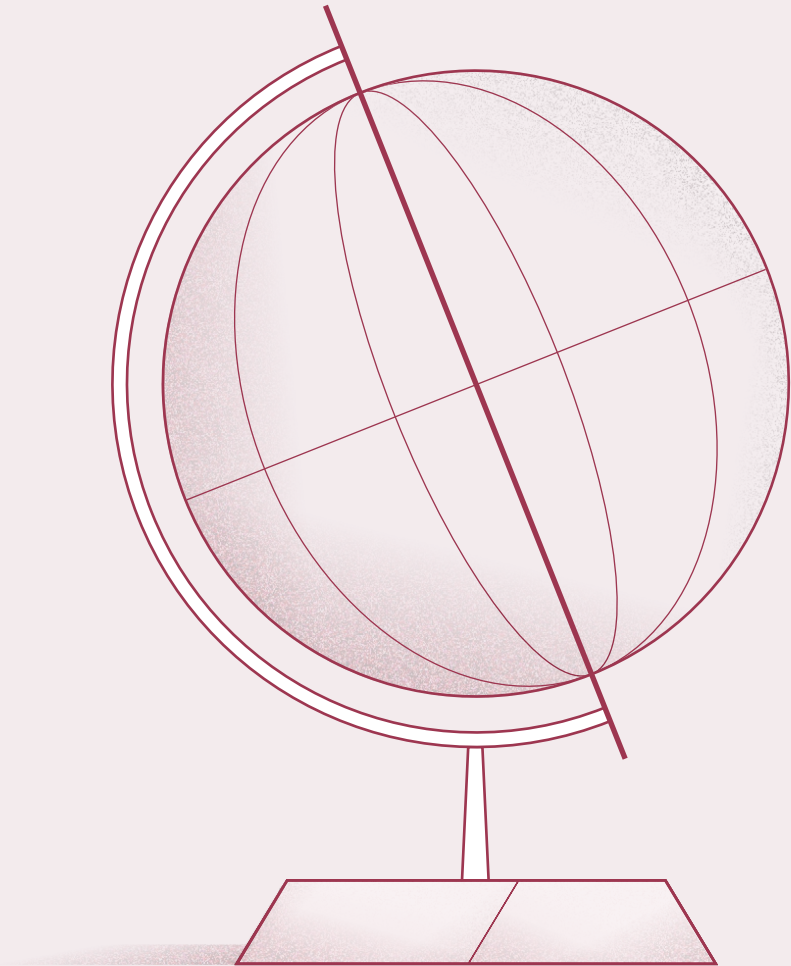
„What constitutes a strong financial nation? First, it should have a powerful currency.

Xi Jinping

” *The great wars of history – those which have resulted in the change of the world’s mastership – have been between the masters of the Sea and the masters of the Land.*

Halford Mackinder

Im Währungsbereich erleben wir, wie sich das Kernland gegen die maritime Vorherrschaft des US-Dollar-Systems und seine Hochburg im Randgebiet und darüber hinaus zur Wehr setzt. Als der Staffelstab in Bezug auf die Weltreservewährung das letzte Mal weitergereicht wurde, geschah dies auf scheinbar harmlose Weise von Großbritannien an die USA, d. h. von einem Verbündeten zum anderen. Zu Mackinders Zeiten war das kein Thema. Dies ist diesmal nicht der Fall, und in Zukunft sehen wir den Goldpreis als ultimativen Ausdruck von Mackinders Theorie im Kampf zwischen Landmacht und Seemacht im Währungsbereich – zwischen Gold und dem US-Dollar-System. ■



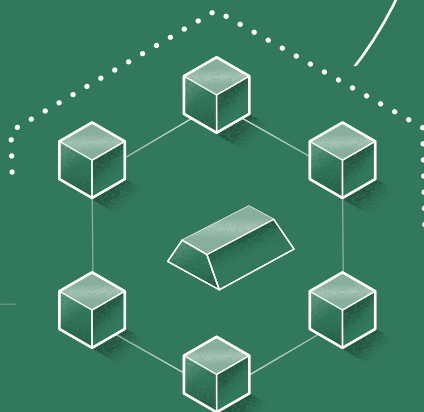
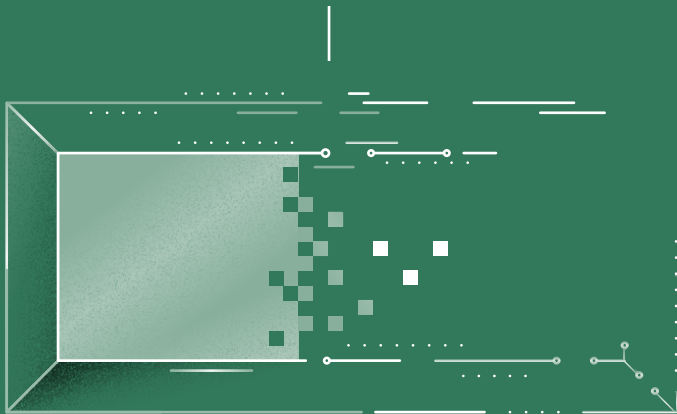
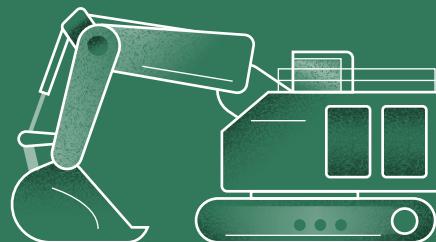


GOLD IS STABILITY. COPPER IS DURABILITY. MINING WITH PURPOSE.

At Harmony, gold is our enduring strength – anchoring stability, scale and cash generation, while copper provides resilience and growth. Our strategy is clear: to build enduring, long-term value for our stakeholders. We achieve this through safe, profitable ounces and disciplined reserve conversion, ensuring quality growth for the future. Together, these metals drive sustainable returns. This is how we create lasting value – today and tomorrow.

Harmony. Mining with Purpose.





Gold- Panorama

Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung	218
Die aktuelle Remonetarisierung von Gold vollzieht sich nicht per Dekret, nicht durch Revolution, sondern durch Evolution. Jeder der sechs von uns identifizierten Vektoren stärkt eine monetäre Schlüsselfunktion von Gold.	
Zurück zu den Gründervätern: Dr. Shelton über die Zukunft des US-Dollars	234
Dr. Judy Shelton, ehemalige Kandidatin für das Board der Federal Reserve, spricht mit uns über den Status des US-Dollars als dominante Weltwährung, die Einführung von goldgedeckten Treasury-Bonds und eine mögliche Remonetarisierung von Gold.	
Die Digitalisierung von Gold: Tokenisierung, Finanzinfrastruktur und Vertrauen	244
Die Tokenisierung verändert die Art und Weise, wie Ansprüche auf Gold gehandelt werden, nicht aber das Wesen des Goldes selbst. Der Privatkundenmarkt, der institutionelle Markt und ein spekulativer Markt bilden den tokenisierten Goldmarkt.	
Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird	254
Die weltweit neueste Zentralbank ist keine Zentralbank. Tether kauft Gold in einem Tempo, das die meisten souveränen Staaten übertrifft; Interview mit Juan Sartori, Leiter für Sonderprojekte bei Tether.	
Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold	282
Portfolioheuristiken, die jahrzehntelang akzeptable Ergebnisse geliefert haben wie das klassische 60/40-Portfolio, werden nicht leichtfertig aufgegeben. Erst sich wiederholende, starke Verluste ebnen den Weg für ein Umdenken.	
Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des größten Goldmarktes der Welt	300
Der indische Goldmarkt entwickelt sich von einem kulturellen, schmuckbezogenen Markt zu einem hybriden Markt aus Konsum-, Investitions- und Finanzprodukten und gewinnt zunehmend an Einfluss auf die globale Preisdynamik.	
Der Kollaps des Rohstoff-Betas	320
<i>Engpassmärkte</i> statt <i>Durchsatzmärkte</i> : Ein breites Rohstoff-Exposure eignet sich immer weniger als Knappheitsindikator, denn die Outperformance gegenüber der Benchmark konzentriert sich verstärkt auf eine schrumpfende Zahl von Rohstoffen.	

Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung



Key Takeaways

- Keine Rückkehr zum Goldstandard – aber Gold kehrt zurück. Nicht durch Dekret, sondern durch Funktion. Nicht durch Revolution, sondern durch Evolution. Sechs Vektoren treiben diesen Prozess – jeder für sich beobachtbar, gemeinsam selbstverstärkend.
- Vektor I – Reserve: Seit dem Einfrieren russischer Währungsreserven 2022 gilt: Reserven, die man nicht physisch kontrolliert, sind im Ernstfall keine Reserven. Die Repatriierungswelle ist der Beweis.
- Vektor II – Privat: Die größte institutionelle Nachfragerücke der Geldgeschichte. Pensionskassen halten unter 2 % Gold.
- Vektor III – Bilanz: Stille Rekapitalisierung läuft bereits. Bundesbank 387 Mrd. EUR, Eurosystem 1.274 Mrd. EUR. Finanzminister Scott Bessent hat im Februar 2025 die Monetarisierung der Aktivseite öffentlich in Aussicht gestellt – der Markt las das als Vorbote einer Gold-Revaluation.
- Vektor IV – Verankerung: Das Trio Trump–Bessent–Shelton. Judy Sheltons *Treasury Trust Bonds* – 50-jährig, goldkonvertibel, geplanter Launch zum 4. Juli 2026 – sind das konkrete Instrument einer politisch anschlussfähigen Wiederverankerung.
- Vektor V – Akkumulation: Der Westen schläft noch. Seit 2010 akkumulierten Zentralbanken 9.700 t Gold – fast ausschließlich im Osten. Ein moderates Rebalancing der westlichen „Gold-Light“-Gruppe würde 2.000–3.000 t freisetzen.
- Vektor VI – Digitalisierung: Tokenisiertes Gold schlägt CBDCs. Während CBDCs programmierbar und überwachbar sind, bleibt tokenisiertes Gold währungsneutral und zensurresistent.
- Die Beweislast hat sich verschoben. 54 Jahre Fiat-Regime sind die Anomalie, nicht 5.000 Jahre Geldgeschichte. Die Beweislast liegt daher nicht bei jenen, die eine schrittweise Remonetarisierung für plausibel halten, sondern bei jenen, die glauben, ein historisch singuläres Fiat-Experiment komme dauerhaft ohne physischen Anker aus.

Topics such as de-dollarization, the remonetization of gold, and the use of digital central bank currencies to build a new financial system are on the agenda.

Zoltan Pozsar

„All happy families resemble one another; each unhappy family is unhappy in its own way.

Leo Tolstoy, Anna Karenina

Ein Blick in die Geldgeschichte offenbart: Die Frage nach „solidem Geld“ war nie rein akademischer Natur, sondern stets von zentraler Bedeutung für wirtschaftliche Stabilität und gesellschaftliche Ordnung. Die vergangenen fünf Jahrzehnte des reinen Fiat-Experiments sind, gemessen an der 5.000-jährigen Geldgeschichte, eine kurze Anomalie. Und Anomalien tendieren dazu, korrigiert zu werden.

Unsere These einer Remonetarisierung von Gold mag auf den ersten Blick gewagt erscheinen. Umso wichtiger ist daher eine klare begriffliche Einordnung. Wer auf die Wiedereinführung eines klassischen Goldstandards wartet, wird enttäuscht werden: Staaten haben keinen Anreiz, sich freiwillig jene fiskalische und monetäre Elastizität zu nehmen, die ihnen das Fiat-Regime bietet. Gemeint ist vielmehr ein Prozess, in dem Gold monetäre Relevanz zurückgewinnt. Nicht zwingend als Geld im engeren Sinne, wohl aber als ultimates Referenzgut für Wert, Vertrauen und Abrechnung.

„Don't try to be better. Be different.

Byron Wien

Diese Remonetarisierung vollzieht sich nicht per Dekret, sondern durch Funktion; nicht durch Revolution, sondern durch Evolution – kein plötzlicher Paukenschlag, sondern ein stetig ansteigendes Crescendo. Paradigmenwechsel schleichen sich oft ein über Usancen, Sicherheiten und ökonomische Notwendigkeiten. Gold rückt dabei nicht ins Zentrum des Systems. Vielmehr rückt das System, getrieben von fiskalischer Erschöpfung, geopolitischer Fragmentierung und schwindendem institutionellen Vertrauen, zum Gold.

Was die nachfolgenden sechs Vektoren verbindet, ist eine gemeinsame Tiefenstruktur: An jedem dieser Knotenpunkte gewinnt Gold eine Schlüsselfunktion als Wertspeicher und Sicherheit zurück. **Nicht alle Vektoren werden gleichzeitig und vollständig Realität werden, doch mehrere parallele Kanäle dürften genügen, um die monetäre Relevanz von Gold nachhaltig zu stärken.**

Vektor I: Reservefunktion und Wertaufbewahrung – Gold als sanktionsresistentes Reserve-Asset

„Worry is interest paid on trouble before it comes due.

William Ralph Inge

Im Übergang von einer hegemonialen zu einer multipolaren Welt gewinnt die Frage nach der Ausfallsicherheit staatlicher Reserven neue Bedeutung. Spätestens seit dem Einfrieren der russischen Zentralbankreserven im Februar 2022 ist offensichtlich: **Fiat-Währungsreserven tragen im Krisenfall nicht nur ein Markt-, sondern auch ein politisches Ausfallrisiko.** Reserven sind damit nicht länger bloß Liquiditätspuffer, sie sind Teil der politischen Machtarchitektur.

Für Staaten außerhalb des westlichen Einflussbereichs stellt sich damit eine fundamentale Frage: Wie lassen sich Handelsüberschüsse so speichern, dass sie im Konfliktfall nicht unter fremde Kontrolle geraten? Gold besitzt in diesem Kontext eine Eigenschaft, die kein Fiat-Reserveasset bieten kann: **Es ist ein Reserve-Asset ohne Emittentenrisiko, ohne Gegenparteirisiko.** Diese Eigenschaft ist nicht neu. Neu ist, dass sie wieder politisch relevant geworden ist.

Die Repatriierung westlicher Goldbestände ist kein Einzelfall, sondern ein Muster. Wenn selbst Verbündete der USA ihr Gold zurückholen, hat sich die geopolitische Logik verschoben.

Aus spieltheoretischer Sicht ist das Argument stärker, als es zunächst erscheint. Es geht nicht allein um Russland. Die bloße Möglichkeit des Einfrierens hat das Konzept „risikofreier Reserven“ für sämtliche Staaten neu definiert. Selbst bei geringer Eintrittswahrscheinlichkeit ist der erwartete Verlust bei einem binären Alles-oder-nichts-Risiko so hoch, dass Diversifikation rational wird. Es gilt die Versicherungslogik: **Man versichert nicht das Wahrscheinliche, sondern das Unerträgliche.**

Den anhaltenden Trend zur **Repatriierung** von Goldbeständen werten wir als empirischen Beleg dieser These:¹

- **Deutschland** repatriierte zwischen 2013 und 2017 insgesamt 674 t aus New York und Paris.
- Die **Niederlande** holten 2014 122 t zurück.
- **Polen** transferiert systematisch Gold nach Warschau.
- **Frankreich** verlagerte zwischen Juli 2025 und Jänner 2026 seine letzten 129 t aus New York – per Verkauf und Rückkauf in Europa – und realisierte dabei einen Buchgewinn von rund 13 Mrd. EUR.

Gold ist in dieser Hinsicht vor allem als Vermögensspeicher zu verstehen. Noch ist es kein dominierendes internationales Zahlungsmittel. Aber es gewinnt wieder an Bedeutung als Reserveasset, das in Extremsituationen nicht eingefroren, entwertet oder dem per Tastendruck der Zugriff verweigert werden kann. In einer Welt zunehmender Blockbildung ist genau das der entscheidende Vorteil.

„Gold bullion doesn’t pay interest or dividends, nor does it grow or expand by itself. That’s the price you pay for tranquility.“

Pierre Lassonde

Parallel dazu entstehen alternative Settlement-Architekturen: Russland und China wickeln Teile ihres Handels in Yuan und Rubel ab; die Shanghai Gold Exchange (SGE) gewinnt an Bedeutung. Beim BRICS-Gipfel in Kasan 2024 wurde eine gemeinsame Settlement-Plattform diskutiert, bei der Gold als neutrales Collateral fungieren könnte. Die fortschreitende De-Dollarization und ihre Implikationen für Gold sehen wir seit Jahren als einen der prägenden Trends dieser Dekade.

Vom Petrodollar zum Petrogold

In einer multipolaren Welt gewinnt eine historische Verbindung neue Brisanz: die zwischen Rohstoffhandel und Gold. Das Petrodollar-System, die seit 1974 bestehende stillschweigende Vereinbarung, Öl in US-Dollar zu fakturieren und die Überschüsse in US-Treasuries zu recyceln, verliert an Bindungskraft. Jeff Currie, langjähriger Leiter des Rohstoff-Research bei Goldman Sachs, bringt die Verschiebung auf den Punkt: Aus dem *US-Dollar-Recycling* wird zunehmend ein *Gold-Recycling*. Die Ölüberschüsse fließen nicht mehr in US-Treasuries, sondern in Gold.

„The art of living lies not in eliminating but in growing with troubles.“

Bernard Baruch

Saudi-Arabien akzeptiert zunehmend Yuan für Öllieferungen an China; die Shanghai Gold Exchange bietet dafür den direkten Konversionsmechanismus: Yuan-Erlöse lassen sich über SGE-Kontrakte unmittelbar in physisches Gold wandeln, ohne den Umweg

¹ Siehe „Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung“, In *Gold We Trust*-Report 2025

über den US-Dollar. Luke Gromen sieht die Bepreisung von Öl in Gold-Äquivalenten als „unvermeidlich“ und verweist auf das Gold/Öl-Verhältnis als Druckmesser für die Gesundheit des Petrodollar-Systems.

„I used to think that if there was reincarnation, I wanted to come back as the president or the pope or as a .400 baseball hitter. But now I would like to come back as the bond market. You can intimidate everybody.

James Carville

Sollte sich dieses Muster verfestigen – Öl gegen Yuan gegen Gold –, entstünde de facto ein Petrogold-Kreislauf. Während im klassischen Petrodollar-System die Energieerlöse als Nachfrage nach US-Treasuries ins US-amerikanische Finanzsystem zurückfließen und das US-Leistungsbilanzdefizit finanzieren, existiert dieser Rückfluss im Petrogold-System nicht. Die Erlöse wandern in Tresore statt in Anleihen. Das untergräbt sowohl die globale US-Dollar-Nachfrage als auch die Fähigkeit der USA, ihre Defizite günstig zu refinanzieren.

Der Petrogold-Kreislauf löst den Petrodollar nicht ab, schafft aber eine parallele Architektur. Die Implikation für die Remonetarisierung: **Gold würde nicht nur als Reserve-Asset und Bilanzinstrument an Bedeutung gewinnen, sondern erstmals seit dem Ende von Bretton-Woods wieder als Settlement-Medium im Rohstoffhandel fungieren.** Damit wären Reservefunktion, Settlement und Digitalisierung direkt miteinander verbunden.

Vektor II: Private Remonetarisierung – Wenn Institutionen Gold wiederentdecken

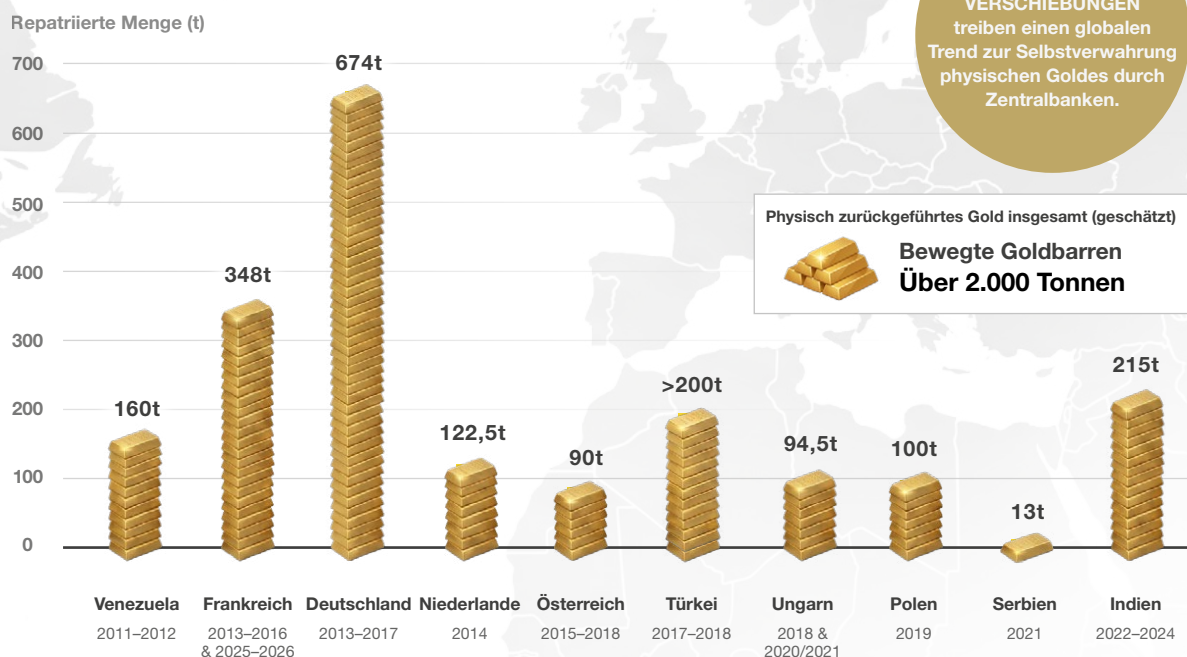
„The future belongs to those who see possibilities before they become obvious.

John Sculley

Die bisherige Debatte um die Remonetarisierung von Gold konzentriert sich fast ausschließlich auf Zentralbanken und Staaten. Dabei übersieht sie eine entscheidende Rückkopplungsschleife: **die private Remonetarisierung.** Wenn institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Staatsfonds, Family Offices oder Versicherungen Gold wieder als Liquiditätsreserve erster Ordnung behandeln, verändert das die Marktstruktur fundamental und erhöht den Druck auf die Politik, nachzuziehen.

Die große Gold-Repatriierung

Eine Chronologie der Heimkehr des Goldes seit 2011



Quelle: In Gold We Trust Report 2025, nationale Zentralbanken, offizielle Publikationen, BOE, MiningVisuals, Incrementum AG

Die Ausgangslage ist bemerkenswert: **Trotz der historischen Goldpreisrally der vergangenen Jahre bleibt die institutionelle Allokation marginal.** Laut einer WGC/OMFIF-Erhebung halten über 70 % der befragten Pensionskassen und Versicherungen einen Goldanteil von unter 2 %. Bei den meisten großen Vermögensverwaltern ist Gold weiterhin eine taktische, keine strategische Allokation; die durchschnittliche Goldallokation im klassischen 60/40-Portfolio wird auf 0,5–1 % geschätzt.

Die Kapitalregeln behandeln Gold mit einer Risikogewichtung von 0 %, dennoch bleibt Gold der HQLA-Status verwehrt.

Gleichzeitig deuten mehrere Entwicklungen auf einen Gezeitenwechsel hin. Die Nettomittelzuflüsse in physisch besicherte Gold-ETFs erreichten 2024 und 2025 Rekordniveaus. Der Bestand der global größten Gold-ETFs lag Ende 2025 bei über 3.200 t und übertrifft damit die Goldreserven einzelner G7-Staaten. In Europa kletterte das verwaltete Vermögen des größten physisch hinterlegten Gold-Wertpapiers, Xetra-Gold, auf einen Rekord von 20,8 Mrd. EUR bei 172,8 t Goldbestand. Das ist ein bemerkenswertes Signal für die Nachfrage im deutschsprachigen Raum.

Was diese Zahlen verschleiern: Es gibt eine massive Diskrepanz zwischen verbaler Aufwertung und faktischer Allokation. Über 80 % der befragten institutionellen Investoren bezeichnen Gold als sinnvollen Portfoliobaustein. In der Praxis spiegelt sich das kaum in den Allokationsdaten wider. Die Gründe sind strukturell: regulatorische Hürden, Benchmark-Denken – die meisten Asset-Manager werden an Anleihe- oder Aktienindizes gemessen, in denen Gold nicht berücksichtigt ist – und jene Peer-Risiko-Logik, die John Maynard Keynes bereits 1936 erkannte: „It is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.“² Wer Gold hält und kurzfristig underperforms, verliert sein Mandat, wer die Benchmark hält, dagegen nicht.

Die fiskalischen und geopolitischen Stressfaktoren der übrigen Vektoren wirken auch auf der privaten Seite. Wenn Pensionskassen in einer Welt steigender Staatsschulden, negativer Realrenditen und geopolitischer Fragmentierung nach einer Absicherung ohne Emittentenrisiko suchen, landen sie unweigerlich bei Gold. Erste Signale sind sichtbar: In den Niederlanden wurde 2024 ein Pensionsfonds wegen seiner strategischen 5 %-Goldallokation in öffentlichen Debatten genannt; in der Schweiz hat eine große Pensionskasse Gold in ihr Overlay-Konzept integriert.

Die Relevanz dieses Vektors liegt in seiner Rückkopplungswirkung: Private Remonetarisierung erhöht die Nachfrage, treibt den Preis und verbessert damit die Bilanzen der Zentralbanken (siehe Vektor III). Sie erhöht den politischen Druck auf Regulierungsbehörden, Gold als anerkanntes Collateral zu behandeln, und sie schafft eine Marktinfrastuktur, die wiederum die Digitalisierung (siehe Vektor VI) begünstigt. **Die private Remonetarisierung ist damit kein Nebenprodukt der staatlichen, sie ist ihr Katalysator.**

„Everything that is done in the world is done by hope.“

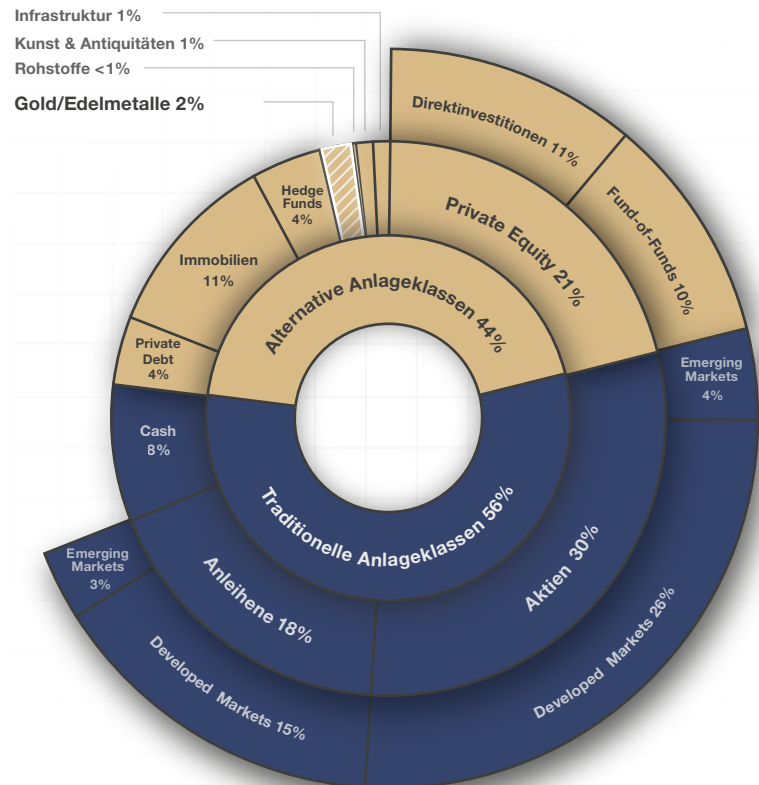
Martin Luther

„Stay hungry, stay foolish.“

Steve Jobs

² Siehe Kapitel „Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Portfolio-Struktur von Family Offices 2024



Quelle: UBS, MiningVisuals, Incrementum AG

Vektor III: Bewertung, Bilanzierung & Rekapitalisierung – Gold als Bilanzhebel

Mit der Wertaufbewahrungsfunktion von Gold verbunden sind zentrale Bewertungs-, Bilanzierungs- und letztlich auch Rekapitalisierungsfragen. Diese besitzen zwei Dimensionen: eine buchhalterische und eine funktionale.

1. Die buchhalterische Dimension

Der spektakulärste Fall buchhalterischer Unterbewertung findet sich in den USA. Die US-Goldreserven stehen seit 1973 mit dem gesetzlich fixierten und unveränderten Preis von 42,22 USD pro Unze in den Büchern. Bei Marktpreisen von aktuell rund 4.600 USD entspricht das weniger als einem Hundertstel des tatsächlichen Wertes; **die Neubewertungslücke der 261,5 Mio. Unzen beläuft sich damit auf rund 1,2 Bill. USD.** Das Gold ist dabei nicht Eigentum der Federal Reserve, sondern der Treasury; die Federal Reserve hält lediglich *Gold Certificates* zum gesetzlichen Preis.

Das Eurosystem ist einen Schritt weiter. Seit Gründung der EZB 1999 bewerten die Zentralbanken des Euroraums ihre Goldreserven quartalsweise zu Marktpreisen. Die daraus resultierenden nicht realisierten Gewinne werden im „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ verbucht und wirken de facto wie Eigenkapital, ohne dass physisches Gold veräußert werden muss.

- **Deutsche Bundesbank:** Die Neubewertungsreserve für Gold erreichte Ende 2025 mit 387 Mrd. EUR einen historischen Höchststand. Das Gold der Bundesbank ist damit rund 45-mal höher bewertet als der Jahresfehlbetrag 2025 von 8,6 Mrd. EUR und mehr als 14-mal so hoch wie der kumulierte Bilanzverlust von 27,8 Mrd. EUR. Die Goldposition selbst kletterte auf 395 Mrd. EUR, bei Anschaffungskosten von

„All a company report and balance sheet can tell you is the past and the present. They cannot tell the future.“

Nicolas Darvas

„The sun never sets on the British Empire. But it rises every morning. The sky must get awfully crowded.“

Steven Wright

lediglich 8 Mrd. EUR. Bereits 2023 bezeichnete Vorstandsmitglied Joachim Wuermeling den Ausgleichsposten explizit als Teil der „**Eigenmittel**“ – eine bemerkenswerte Abkehr von der traditionellen Sichtweise.

- **EZB/Eurosystem:** Der Wert der Goldbestände stieg 2025 auf 1.274 Mrd. EUR und damit im Vergleich zu 872 Mrd. EUR (2024) kräftig.
- **Schweizerische Nationalbank:** Die SNB hält rund 1.040 t Gold zu Marktpreisen. Mit einem Goldpreis, der 2025 um 45,9 % auf 110.919 CHF/kg zulegte, ergab sich auf dem unveränderten Bestand ein Bewertungsgewinn von 36,3 Mrd. CHF, nach bereits 21,2 Mrd. CHF im Vorjahr. Im Fall der SNB ist besonders aufschlussreich, dass das massive SNB-Aktienportfolio 2022 den größten Verlust in der Geschichte der SNB mit 132 Mrd. CHF einfuhr. Aber es waren die Goldbestände, die die Bilanz stabilisierten.

2. Die funktionale Dimension

Gold wirkt nicht mehr nur als Reserve, sondern als Instrument der stillen Rekapitalisierung. In einem System mit globaler Verschuldung von über 350 % des BIP entsteht so Handlungsspielraum auf der Aktivseite staatlicher Bilanzen ohne neue Schuldenaufnahme.

Dass die fiskalische Nutzung solcher Bewertungsgewinne keine theoretische Konstruktion ist, zeigt die historische Erfahrung, die die Studie „**Official Reserve Revaluations: The International Experience**“ systematisch aufgearbeitet hat. Drei Präzedenzfälle haben eine besondere Relevanz:

- **Deutschland 1997:** Bundeskanzler Helmut Kohl und Finanzminister Theo Waigel versuchten, 20 Mrd. DM aus der Neubewertung der Goldreserven der Deutschen Bundesbank zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien zu nutzen. Bundesbankpräsident Hans Tietmeyer blockierte dies als Angriff auf die Unabhängigkeit der Bundesbank. Was damals politisch untragbar war, erscheint heute im Kontext gestiegener Staatsverschuldung zunehmend als Option.
- **Italien 2002:** Die Banca d'Italia transferierte 13 Mrd. EUR aus ihrem Ausgleichsposten zur Deckung von Verlusten aus der Umwandlung nicht marktfähiger Staatsanleihen. Das war ein Präzedenzfall für die praktische Nutzbarkeit innerhalb des Eurosystems.
- **Südafrika 2024:** Zentralbank und Finanzministerium vereinbarten den Transfer von 150 Mrd. ZAR (ca. 2 % des BIP) aus Neubewertungsgewinnen zwischen 2024 und 2027 zur Schuldenreduktion.

Auch in den USA verschiebt sich der Bereich des Sag- und Denkbaren. Finanzminister Scott Bessent erklärte im Februar 2025: „**We're going to monetize the asset side of the US balance sheet for the American people.**“ Parallel veröffentlichte die Federal Reserve ihre bereits erwähnte Studie zu internationalen Goldneubewertungen, und Senator Lummis' Gesetzentwurf sieht eine Neubewertung der Gold-Zertifikate zum Marktpreis vor.

Die zentrale Frage ist damit weniger, ob eine Neubewertung erfolgt, sondern wie sie funktional genutzt wird: als Sicherheit, als Bilanzstabilisator oder als fiskalischer Handlungsspielraum. Hier offenbart sich eine regulatorische Inkonsistenz: Die Kapitalregeln behandeln Gold mit einer Risikogewichtung von 0 %, dennoch bleibt Gold der HQLA-Status verwehrt. Das System erkennt die monetäre Qualität von Gold implizit an – die Ausgleichsposten sind der bilanztechnische Beweis –, verweigert jedoch die explizite institutionelle Anerkennung.

In diesem Kontext gewinnt die „Freegold“-These an Relevanz, die auf den pseudonymen Analysten FOFOA („Friend of a Friend of Another“) zurückgeht:³ Gold entfaltet seine monetäre Wirkung dann am stärksten, wenn es nicht an einen fixen Kurs gebunden ist, sondern frei am Markt bewertet wird, wie es das Eurosystem mit seiner vierteljährlichen Mark-to-Market-Bewertung seit 1999 faktisch vorwegnimmt.

” *There is a time to go long, time to go short, and time to go fishing.*

Jesse Livermore

” *Unthinkable. Radical. Acceptable. Sensible. Popular. Policy.*

Joshua Treviño

” *I have not failed. I've just found 10,000 ways that won't work.*

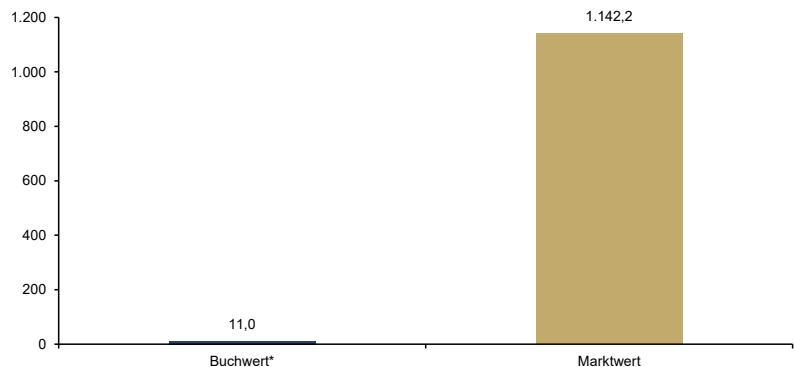
Thomas Edison

3 Siehe „20 Years later –a Freegold Project: Interview with „FOFOA“, In *Gold We Trust*-Report 2019

Eine offene Aufstockung der Goldreserven wäre das implizite Eingeständnis, dass das Fiat-System an seine Grenzen stößt.

Ergänzend etabliert sich mit Bitcoin ein paralleles, nicht-souveränes Reserve-Asset, nicht als Ersatz für Gold, sondern als komplementäre Option: Gold stabilisiert staatliche Bilanzen über physische Substanz; Bitcoin erweitert die strategische Optionalität im digitalen Raum. Beide könnten zusammen als Ventile zur Rekapitalisierung eines überschuldeten Systems fungieren.⁴

US-Goldreserven, in Mrd. USD, 12/2025



Quelle: Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG
*42,22 USD pro Feinunze



Vektor IV: Verankerung – gold-gedeckte Anleihen als Glaubwürdigkeitsanker

» Gold-backed bonds would signal a surrogate for currency integrity.

Judy Shelton

Dr. Judy Shelton – von der Financial Times als „Trump's Lieblingsökonomin“ bezeichnet, 2019 und 2020 von Trump zweimal für den Fed-Gouverneursrat nominiert und im US-Senat nur äußerst knapp (47–50) gescheitert – hat in ihrem 2024 erschienenen Buch „*Good as Gold: How to Unleash the Power of Sound Money*“ einen konkreten Mechanismus zur Wiederverankerung des US-Dollars an Gold vorgeschlagen: **die Emission von 50-jährigen, goldkonvertiblen Zero-Coupon-Anleihen, die sie Treasury Trust Bonds (TTBs) nennt.** Symbolträchtig wünscht sie sich den Launch zum 4. Juli 2026, dem 250. Jahrestag der Unabhängigkeitserklärung.

Sheltons politische Anschlussfähigkeit ist bemerkenswert: Sie war Mitglied von *Trump's Treasury Landing Team 2016* und Co-Autorin des Federal-Reserve-Kapitels von *Project 2025*. Finanzminister Scott Bessent, den sie öffentlich als „proud economic historian“ würdigt, bezeichnet sich selbst augenzwinkernd als „Gold Bug“. Die Konstellation Trump–Bessent–Shelton bildet damit das ideologisch geschlossenste Pro-Gold-Trio an der Spitze einer US-Administration seit mindestens einer Generation. In unserem exklusiven Interview in diesem *In Gold We Trust*-Report argumentierte Shelton, dass TTBs das Vertrauen in die fiskalische Disziplin stärken würden, ohne die monetäre Flexibilität einzuschränken.⁵

Der fiskalische Anreiz für die Politik ist beträchtlich: Bei einer gold-gedeckten Anleihe sinkt der Coupon, weil die Golddeckung das Ausfallrisiko für den Anleger teilweise kompensiert. Für Politiker, die nach Wegen suchen, die Zinslast ohne Sparprogramme zu senken, ist das ein handfestes Argument.

⁴ Siehe „Das neue Bitcoin-Playbook“, *In Gold We Trust*-Report 2024, insbesondere den Abschnitt zu „Free Bitcoin“

⁵ Siehe Kapitel „Zurück zu den Gründervätern: Dr. Shelton über die US-Verfassung, Gold und die Zukunft des US-Dollars“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Der Unterschied zwischen einer gold-gedeckten Anleihe und einer konventionellen Staatsanleihe gleicht dem Unterschied zwischen einem Versprechen und einem Pfand.

Die Dringlichkeit wächst mit jedem Haushaltszyklus. Der schleichende Vertrauensverlust zwingt die Emittenten letztlich dazu, neues Vertrauen durch reale Besicherung zu gewinnen. **Nicht ein Goldstandard, sondern ein Kredititätsstandard.**

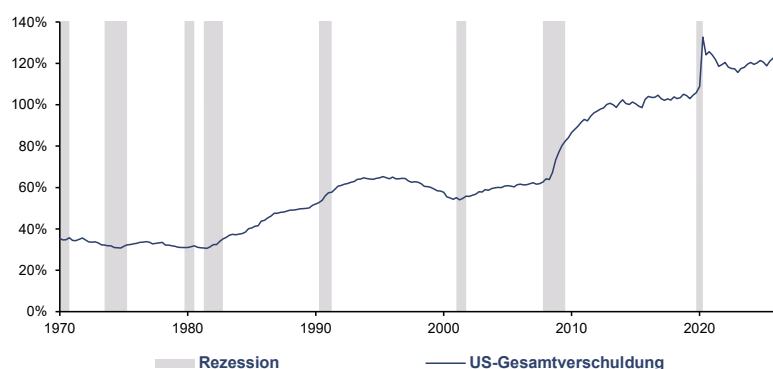
Die Präzedenzfälle existieren: **Die USA emittierten bis 1933 Gold-Clause Bonds**; die *Joint Resolution* von 1933 machte diese ungültig und wurde erst durch das Gesetz vom 28. Oktober 1977 so geändert, dass Gold-Klauseln für ab diesem Datum geschlossene Verträge wieder durchsetzbar sind. Frankreich legte 1936 goldindexierte Anleihen auf; Italien diskutierte 2011/12 den Einsatz seiner Goldreserven zur Besicherung.

Ein vielversprechendes Testfeld sehen wir in Schwellenländern mit eigener Goldförderung. Usbekistan, Kasachstan und Ghana hätten den doppelten Anreiz: niedrigere Kreditkosten und Monetarisierung der eigenen Goldproduktion. Simbabwe ging im April 2024 mit *Simbabwe-Gold* (ZiG) voran und lancierte eine goldgedeckte Währung, wenn auch mit bislang fragwürdigem Erfolg.

„History repeats itself, but in such cunning disguise that we never detect the resemblance until the damage is done.

Sydney J. Harris

US-Gesamtverschuldung, in % des BIP, Q1/1970–Q1/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Vektor V: Westliche Notenbanken werden zu Goldkäufern

Seit 2010 haben Zentralbanken weltweit netto rund 9.700 t Gold akkumuliert, davon gut 4.000 t allein in den Jahren 2022–2025. Doch diese Käufe wurden fast ausschließlich von Schwellenländern getätigt. Die westlichen Zentralbanken haben zugehört, teilweise sogar verkauft. **Die nächste Phase beginnt, wenn der Westen folgt.**

„There are no traffic jams along the extra mile.

Roger Staubach

Warum kaufen westliche Notenbanken bis dato kaum Gold? Die psychologische Hürde ist hoch: Eine offene Aufstockung der Goldreserven wäre das implizite Eingeständnis, dass das Fiat-System an seine Grenzen stößt. Besondere Aufmerksamkeit verdient Polen: NBP-Präsident Adam Glapinski ist hier der Vorreiter innerhalb der EU. Sein Argument: „Gold symbolisiert die Stärke der Nation.“ Das ist eine Formulierung, die auch europäische Konservative zunehmend ansprechen dürfte.

Die Sanktions-Symmetrie

Das Einfrieren russischer Währungsreserven 2022 hat eine unbequeme Wahrheit sichtbar gemacht: Reserven, die man nicht physisch kontrolliert, sind im Ernstfall keine Reserven. Diese Lektion wird gern als Anstoß für den Osten gezählt, sich vom US-Dollar zu diversifizieren. Doch der Hebel funktioniert in beide Richtungen.

„Possession is nine points of the law.

English proverb

800 t für Japan. 300 t für Großbritannien. 400 t für Kanada und Australien. Die ‚Gold-Light‘-Gruppe allein hätte das Potenzial, die globale Jahresproduktion nahezu vollständig zu absorbieren.

Chinas Seltene-Erden-Exportkontrollen von 2025 und die Ausfuhrverbote für Germanium, Gallium und Antimon seit Dezember 2024 sind de facto das Spiegelbild des Einfrierens von Währungsreserven auf der realwirtschaftlichen Seite. Mit knapp 90 % der weltweiten Raffineriekapazität für Seltene Erden kontrolliert Peking Materialien, die für Verteidigung, Halbleiter und die Energiewende unverzichtbar sind.

Die Logik ist symmetrisch: Die eine Seite kontrolliert die finanzielle Infrastruktur, die andere die physische. Beide Seiten lernen dieselbe Lektion: Abhängigkeit ist Verwundbarkeit. Und die einzige Reserveform, die weder der finanziellen noch der physischen Verwundbarkeit unterliegt, ist Gold in eigenen Tresoren.

Der blinde Fleck der westlichen Reserveportfolios

Während eine Gruppe westlicher Volkswirtschaften wie die USA, Deutschland, Italien oder auch Frankreich zwischen 65 % und 75 % ihrer Währungsreserven in Gold halten, hinkt eine zweite Gruppe deutlich hinterher.

Goldreserven, Q3/2025

Land	Tonnen	Anteil an den Gesamtreserven
Japan	846	7,8%
Großbritannien	310	18,3%
Südkorea	104	3,0%
Australien	80	14,5%
Irland	12	11,0%
Kanada	0	0,0%
Neuseeland	0	0,0%

Quelle: In Gold We Trust-Report

„First the Georgian silver goes, and then the fine furniture. Soon enough, there is nothing left to sell.

Harold Macmillan

Kanada ist dabei der vielleicht eindrucklichste Fall monetärer Selbstvergessenheit: eine G7-Nation, einer der fünf größten Goldproduzenten der Welt – und null Tonnen in den Tresoren der Bank of Canada. Die letzten Bestände wurden 2016 zu Durchschnittskursen um 1.200 USD/oz veräußert. Auf heutige Verhältnisse umgerechnet: ein monetärer Kollateralschaden historischen Ausmaßes.

Die Bewegung in die andere Richtung hat jedoch bereits begonnen. Singapur hat 2023/24 signifikant Gold zugekauft. Tschechien hat seine Goldreserven seit 2022 von acht auf fast 72 t Ende 2025 verneunfacht, mit dem erklärten Ziel einer weiteren Aufstockung auf 100 t bis 2028.

Die Paradoxie der Produzentennationen

Besonders bemerkenswert wird die Konstellation, wenn man die Goldreserven der großen Goldförderländer betrachtet. Kanada, Australien und die USA zählen mit rund einem Fünftel der globalen Minenproduktion zu den bedeutendsten Goldproduzenten der Welt. Das geförderte Gold verlässt jedoch in aller Regel das Land und wandert über den Weltmarkt in private Tresore, ETFs und zunehmend in die Bilanzen asiatischer Notenbanken.

Hier ließe sich eine These wagen, die vor zehn Jahren als exotisch gegolten hätte, heute aber auf fruchtbaren geopolitischen Boden fällt: **Warum sollten westliche Goldproduzenten ihre Minenproduktion nicht vorrangig an die eigene Notenbank veräußern?** Das Modell wäre keineswegs neu. Kasachstan und Usbekistan praktizieren dies

„Inside myself is a place where I live all alone and that is where I renew my springs that never dry up.

Pearl S. Buck

seit Jahren mit beachtlichem Erfolg. Die Zentralbank Usbekistans hat sogar ein gesetzliches Vorkaufsrecht auf die heimische Goldproduktion und baute auf diesem Weg ihre Reserven auf 390 t aus. Das entspricht 85 % ihrer gesamten Devisenreserven.

Ein solches *Domestic-First-Modell* hätte aus Sicht der westlichen Goldförderländer mehrere Vorzüge: Es würde die Währungsreserven diversifizieren, ohne am Weltmarkt auftreten zu müssen, und es würde die strategische Verwundbarkeit gegenüber Handelsbeschränkungen wie jenen Chinas bei Seltenen Erden spiegelbildlich auf der Edelmetallseite absichern.

**Akkumulation treibt den Preis.
Der Preis stärkt die Bilanzen.
Stärkere Bilanzen legitimieren
neue Strukturen. Aus Vektoren
wird ein Kreislauf.**

Vier Treiber für westliche Goldkäufe

- **QE-Verluste als Bilanzkrise.** Zahlreiche Zentralbanken sitzen auf unrealisierten Verlusten aus ihren Anleihekäufen der QE-Ära. Je länger die Zinsen hoch bleiben, desto attraktiver wird Gold als Bilanzstabilisator. Die Bundesbank-Neubewertungsreserve erreichte Ende 2025 mit 387 Mrd. EUR einen historischen Höchststand. Der Goldpuffer ist zum funktionalen Eigenkapital-Ersatz geworden (siehe Vektor III).
- **Vertrauenserosion bei US-Treasuries.** Die US-Fiskalposition ist auf Dauer untragbar. Wenn US-Staatsanleihen ihren Status als risikofreie Anlage verlieren, verlieren sie auch ihren Reservecharakter. Der USD-Anteil an den globalen Devisenreserven ist auf den niedrigsten Stand seit 1994 gefallen; der Goldanteil stieg auf den höchsten seit 1991.
- **Portfolio-Logik.** Während die Industriestaaten mit einer jahrzehntelangen Affinität für Gold 60–75 % ihrer Reserven in Gold halten, liegen Großbritannien, Kanada, Japan und Australien weit darunter. Die portfoliotheoretische Attraktivität einer Aufstockung wächst proportional zu jeder neuen Vertrauenskrise.
- **Fiskalische Dominanz.** Wenn Zentralbanken unter dem Druck ihrer Regierungen die geldpolitische Unabhängigkeit verlieren, wird Gold zur Versicherung der Institution gegen ihre eigene Regierung.

Der Hebel der Zahlen

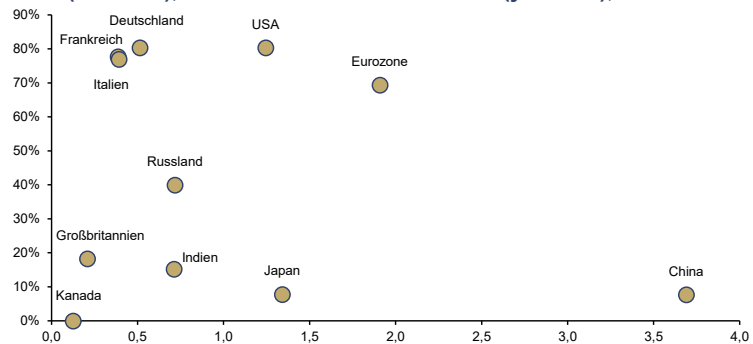
Was passiert, wenn westliche Notenbanken mit niedriger Goldallokation ihre Bestände aufstocken? **Eine Verdoppelung der japanischen Goldquote auf lediglich 15 % würde den Kauf von mehr als 800 t erfordern.** Das entspricht etwas mehr als einem Fünftel der jährlichen globalen Minenproduktion. Würden Kanada und Australien lediglich 10 % der Währungsreserven in Gold umschichten, müssten sie 400 t erwerben, was durch die heimische Förderung bequem über mehrere Jahre hinweg abgedeckt werden könnte.

Allein für die westliche „Gold-Light“-Gruppe und unter moderaten Zielquoten ergibt sich ein potenzieller kumulierter Bedarf von 2.000 bis 3.000 t. Das entspräche etwas weniger als einer kompletten Jahresminenproduktion – als einmaligem Rebalancing-Impuls, nicht als fortlaufendem Flow.

” *A billion dollars isn't what it used to be.*

Bunker Hunt

Gesamtreserven der Top-10-Volkswirtschaften + Eurozone, in Bill. USD (x-Achse), und Anteil der Goldreserven (y-Achse), 09/2025



Quelle: Weltbank, World Gold Council, Incrementum AG



Vektor VI: Digitalisierung – gold-gedekte Token mobilisieren Gold

Der letzte Vektor ist technologischer Natur. **Gold war historisch hervorragend als Wertaufbewahrungsmittel, aber schwerfällig in der Transaktion. Die Tokenisierung verspricht, genau diese Schwäche zu beheben.**⁶ Vollständig gedeckte, transparent auditierbare Gold-Token mit Tether Gold (XAUT) und Pax Gold (PAXG) als Marktführer und dem HSBC Gold Token als Repräsentant des etablierten Bankwesens haben das Konzept in die Praxis überführt: Physische Knappheit trifft auf digitale Settlement-Geschwindigkeit.

„I do not fear computers. I fear the lack of them.“

Isaac Asimov

Was als Nische begann, wächst explosionsartig. Die Marktkapitalisierung von Gold-Token hat sich innerhalb von 24 Monaten verfünffacht und überschritt im Februar 2026 die Marke von 6 Mrd. USD. XAUT und PAXG vereinen dabei rund 97 % des Segments auf sich; mehr als 1,2 Mio. Unzen physisches Gold dienen als Deckung der zirkulierenden Token. Das Handelsvolumen 2025 erreichte 178 Mrd. USD und übertraf damit alle großen US-Gold-ETFs mit Ausnahme des GLD. Der HSBC Gold Token, seit März 2024 am Markt, überschritt im November 2025 die Marke von 1 Mrd. USD Handelsvolumen und ist inzwischen der drittgrößte Gold-Token weltweit.

Die Tokenisierung löst im Ansatz ein altes Dilemma: **Wenn Gold so leicht transferierbar wird wie ein US-Dollar, schwindet der Nachteil gegenüber Fiat.**

Regulatorisch zeichnet sich ein zweigeteiltes Bild ab. In der EU regelt seit 30. Juni 2024 MiCA gold-gedekte Tokens explizit als „Asset-Referenced Tokens“ (ARTs). Dabei handelt es sich um einen harmonisierten Rahmen, der institutionelle Adoption ermöglicht, aber durch Compliance-Kosten wie Reserveanforderungen und Audit-Pflichten kleinere Emittenten verdrängen und Marktkonzentration begünstigen könnte. In den USA bleibt die Zuständigkeit zwischen SEC und CFTC unklar. Damit eröffnet sich ein regulatorisches Vakuum, das Risiko wie Chance zugleich ist.

„Crypto is everything you don't understand about computers, combined with everything you don't understand about money.“

John Oliver

Tokenisiertes Gold steht in direkter Konkurrenz zu CBDCs. Der fundamentale Unterschied ist politischer Natur. CBDCs sind programmierbar, überwachbar und können mit Negativzinsen oder Ablaufdaten versehen werden. Gold-Token bieten Währungsneutralität, keine zentrale Kontrollinstanz und keinen Emittentenzugang zu Transaktionsdaten. Für Nutzer, die monetäre Souveränität schätzen, ist das ein entscheidender Vorteil. Je weiter die CBDC-Agenda voranschreitet, desto attraktiver wird die goldbesicherte Alternative.

⁶ Siehe Kapitel „Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird“ und „Die Digitalisierung von Gold: Tokenisierung, Finanzinfrastruktur und Vertrauen“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Die Digitalisierung ersetzt Gold nicht, sie verändert aber die Nutzbarkeit von Gold. **Der eigentliche Test lautet nicht, ob Gold tokenisiert werden kann, sondern wie:** ob Eigentumsrechte, Deckung, Prüfbarkeit und Insolvenzfestigkeit so robust ausgestaltet werden, dass digitale Goldformen im Ernstfall mehr sind als elegante Benutzeroberflächen auf einem alten Gegenparteirisiko.

Was die sechs Vektoren verbindet: Rückkopplungen

So unterschiedlich diese sechs Vektoren erscheinen mögen – sie besitzen eine gemeinsame Tiefenstruktur. In jedem Fall gewinnt Gold genau dort an monetärer Bedeutung zurück, wo das bestehende System auf Vertrauen, Sicherheitenqualität oder politische Neutralität angewiesen ist. **Gold wird nicht relevanter, weil es modernisiert wurde. Es wird relevanter, weil die Schwächen der Alternativen sichtbar werden.**

” *Adapt or perish, now as ever, is Nature's inexorable imperative.*

H.G. Wells

Rückkopplung statt Addition

Entscheidend ist, dass die Vektoren nicht isoliert wirken, sondern sich wechselseitig verstärken. Der Kreislauf liest sich wie ein selbstverstärkender Motor:

- Akkumulation (Vektor V) und private Nachfrage (Vektor II) treiben den Goldpreis.
- Ein steigender Goldpreis verbessert die Bilanzen der Zentralbanken (Vektor III).
- Bessere Bilanzen senken den politischen Widerstand gegen goldbesicherte Anleihen (Vektor IV).
- Goldbesicherte Anleihen legitimieren Gold als Reserve-Asset (Vektor I).
- Ein höherer, legitimer Goldpreis macht tokenisierte Goldprodukte attraktiver (Vektor VI).
- Tokenisierung erhöht wiederum die Nachfrage – und schließt den Kreis.

Diese positive Rückkopplung ist der eigentliche Katalysator. Sobald eine kritische Masse erreicht ist, beschleunigt sich der Prozess selbst. Remonetarisierung ist damit kein binäres Ereignis, sondern ein gradueller Phasenübergang. Sie kann über Reserven beginnen, über private Portfolios an Breite gewinnen, über Bilanzlogiken politisch relevant werden und über technologische Formen neue Anwendungsräume erschließen. Wer auf den einen großen Paukenschlag wartet, wird das Entscheidende übersehen: Systemische Wendepunkte kündigen sich nicht durch Dekrete an, sondern durch veränderte Usancen.

” *Chaos: When the present determines the future, but the approximate present does not approximately determine the future.*

Edward Lorenz

Die Vektoren im Überblick

Vektor	Was wird remonetarisiert?	Funktion	Frühsignal	Reifegrad	Portfoliorelevanz
I – Reserve	souveräne Goldreserven	sanktionsresistente Wertaufbewahrung	Repatriierungswelle; BRICS-Settlement; Petrogold	fortgeschritten	geopolitische Goldprämie
II – Privat	institutionelle & private Portfolios	Bottom-up-Liquiditätsreserve	Morgan Stanleys 60/20/20; WGC/OMFIF-Studien	beschleunigend	strukturelle Dauernachfrage
III – Bilanz	ZB-Bilanzen, Neubewertungsreserven	stille Rekapitalisierung	Bessent-Zitat; Fed-Studie; SNB-Ausschüttung	Realität (Eurozone), früh (USA)	Signalwirkung für Repricing
IV – Verankerung	staatliche Kreditinstrumente	Kreditfähigkeitsanker statt Goldstandard	Shelton/Trump/Bessent; TTBS zum 4. Juli 2026	konzeptionell	neues Asset-Segment
V – Akkumulation West	Reserveportfolios (Gold-Light)	Reserve-Diversifikation	Polen +100 t; Tschechien +72 t mit Ziel von 100 t	fortgeschritten (Ost), erwachend (West)	strukturelle Preisuntergrenze
VI – Digitalisierung	Goldmobilität, Transferierbarkeit	Settlement ohne Fractional Reserve	XAUt/PAXG 6 Mrd. USD; HSBC Gold Token	institutionalisierend	neue Collateral-Klasse

Quelle: *In Gold We Trust*

„It takes extraordinary intelligence to contemplate the obvious.“

Alfred North Whitehead

Was dagegen spricht – und warum wir dennoch überzeugt sind

Es gibt jedoch auch Faktoren, die gegen eine Remonetarisierung von Gold sprechen. Die folgenden strukturellen Einwände verdienen eine ernsthafte Beachtung:

- **Das Cashflow-Argument:** Gold generiert keinen laufenden Ertrag. Solange Staatsanleihen als risikofrei gelten, bleibt der institutionelle Anreiz begrenzt. *Gegenargument:* Genau dieser Status erodiert – siehe Vektor III.
- **Das Systemrisiko-Argument:** Eine erratische Aufwertung des Goldpreises würde das schuldenbasierte Geldsystem destabilisieren. Der politische Widerstand dagegen entspringt keiner Verschwörung, sondern rationaler Interessenspolitik. *Gegenargument:* Ein geordneter Prozess wie das Eurosystem-Modell ist für die Politik jedenfalls attraktiver als ein Marktchaos – die Frage ist nicht *ob*, sondern *wann kontrolliert* statt *unkontrolliert*.
- **Das Substitutions-Argument:** Gold könnte seine Collateral-Funktion an andere Assets verlieren, etwa an Bitcoin oder an tokenisierte Commodities. *Gegenargument:* Komplementarität ist wahrscheinlicher als Substitution (siehe Bitcoin-Diskussion in Vektor III).

Was müsste passieren, damit die Remonetarisierungsthese scheitert? Drei Szenarien sind denkbar:

- Signifikante Schuldenreduktion durch realwirtschaftliches Wachstum oder fiskalische Konsolidierung.
- Substanzielle geopolitische Entspannung mit Aufhebung aller Sanktionen und Rückkehr zu multilateraler Kooperation.
- Ein technologischer Durchbruch bei CBDCs, der Gold als Vertrauensanker obsolet macht.

Jedes dieser Szenarien ist für sich genommen möglich. Dass sie kombiniert auftreten, ist jedoch extrem unwahrscheinlich. Die Remonetarisierung scheitert nur, wenn sich gleich mehrere säkulare Trends gleichzeitig umkehren.

Die Beweislast hat sich verschoben

Die eigentliche argumentative Schieflage der aktuellen Debatte liegt darin, was als normal angesehen wird. Über ein halbes Jahrhundert Fiat-Regime hat das historische Gedächtnis getrübt: Das ungedeckte Papiergeldsystem gilt inzwischen als Normalzustand, Gold als Relikt. Historisch betrachtet ist es genau umgekehrt. Die vergangenen 54 Jahre sind die Anomalie und 5.000 Jahre Geldgeschichte sind der Referenzrahmen.

Die Beweislast liegt daher nicht bei jenen, die eine schrittweise Remonetarisierung für plausibel halten. Sie liegt bei jenen, die behaupten, dass ein historisch singuläres Fiat-Regime dauerhaft ohne Rückgriff auf monetäre Anker auskommen wird.

Back to the monetary future – das ist kein nostalgischer Rückgriff. Es ist die nüchterne Feststellung, dass die Geschichte des Geldes länger und zyklischer ist als ein einzelner Politikzyklus. Gold kehrt nicht zurück, weil es die Gegenwart romantisiert. **Gold kehrt zurück, weil die Gegenwart ihre Versprechen nicht mehr halten kann.** ■

” *Confidence is what you have before you understand the problem.*

Woody Allen





McEwen Inc.

MUX



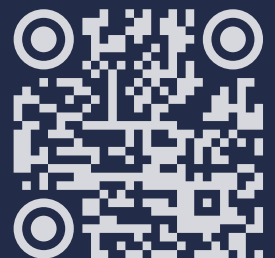
Growing gold & silver production, 5 assets in the Americas
Turnaround providing considerable torque to the upside

Significant exposure to copper - Argentina
The most critical metal for the energy transition

Aligned Leadership
14% CEO ownership, \$1/4Billion+ invested, \$1 annual salary

Listed NYSE & TSX
High liquidity

Web: mcewenmining.com
Email: info@mcewenmining.com
Tel: 1-866-441-0690



Zurück zu den Gründervätern: Dr. Shelton über die Zukunft des US-Dollars



Key Takeaways

- Unter Berufung auf Jacques de Larosière beschreibt Dr. Judy Shelton das heutige US-Dollar-System als Anti-System. Laut EZB-Bericht zur internationalen Rolle des Euro vom Juni 2025 hat Gold den Euro als zweitwertvollste Reserveposition der Zentralbanken abgelöst.
- In Anlehnung an Robert Mundell argumentiert sie: Bedeutende Mächte haben bedeutende Währungen. Wenn eine Anbindung an Gold kommt, sollten die USA die Führung übernehmen, anstatt diese China zu überlassen.
- Dr. Shelton schlägt eine goldkonvertible US-Staatsanleihe mit 50-jähriger Laufzeit vor – ihr Treasury Trust Bond –, abgestimmt auf den 250. Jahrestag der Unabhängigkeitserklärung und mit Gold statt Verbraucherpreisindex als Referenz für die Erhaltung der Kaufkraft.
- Die Verpfändung von physischem Gold als Sicherheit würde künftige Regierungen daran hindern, Reserven zu verkaufen, wie es Gordon Brown für Großbritannien getan hat. Das US-Finanzministerium bewertet seine 261 Millionen Unzen derzeit mit 42,22 USD pro Unze.
- Dr. Shelton befürwortet die Abschaffung der Zinsen auf Überschussreserven und den aktiven Verkauf des MBS-Portfolios. Das deckt sich mit Kevin Warshs Bestreben, die Bilanz der Federal Reserve zu verkürzen.
- Ihre Argumentation stützt Dr. Shelton auf die Gründerväter. Jefferson definierte den US-Dollar über Gewicht und Reinheit von Gold und Silber. Madison argumentierte, Papiergeld sei ungerecht und verfassungswidrig, denn dieses greife in die Eigentumsrechte ebenso ein wie die Wegnahme von Land im gleichen Wert.
- Mit Blick auf die nächsten zwanzig Jahre schlägt Dr. Shelton Staatsanleihen mit Goldkonvertibilität, goldgebundene Stablecoins sowie Gold- und Silberabwicklung auf bundesstaatlicher Ebene vor – wie sie Florida ab Juli 2026 als gesetzliches Zahlungsmittel anerkennen wird und wie sie Texas über seine staatliche Bullion Depository bereits aufbaut. Ein klassischer Goldstandard, zweite Auflage.

We have the most gold reserves of any country. I've always thought it would be a power move for the United States to reassert some kind of link between our currency and gold.

Judy Shelton



Dr. Judy L. Shelton ist Senior Fellow am Independent Institute und Autorin des Buches „Good as Gold How to Unleash the Power of Sound Money“. Sie war Vorsitzende des National Endowment for Democracy und ehemalige US-Direktorin der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD). Sie hat vor dem Bankenausschuss des US-Senats, dem Ausschuss für auswärtige Beziehungen des Senats, dem Bankenausschuss des Repräsentantenhauses, dem Ausschuss für auswärtige Angelegenheiten des Repräsentantenhauses und dem Gemeinsamen Wirtschaftsausschuss ausgesagt.

Shelton wurde von nationalen Sicherheitsbeamten im Weißen Haus, im US-Kongress und im Pentagon zu internationalen Wirtschafts- und Finanzfragen konsultiert. Sie erhielt ein Postdoktorandenstipendium der Hoover Institution an der Stanford University als National Fellow und wurde zur Hoover Senior Research Fellow (1985–1995) ernannt. Sie ist Autorin von „The Coming Soviet Crash: Gorbachev's Desperate Pursuit of Credit in Western Financial Markets“ (1989) und „Money Meltedown: Restoring Order to the Global Currency System“ (1994). Ihre populären Artikel sind im Wall Street Journal, in der Financial Times, in The Hill und im Weekly Standard erschienen.

Das Video des Interviews können Sie auf unserem YouTube-Kanal [hier](#) ansehen.

Ronald-Peter Stöferle: *Dr. Shelton, it's a great pleasure having you here for this conversation. It is March 19th, 2026. Gold is now trading at USD 4,600.*

I remember very well our last conversation, in 2017, when gold was trading at around USD 1,200.¹ Back then, talking about gold-linked bonds was something of an interesting initiative. But now gold has become much more mainstream.

We know that Scott Bessent was talking about the Bretton Woods moment. And you wrote in the Wall Street Journal that it would be a power move to introduce a gold-linked bond, especially with the 250th anniversary of the Declaration of Independence just a few months away.

As we navigate through so many different crises – a global energy crisis, a security crisis, and a crisis of central bank independence – your vision of a monetary reset is more interesting than ever. Dr. Shelton, welcome back and thanks for taking the time.

Judy Shelton: I'm delighted to be with you. And I recall that earlier conversation and agree with everything you said about the amazing things that have happened since then.

Stöferle: *So let's start right away with the big question. We are obviously at a unique moment. Secretary Bessent recently said that he wanted to engineer a US dollar shortage in Iran. We've seen that in the light of the Strait of Hormuz closure and the shift to yuan-denominated oil, this whole de-dollarization tendency, the big fight between dollarizing and de-dollarizing countries, is escalating.*

Dr. Shelton, *do you believe that this Iran crisis is kind of a black swan event that could force a global economic reordering, a Bretton Woods moment, as Scott Bessent described?*

Shelton: Well, I think we have seen that the fact that the US dollar is the dominant global reserve currency has provided a very strong form of soft power for our country. And that we can almost engineer difficulties for countries, especially if they produce

¹ See "The De-Dollarization: Good-bye Dollar, Hello Gold?," In Gold We Trust report 2017

commodities that are denominated in the US dollar and through the SWIFT system and other global banking networks that are pretty powerful. Now, that's not historically unusual.

Robert Mundell, the Nobel Prize winner, whose views most closely align with my own, always said great countries have great currencies. And he's also said there's a correlation between military power and having a dominant currency. So it's not a new thing.

Certainly, we saw in 2022, after Russia went into Ukraine, that the freezing of Russian assets became a big issue, even considered going nuclear in the financial world. I was concerned, because President Putin, having gone through the collapse of the Russian ruble and their financial system in the early years under Yeltsin, witnessed Russia fall into an abyss that was very painful.

We can understand why some countries, particularly Russia, when they feel very threatened financially, seek to establish an alternative monetary union such as the BRICS approach. Brazil, Russia, India, China, maybe South Africa, these countries intermittently discuss proposing some kind of alternative to the US dollar. China is probably the most thoughtful about it.

In fact, I was invited by Secretary Bessent to talk over some of these issues earlier this year. We spent an hour in his office at Treasury. He's interested in dollarization, and we did talk about gold. I ended up emailing him an article written by Kwasi Kwarteng, who was Chancellor of the Exchequer for Britain. He wrote an article in *The New York Times* saying that China might be the first country to relink to gold, and what a coup that would be. I sent it because I'm adamant: It shouldn't be China. It had better be the United States.

We're certainly in a better position. We have the most gold reserves of any country. I've always thought it would be a power move for the United States to reassert some kind of link between our currency and gold.

„Dr. Shelton, you've proposed one of the most interesting ideas, a 50-year gold-backed bond to launch this July.

Ronald-Peter Stöferle

My friend Jacques de Larosière, who was Managing Director of the International Monetary Fund, thinks that what we have today is not just a non-system; he calls it an anti-system. And he pointed out to me in recent weeks that gold has displaced the euro as the second most valuable reserve asset held by central banks around the world.

Stöferle: *That is obviously true, and we always stated that before de-dollarization, there has been de-euroization happening, and gold has now taken over from the euro.*

Now, being from Europe, my grandparents lived through four currency reforms. If you're from the US or the UK, a reorganization of the monetary system probably sounds much more uncommon than if you're based in Europe.

Now, Dr. Shelton, you've proposed one of the most interesting ideas I've heard, a 50-year gold-backed bond to launch this July. Given your recent meeting with Secretary Bessent; his largest private position according to his filings is gold, and back in the day Stanley Druckenmiller called Scott Bessent a gold bug. He obviously understands gold and our monetary system and its flaws.

How realistic is this proposal of a 50-year gold-backed bond? And what would the consequences be for the US dollar, and perhaps for China?

Shelton: Well, first I want to say: In no way am I insinuating that he agrees with me or that Treasury is prepared to do anything. We just merely discussed these things.

Some time ago, President Trump said maybe he needed to tour Fort Knox and make sure the gold was there. Elon Musk has said the same thing. I reiterated those points and said I think it would be a public relations coup for the president to do that. Not that I doubt the gold is physically there, but I'm surprised at the number of queries I get from American citizens saying they don't believe it. I take that as an indication they don't trust our government. I do think it's important to verify there are no encumbrances against that gold.

In the broad scheme of things, for a nation of our size, the physical gold is worth maybe USD 1.2trn, a big number; but with outstanding debt of 35x that, we have to keep perspective. Treasury Secretary Scott Bessent has *called himself* a gold bug in an interview, and he taught a course at Yale on the last century's monetary and financial history.

So he's quite familiar, not only with the end of the gold standard, because it ran from the late 1800s through about 1913, World War I. And he would have been extremely familiar with the Bretton Woods system, which ran from 1944 to 1971.

So he does appreciate all that. But I don't want to suggest... I still would love to see it happen in July. I think it can happen quickly.

When we introduced TIPS bonds, Treasury inflation-protected securities, it was just an initiative by the Treasury Secretary. That was Robert Rubin, in 1999 under President Clinton. And he just said, well, there's investor demand for some kind of a debt instrument where they'd be lending money to the government, but they're concerned about losing purchasing power over the duration of the bond.

„It's like having American music playing on radio stations around the world. It gives you influence and soft power that's very important for us to be effective in a geopolitical sense.

Dr. Judy L. Shelton

And so they want to be compensated for inflation as measured by the change in the Consumer Price Index. This would be the same idea, for people willing to make a loan to the Treasury, to the US government, but who don't want to lose purchasing power over the life of the bond.

I'm suggesting that for some people, they see the price of gold as a more reliable surrogate for the general increase in the cost of goods and services. They think gold keeps up more than the dollar, especially a US dollar that is inflating away its value as a store of value. And I would want to give them that option. It would just be one instrument in an array of Treasury offerings, not the largest issuance, and there is already a floating-rate bond offering that is smaller.

This bond offering from Treasury would be smaller. It wouldn't be the smallest category of US Treasuries that we could make available if we were to commit our holdings. The other benefit, in my view, of pledging the gold to support the issuance of long-term gold-backed US Treasury bonds is that you would be legally setting boundaries, providing that specific collateral for those bonds and effectively warehousing it, so that maybe the

next administration or the one after that, if they're spendthrift, wouldn't suddenly get the bright idea of selling off the gold to make a quick profit.

We're currently carrying gold at a value of USD 42.22 an ounce, so there's a huge difference between its statutory rate and its market value. We saw what happened when Gordon Brown did something similar for the UK. He may have seemed bright at the time, but until you get your budget future in better condition, to me, that's throwing money away. And I would want to bind the hands of an administration that would be inclined to do that.

Stöferle: *So you've kind of led me to the next question – thank you for that. We are seeing incoming Fed Chair Kevin Warsh – though his nomination still has some hurdles, and he's pretty vocal about wanting to shrink the Fed's footprint.*

Now, if the Fed were to revalue the US's gold to market prices, as you alluded to, that would give the Treasury basically a windfall profit of USD 1.2trn. And if the Fed sterilizes that liquidity by selling off its mortgage-backed securities, would that be a backdoor way to return to a gold-anchored system without needing a formal international conference like Bretton Woods?

Shelton: I'm not sure; I would have to think through those mechanics as you've laid them out. I haven't anticipated exactly that process. To me, the Fed's role in this is somewhat nebulous. The Fed had to give up its gold to Treasury at one point and take in exchange gold certificates, which the Fed carries on its own books at the same USD 42.22 statutory price; so that the Fed shows its holdings as being worth USD 11bn, even as Treasury holds the gold; but the Fed's own website says those certificates do not entitle it to anything.

So, in my view, if those certificates don't entitle the Fed to repurchase or reobtain the gold, why are they carrying them at any value at all? And let alone at the huge discrepancy between market and book value. I think that needs to be straightened out; it's kind of an odd arrangement.

„In G7 gatherings, the language we both favored was not 'strong US dollar' or 'weak US dollar' but a dependable US dollar.

Dr. Judy L. Shelton

But what I like about Kevin Warsh goes back to something he said last April, addressing the IMF annual meeting in Washington, D.C. He said empowering government agencies for the purpose of solving world problems was not something that aligned with his own disposition. And specifically: To be trusted, financial institutions need to be trustworthy; to be trustworthy, they need to be competent. I believe those words were aimed at the Federal Reserve.

He believes, as I do, that the Fed needs to shrink its presence, shrink its footprint, and its profile in financial markets. One way to do that would be to quit paying interest on reserves. That would cause banks to no longer get generous returns to park cash at the Fed, which I do not think is a healthy practice. I would get rid of that mechanism. But that would probably cause the banks to invest in US Treasuries. That's what I see happening. And as they did so, with the price increase, that would bring interest rates down.

Which then the Fed might be concerned about that. But that is the point at which I would sell – start selling, not just run off. We already know they want to reduce the mortgage-backed securities, but most of those won't mature for another 10 or 20 years, and they've never even met their monthly runoff quota.

They don't sell the mortgage-backed securities; they just let them expire, and it happens very slowly. I would say actively sell those. The Fed has over USD 900bn in losses which, under Fed accounting rules, it doesn't have to recognize until it sells the assets, which is why it prefers runoff. But at this point it doesn't matter. Normally, if the Fed had to take a loss on its portfolio, that money would come out of what would otherwise be remitted to the Treasury.

„If you unleash the private sector and give it access to capital at a reasonable rate, that's the best of all worlds. That's how you fight inflationary pressures, by increasing supply.

Dr. Judy L. Shelton

The Fed isn't making enough on its own portfolio to pay that interest rate. So my feeling is we're already committed to having a Fed that offers no remittances to Treasury for the next few years. So just bite the bullet and do that. But meanwhile, you are reducing that USD 6.7trn portfolio, and that would be healthy, particularly in tandem with ending the practice of paying banks to keep close to USD 3trn in cash sitting at the Fed.

Stöferle: *Thank you very much. Dr. Shelton, I would like to briefly talk about the stagflationary pressure the Federal Reserve is now facing. We are seeing a huge spike in energy prices, the PPI coming in much stronger, and on the other hand the labor market is deteriorating quickly.*

If you were the successor of J. Powell, what would you do in that situation?

Shelton: Well, it's kind of you to suggest that. I see my name somewhere on Kalshi, but I'm more like 3% and Kevin is like 93%. I think it will be Kevin Warsh. I just heard Secretary Bessent this morning push back a little bit, as did Chair Powell yesterday. It's too bad he has to have a press conference after every single Federal Reserve meeting. That was his idea.

But stagflation would normally mean higher inflation and much lower growth, so higher unemployment as well. Our employment picture is really not bad. We're sitting at about 4.4%, and it's arguable whether the labor market is truly weak. At the prior Fed meeting, we kept hearing that the labor market had stabilized and was in pretty good shape.

The impact of the war with Iran could go either way from the Fed's point of view, which is very Phillips curve-oriented. The higher cost of energy is potentially inflationary, but a weakening economy with higher unemployment is an offsetting factor. My own view is: steady as she goes. I think we're still overly restrictive. I would much prefer not just a neutral rate but something closer to a market-determined cost of capital; let people in the real economy determine what it should cost to borrow money, based on their own judgment of how frothy things are or how positive growth prospects are.

My own view is: steady as she goes. I think we're still overly restrictive. A lot of us believe the Iran conflict will be resolved quickly, that energy prices will come back down, and that the United States, which I believe was poised for growth at the end of last year, remains poised for growth. We have adopted supply-side approaches: lower taxes, less regulation, dramatically reduced energy costs, and a more savvy trade policy. All of those supply-side pillars were working in our favor. Demand would have been enhanced by the lower taxes, whose benefits people will start to feel in coming weeks.

If you unleash the private sector and give it access to capital at a reasonable rate, that's the best of all worlds. That's how you fight inflationary pressures, by increasing supply. You can increase output of goods and services when the entrepreneurs who produce those goods and services have access to capital. That's why I think the Fed model, dictating that you fight inflation by curtailing economic growth and suppressing demand, is the wrong approach.

I think Kevin Warsh will be closer to this supply-side mode of thinking. At the Fed, I would phase out paying interest on reserves, go back to the Paul Volcker mechanism of open market operations, which, as I said, would mean selling off with deliberation as much of the portfolio as we can tolerate to bring rates steadily down to something closer to what I would consider a market rate.

Stöferle: *Let's briefly talk about the US dollar. Donald Trump has been quite openly saying he would appreciate a weaker US dollar for the renaissance of US manufacturing. And we've seen the US dollar being pretty weak before this liquidity crunch, with the DXY spiking above 100 again. I think that's super interesting, because previous administrations never mentioned the reserve status of the US dollar.*

So on the one hand, he wants a weaker US dollar. On the other hand, he clearly wants to defend the US dollar's status as the world's reserve currency.

Is there any way those two different targets can be achieved?

Shelton: That's a great question. When I was working with the Treasury as US Executive Director to the European Bank for Reconstruction and Development under the first Trump administration, the Under Secretary of the Treasury for Monetary Affairs was David Malpass, who went on to become head of the World Bank. In G7 gatherings, the language we both favored was not "strong US dollar" or "weak US dollar" but a dependable US dollar. We worked closely with our Treasury Secretary, Steven Mnuchin, at the time, to try to bring that language into it.

A dependable US dollar means being consistent, coming closer to what our founders had in mind when they gave Congress the right to regulate the money, to have the US dollar function as a reliable measure of value. What we have now is hard to describe. I would not call it a floating-rate system, certainly nothing like what Milton Friedman had in mind when he introduced that concept. He and I were senior research fellows at the Hoover Institution at the same time. And he – that's a nightmare for Milton Friedman.

Central banks have become so empowered by the current system that as soon as there's an emergency, the Federal Reserve initiates currency swaps with G7 allies and other major central

banks around the world, which absolutely defeats the whole idea [i.e. of a genuinely free-floating exchange rate system]. If you have a genuine floating-rate system, it doesn't even make sense for governments to hold foreign exchange reserves, because the rate should be determined by demand and supply through people trading goods across borders. We have nothing like a free market in currencies.

What I appreciate about President Trump's embrace is that he's not calling for a weak US dollar. What he's acknowledging is that there's always been this tradition – when China was deliberately manipulating its currency against the dollar, or earlier in the 1980s when Japan was producing autos and our own auto workers, with bipartisan support from both Democrats and Republicans in Washington, were saying we should not allow currency manipulation. Our auto workers would say, we can compete with the best automobile makers in the world, but we can't compete with the Bank of Japan or the People's Republic of China. Trump came out early against currency manipulation, which was music to my ears. I'm for free trade.

„Our auto workers would say, we can compete with the best automobile makers in the world, but we can't compete with the Bank of Japan or the People's Republic of China.“

Dr. Judy L. Shelton

If you have a level international monetary playing field, but your trade partners can move their currencies 20 or even 30 % against yours in the space of a year, as happened with Mexico in recent years, that's highly unfair and distortionary. Paul Volcker famously said, you can work for years on a trade agreement to bring tariffs down to 5%, and then in 10 minutes of currency trading completely neutralize whatever you were trying to achieve.

So I appreciate that Trump senses this. When he says "weak", he catches himself and says everyone prefers the word "strong", but he's acknowledging that an unduly expensive US dollar is a distortion to manufacturers and to free-trade principles.

Now, when the president, who cares equally strongly about the role of the US dollar as the global dominant currency, talks about the strength of the dollar, he means sort of that original definition that I was laying out: a strong country, with the deepest markets for treasuries and sovereign appeal. The currency is dominant throughout the world, almost like English as a dominant language.

It's like having American music playing on radio stations around the world. It gives you influence and soft power that's very important for us to be effective in a geopolitical sense. And I think he properly values a dominant currency to the point that, in 2024, when Brazil hosted the BRICS meeting and countries talked about moving away from the dollar, he said, fine, if you don't use the US dollar for your international transactions, we will tariff you. He sees that as a genuine threat to the US dollar's standing.

So he recognizes both aspects. Maybe they seem hard to reconcile, "So what value do you want the US dollar to have?" But it's acknowledging that there's a huge gap in people who say they want free trade but won't discuss how an artificial exchange rate changes the terms of trade in an unfair way. The president does recognize that.

„What I appreciate about President Trump's embrace is that he's not calling for a weak US dollar.

Dr. Judy L. Shelton

Stöferle: *I think having a weak currency is a very short-term view. A strong currency acts like a fitness program for your industry. Countries like Switzerland, arguably the gold standard of fiat currencies, have maintained an extremely strong export sector. In Austria, the pivotal decision at the end of the 1970s was whether to peg the schilling to the Italian lira or the Deutschmark. Choosing the Deutschmark was one of the most important decisions for our industry.*

But Dr. Shelton, let's come back to gold, because we are publishing the In Gold We Trust report. Between the Mar-a-Lago Accord and the move toward a Hamiltonian economic system, the era of global fiat statism is being challenged. If the US leads with gold-backed bonds and other nations follow, just as a thought experiment,

What would the international monetary architecture look like by 2030? The US issues gold-backed bonds on the 4th of July, there's enormous interest, and other countries copy the idea. What do you say?

Shelton: Well, I think so. As you and I have discussed, for moral reasons I think that trade is a wonderful way for people to get along. Voluntary transactions, commerce, are a great way for people to live on Earth together. And an ideal, in a way, would be to have a common currency. And I mean, you could call it Earth money. Now, when I pose these thoughts, especially with students, their first response is, they like that, or they like Bitcoin. They love that idea of a common currency. They think that's very futuristic.

But in fact, others might say it's retro, because when we had the classical international gold standard, that's exactly what we had: a common currency. Every country denominated its own currency according to its own sovereign aspirations, but they were all using the same global asset to measure value, not just across borders but through time, because they tended not to change those exchange rates. They were a physical weight of gold.

I really enjoy reading Thomas Jefferson's notes on the establishment of a monetary unit for the United States. We're going back to Hamilton, as you said, but it was Jefferson's idea, right after the Revolution, for the United States to have a common currency among these 13 former colonies, now fully independent states. Since they were meshing into a single country, the United States of America, he thought a common currency would encourage voluntary transactions across the country and empower it.

And his aspiration was not only to make the money work for people, for the common man, which was in keeping with this American idea that common people were capable of self-government, that we did not have to have a king; we did not have to be ruled by an elite.

It was also that we could elect among ourselves competent people. They would serve, and then go back to their real lives. That whole experiment was really about giving not just political liberty but economic liberty to individuals.

So he felt it was so important that the dollar be carefully established. He said, if we make the US dollar our unit of account, we must define with precision what a US dollar is. He invoked the highest standards of measuring the purity and weight of gold and silver to establish the American unit of account as a monetary standard of the highest integrity.

Jefferson convinced President Washington that the US monetary unit should aspire to be the universal standard, because ours would be so good. These global monetary aspirations are part of

our DNA, going back to our founders. And so the founders were granted the right to regulate the money in Article I, Section 8 of the US Constitution.

It's in the very same sentence that the founders were granted the power to establish official weights and measures, because the monetary unit of account was meant to be an unvarying measure.

„Alan Greenspan often said that gold is a truly global currency, the only one truly accepted without question around the world.

Dr. Judy L. Shelton

And so that is the ideal that I wish we could go back to. And I think it's one worthy of defending far more than, say, the discretionary power of central bankers. I would much rather see money working in the interests of the citizens who use it and who generate value through productive effort.

Stöferle: *I couldn't agree more.*

In a sound money world, would there be a need for a Federal Reserve or central bank in anything like its current form?

And we're celebrating the 20th anniversary of the In Gold We Trust report. I started this little project in 2007, and little did I know that it would really become one of the most widely followed publications about gold. And we both know it's not just about gold. It's about interest rates. It's about geopolitics. It's about de-dollarization. It's about inflation. It's about monetary policy. It's about everything. So actually, gold is just sitting there like it has done for thousands of years, but the world around seems to be spinning more and more dynamically now. Another question that really interests me: What would you say about 20 years from now? If we talk in 20 years, I'll probably be completely bald by then, but hopefully I will still be writing the In Gold We Trust report.

So, looking 20 years out, will we be living in a sound money world where your proposed monetary revolution has happened, or in a monetary dystopia?

Shelton: Well, first, I congratulate you on your enormous success in identifying what clearly is important to people. I mean, the price rise for gold is astonishing, in a way. Maybe, in another way, it is inevitable.

It was Alan Greenspan, legendary central banker of the world's most powerful central bank, who, in many private conversations with me, and publicly, often said that gold is a truly global currency, the only one truly accepted without question around the world. It's a benefit for the US that the US dollar is also widely received, but he thought gold was the ultimate.

The European Central Bank holds gold. Why do they? In a Hamiltonian way, would they ever issue a gold-link bond on behalf of the members of the Eurozone, the countries that make it up – including Bulgaria, which I think just became a member?

I think that's trickier for Europe. In the United States, all 50 states are the beneficiaries of the fact that our Treasury can issue debt that serves the needs of all states. Some are greater contributors to and some are bigger takers from the federal budget. But I don't think Europe really has that. They have to wrestle with that. But the European Central Bank does hold large reserves of gold; and when questioned, their answer is essentially that it's a traditional bulwark.

During my own nomination process, when I was being criticized for speaking favorably about gold in the world of monetary credibility, I had an e-mail from Alan Greenspan, who was watching. He said: If gold is such a worthless metal, why does the United States and so many other major countries hold so much of it? That question is never really resolved. I would like to see other countries emulate the United States, and that could become some kind of a trading union.

If the United States issued a gold-backed bond, maybe that could become a reserve for stablecoins, a one-to-one stablecoin where the collateral backing is a gold-backed Treasury certificate. Right now, most stablecoins have a one-to-one correlation with Treasuries or other readily marketable securities. So that would be tremendous. Or you could have stablecoins with varying percentages of gold and Treasury bonds as backing.

And you could likewise see other countries do the exact same thing. Then you already have the beginning. And looking 20 or 30 years into the future, you have the beginning of a new international monetary system where the members are all linked to the same common denominator, some kind of gold-link or convertibility feature embedded in sovereign debt. And if every country issued a gold-backed bond at the same time, all maturing in, say, 25 years, by that point you would know exactly what the exchange rate was among all those currencies, because though denominated in each country's own currency, the bonds would be ultimately convertible into a prespecified amount of gold.

So the exchange rate is going to be a fixed one, depending on their effectively equivalent obligations. And people will price them accordingly if they can all be converted into gold on the same day.

„I had an e-mail from Alan Greenspan, who was watching. He said: If gold is such a worthless metal, why does the United States and so many other major countries hold so much of it?

Dr. Judy L. Shelton

I don't anticipate that happening precisely, but that's the direction I'd like to see us moving, harnessing the power of the market to make judgments about the reliability of each government to honor its commitments, with demand for that currency always dependent on whether it can be converted into gold.

This could ultimately become a classical gold standard, take two. And with the digital platform opportunities available, stablecoins or other digital mechanisms linked to gold, and with gold convertibility already happening at the state level in Texas and Florida, where daily transactions with gold and silver holdings on digital platforms are permitted, I think that's all very encouraging.

I think that's all very interesting. And I hope it brings about this revolution of thinking that the money you earned is your private property. Now I'm going back to one last founder, James Madison. He said, if the government can debase the currency, a depreciating currency is the same as stealing your land and therefore unconstitutional. That is the attitude I would like American citizens to adopt and to reassert, along with the value of those original founding principles.

Stöferle: *That was a very strong closing statement. Thank you very much, Dr. Shelton. I love that you bring these creative ideas backed by an enormous amount of knowledge about monetary history, that you're talking about this moral contract between government and its people. I truly hope we will see some sort of a July*

4th reset and your ideas actually being introduced. So thank you, thank you very much for your work. Thank you for your time. And I look forward to staying in touch with you and wish you all the best.

Judy Shelton: Thank you for your interest, and I appreciate your audience very much. Thank you.

Ronald-Peter Stöferle: *Thank you very much.*

Das Video des Interviews können Sie auf unserem YouTube-Kanal [hier](#) ansehen.





FIRST MINING GOLD



Advancing Two of Canada's Largest Undeveloped Gold Projects

Springpole Gold Project in Ontario & Duparquet Gold Project in Quebec

- ☑ **Springpole Gold Project:** Large, robust, feasibility stage, advanced permitting
- ☑ **Duparquet Gold Project:** Positive PEA in the heart of the Abitibi gold belt in Quebec
- ☑ Portfolio of other assets provides optionality and financing flexibility as demonstrated through recent non-core asset sales
- ☑ Experienced exploration, development and environmental team in place to unlock value
- ☑ **FIRST MINING'S ADVANCED-STAGE GOLD PROJECTS DELIVER UNPARALLELED LEVERAGE TO A RISING GOLD PRICE**

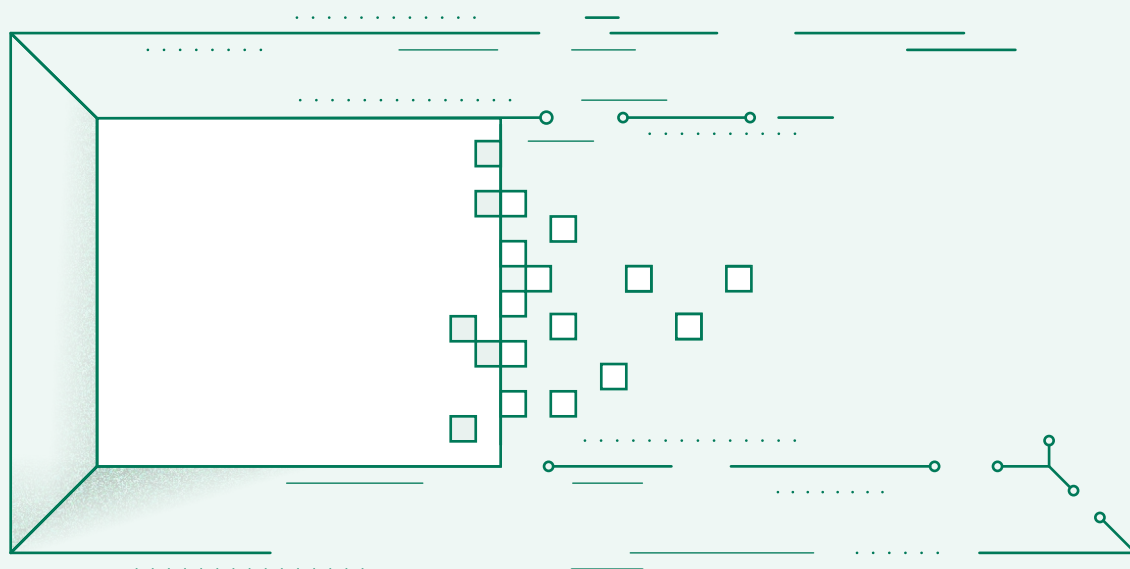


**Each US\$100/oz movement in gold price adds US\$230 M
in fundamental net asset value to our projects!**

For more Information, please contact:

Paul Morris, Director, Investor Relations | paul@firstmininggold.com | 1.844.306.8827

Die Digitalisierung von Gold: Tokenisierung, Finanzinfrastruktur und Vertrauen



Key Takeaways

- Die Tokenisierung verändert die Art und Weise, wie Ansprüche auf Gold gehandelt werden, nicht aber das Wesen des Goldes selbst. Die Abwicklung beschleunigt sich von T_{+2} auf T_{+0} , die Eintrittsbarriere sinkt von einem „Good Delivery“-Barren im Wert von 2 Mio. USD auf ein einziges Gramm, und der grenzüberschreitende Transfer verläuft reibungslos. Die Infrastruktur verändert sich; das Metall bleibt bestehen.
- Der tokenisierte Goldmarkt besteht eigentlich aus drei Märkten: dem Privatkundenmarkt (PAXG, XAUT), dem institutionellen Markt (PGIs, Wholesale Digital Gold) und einem spekulativen Markt, der geologische Ungewissheit monetarisiert. Nur die ersten beiden basieren auf tatsächlich existierendem Gold.
- Die Tokenisierung von in Tresoren verwahrt Gold digitalisiert Gewissheit. Die Tokenisierung von In-situ-Gold finanziert Ungewissheit, nämlich die Ungewissheit über die tatsächlich förderbare Goldmenge.
- Das Wachstum von digitalem Gold ist real; die Revolution vollzieht sich schleichend. Physische Barren in Tresoren bleiben die ultimative Settlement-Ebene – kein Token hat daran etwas geändert.

History repeats itself, but in such cunning disguise that we never detect the resemblance until the damage is done.

Sydney J. Harris

Die Digitalisierung von Gold

Gold ist das älteste Finanzinstrument, das noch aktiv genutzt wird – und das paradoxeste. Seit über 4.000 Jahren dient Gold als Geld, Tauschmittel, Sicherheit und Wertaufbewahrungsmittel. Dennoch ist die Gold-Infrastruktur nach wie vor erstaunlich archaisch. Ein 400-Unzen-Barren (*London Good Delivery*), der den Besitzer wechselt, wird wie bereits Mitte des 20. Jahrhunderts mit gepanzerten Fahrzeugen von Tresor zu Tresor transportiert. Die Abrechnung dauert Tage. Bruchteilseigentum ist unpraktisch. Der grenzüberschreitende Transfer ist immer noch eine logistische Herausforderung.

Die Frage ist nicht, ob Gold eine bessere Infrastruktur braucht. Die Frage ist vielmehr, ob eine bessere Infrastruktur geschaffen werden kann, ohne das zu zerstören, was Gold einzigartig macht: das Fehlen des Gegenparteirisikos.

„All previous attempts to base money solely on intangibles such as credit or government edict or fiat have ended in inflationary panic and disaster.

Donald Hoppe

Im Laufe der Zeit wurde Gold immer weiter abstrahiert – und jede Abstraktionsebene hat neue Abhängigkeiten geschaffen. Der Übergang von physischen Münzen zu goldgedeckten Banknoten war ein erster Schritt; der Goldschmied, der mehr Quittungen ausstellte, als er Metall besaß, erfand das Mindestreserve-Bankwesen. Jahrhunderte, bevor es diesen Begriff überhaupt gab. Nicht zugewiesene Goldkonten fügten eine weitere Ebene hinzu, die es mehreren Kunden ermöglichte, Bruchteile von Ansprüchen auf in Sammelverwahrung gehaltenes Metall zu erwerben. Mit der Schaffung von börsenhandelten Goldfonds (ETFs) Anfang der 2000er-Jahre wurde dies noch weiter ausgebaut, sodass Anleger ein Gold-Exposure eingehen konnten, ohne physisches Gold zu erhalten. Jede Entwicklung verbesserte die Zugänglichkeit und Effizienz, erhöhte aber auch die Abhängigkeit von Intermediären. Inhaber von ETFs besitzen Ansprüche auf einen Fonds, nicht auf bestimmte Goldbarren. **Das Muster ist so alt wie die Geldgeschichte selbst: Jeder Versuch, Gold bequemer zu machen, hat es gleichzeitig weniger goldähnlich gemacht.**

Viel wird derzeit über „Digitales Gold“ diskutiert,¹ doch Gold wurde bereits in verschiedenen Formen digitalisiert. ETFs, nicht zugewiesene Konten und Online-Goldplattformen ermöglichen es Anlegern, Gold durch digitale Aufzeichnungen zu halten, anstatt es physisch zu besitzen. Diese Systeme sind in der Regel kontobasiert,

¹ Die Digitalisierung und Tokenisierung von Gold haben wir bereits mehrfach diskutiert; siehe „Goldgedeckte Kryptowährungen – Ein Blick in die Zukunft?“, In *Gold We Trust*-Report 2020; „Goldgedeckte Tokens vs. Bitcoin vs. Stablecoins“, In *Gold We Trust*-Report 2019; „Kryptos: Freund oder Feind?“, In *Gold We Trust*-Report 2018

wobei die Eigentumstitel in zentralen Registern erfasst werden und Eigentumsübertragungen innerhalb der Plattforminfrastruktur stattfinden. Die Innovation war der Zugang. Digitales Gold ist jedoch nach wie vor auf verschiedene Systeme verteilt, die nicht miteinander kompatibel sind.

Das kürzlich vom World Gold Council (WGC) veröffentlichte Grundsatzpapier „Digital Gold: The Case for a

Shared Infrastructure“ macht diesen Unterschied deutlich. Das Problem ist nicht, dass Gold unzureichend digitalisiert ist, sondern dass digitales Gold noch nicht als einheitlicher Vermögenswert funktioniert. Das Konzept „Gold as a Service“ des WGC spiegelt Versuche wider, diese Systeme miteinander zu verbinden, allerdings weitgehend im Rahmen von kontobasierten Modellen. Die Tokenisierung geht noch weiter und ermöglicht die Übertragung und Aufteilung von Gold sowie die Verwendung von Gold als Sicherheit durch programmierbare Token anstelle wechselseitiger vertraglicher Ansprüche. Sie beseitigt nicht die Intermediäre, sondern ordnet sie neu an. Auch das Metall selbst wird dadurch nicht verändert. Ein Goldbarren in einem Tresor bleibt ein Goldbarren in einem Tresor. Was sich ändert, ist die Art und Weise, wie sich Ansprüche auf dieses Gold bewegen.

Diese fortschreitende Abstraktion spiegelt ein wiederkehrendes historisches Muster wider: Gold bleibt der monetäre Anker, während sich die Infrastruktur um Gold herum weiterentwickelt. In diesem Sinne stellt die Tokenisierung eine Bewegung „zurück in die Zukunft des Geldes“ dar – ein traditioneller Vermögenswert, der in die Technologie der nächsten Generation eingebettet wird. In den nächsten 20 Jahren ist die Schlüsselfrage, ob die fragmentierten digitalen Repräsentationen zu einer interoperablen Infrastruktur zusammenwachsen – und ob diese Infrastruktur die grundlegenden Eigenschaften von Gold bewahrt oder untergräbt.

Drei Ebenen der Tokenisierung

Der tokenisierte Goldmarkt ist nicht ein einziger Markt. Es handelt sich um drei Märkte – jeder mit unterschiedlichen Risikoprofilen, regulatorischer Behandlung und institutioneller Dynamik.

Der erste Markt, der Privatkundenmarkt, wird von Produkten wie PAX Gold (PAXG) und Tether Gold (XAUT) dominiert: Es handelt sich dabei um digitale Hüllen für Tresorgold, die Gold in kryptonative Umgebungen bringen sollen, d. h. Handel rund um die Uhr, Bruchteilseigentum und Integration mit dezentralen Finanzprotokollen. Sie lösen ein Verteilungsproblem. Der Kompromiss besteht darin, dass sie einen neuen Vermittler, den Emittenten, zwischen dem Token-Inhaber und dem Tresorraum einfügen.

Die institutionelle Ebene, der zweite Markt, zielt auf etwas anderes ab: Effizienz. Initiativen des WGC wie die *Pooled Gold Interests* (PGI) und *Wholesale Digital Gold* zielen auf die Effizienz von Sicherheiten und die T₀-Abwicklung innerhalb der bestehenden LBMA-Infrastruktur ab. Die Tokenisierung ist in diesem Fall kein Konsumgut, sondern ein Prozess mit Banken, Verwahrstellen und institutionellen Anlegern als Akteuren.

Die spekulative Grenze, und damit der dritte Markt, liegt dort, wo die Tokenisierung am weitesten von der physischen Realität entfernt ist: Token, die an Bodenschätze, unerschlossene Lagerstätten, Bergbau-Lizenzgebühren oder zukünftige

Tokenisiertes Gold schafft keine neue Form des Vertrauens. Vielmehr wird das bestehende Vertrauen auf eine andere Gruppe von Intermediären umverteilt.

„Technology lets you do more and more with less and less until eventually you can do everything with nothing.

Buckminster Fuller

„The gold market is a physical market. The physical side of it is something that you can't do without. Even in the world of financial products and financial instruments like exchange-traded funds, they are heavily reliant on the physical market to actually function properly.

Joseph Cavatoni, WGC

Produktion gebunden sind. Hier ist der Basiswert nicht Gold, sondern eine Prognose auf künftiges gefördertes Gold. Im Gegensatz zu in Tresoren verwahrtem Gold, bei dem der Vermögenswert bereits existiert, sind derartige Token Wetten auf die zukünftige Förderung. Diese Ebene testet die Grenzen der Tokenisierung aus, mit der größten Kluft zwischen Versprechen und Realität.

Das Privatkundensegment: PAXG, XAUt und das Gegenpartei-Paradoxon

„Talent is distributed evenly around the world, but opportunities are not.

Thuan Pham, CTO Uber

PAX Gold (PAXG), herausgegeben von der *Paxos Trust Company*, und Tether Gold (XAUt) sind die dominierenden Gold-Token im Privatkundenmarkt, deren Marktkapitalisierung parallel zur außergewöhnlichen Preisentwicklung von Gold stark gestiegen ist. Jeder Token steht für eine Feinunze physischen Goldes, das in Tresoren verwahrt wird. Beide sind **ERC-20-Token**, die mit Ethereum-Wallets und DeFi-Protokollen kompatibel sind.

Die Token werden fortlaufend gehandelt, können in selbstverwahrten digitalen Wallets gehalten werden und werden zunehmend als Sicherheiten in Krypto-Kreditplattformen verwendet. Bruchteilseigentum senkt die Einstiegshürde von fast 2 Mio. USD für einen 400-Unzen-Barren (*London Good Delivery*) auf den Preis eines einzigen Gramms Gold. Im Laufe der Zeit wird diese Zugänglichkeit die monetäre Reichweite von Gold erweitern, insbesondere in Schwellenländern, in denen digitale Geldbörsen zu einem primären Zugangspunkt zu Finanzanlagen werden.

Die entscheidende monetäre Eigenschaft von Gold ist das Fehlen des Gegenpartei-risikos. Die Tokenisierung führt es wieder ein – durch den Emittenten, die Depotbank, den Smart Contract und den rechtlichen Rahmen. Während PAXG und XAUt Liquidität, Prüfbarkeit und Verteilung bieten, ist der Token-Inhaber einen Schritt vom Tresor entfernt. Was gehandelt wird, ist nicht das Gold selbst, sondern ein strukturierter Anspruch auf Gold: eine digitale Form, deren Preis dem Metall folgt, deren Wert aber weiterhin von der traditionellen Verwahrung und Durchsetzbarkeit abhängt.

Funktioniert tokenisiertes Gold? Die empirischen Beweise

„Despite 24/7 trading capability, liquidity patterns remain anchored to traditional gold market hours. The entire system remains dependent on off-chain structures – custody, legal enforceability, and issuer credibility.

Harvey et al. (2026)

Eine vor kurzem erschienene Studie von Harvey, Lin, Rabetti und Zhang mit dem Titel „**Tokenized Gold**“ bietet die bislang umfassendste akademische Analyse der Märkte für tokenisiertes Gold. Die Forscher untersuchten PAXG und XAUt unter verschiedenen Marktbedingungen und stellten fest, dass sich tokenisiertes Gold mit Korrelationen von über 0,98 und minimalen kurzzeitigen Abweichungen sehr eng an Spotgold orientiert. Selbst unter Stressbedingungen blieb die Kursbindung stabil. Die Arbitrage-Mechanismen funktionieren wie beabsichtigt. In diesem engen Sinne funktioniert tokenisiertes Gold.

Dieselbe Studie macht jedoch auf etwas ebenso Wichtiges aufmerksam: Trotz der Möglichkeit, rund um die Uhr zu handeln, weisen die Liquiditätsmuster eine Bindung an die traditionellen Goldmarktzeiten auf. Das gesamte System ist nach wie vor von Off-Chain-Strukturen abhängig – Verwahrung, rechtliche Durchsetzbarkeit und Glaubwürdigkeit des Emittenten. **Die Technologie mag neu sein, aber die Vertrauensarchitektur bleibt traditionell.** Die Implikation ist klar: Tokenisiertes Gold schafft keine neue Form des Vertrauens. Vielmehr wird das bestehende Vertrauen auf eine andere Gruppe von Intermediären umverteilt.

Die institutionelle Ebene: Arbeit an der Infrastruktur für das 21. Jahrhundert

Wenn es im Privatkundenmarkt um den Zugang geht, dann geht es auf der institutionellen Ebene um die Infrastruktur – und auf institutionellen Märkten ist die Infrastruktur entscheidend.

Die *Pooled Gold Interests (PGIs)* des WGC sind die bedeutendste institutionelle Initiative im Bereich der Gold-Tokenisierung. Im Gegensatz zu Privatkundentoken sind PGIs für Großhandelsmarktteilnehmer vorgesehen – Banken, Makler und Clearinghäuser, die im LBMA-System tätig sind. Das Ziel besteht nicht darin, einen neuen Markt zu schaffen, sondern einen bestehenden zu modernisieren.

Gold ist eine der größten Sicherheiten auf den globalen Märkten, doch Gold von A nach B zu transportieren, ist bemerkenswert aufwändig. Kontotransfers, Abwicklungsverzögerungen und operative Reibungsverluste stehen in krassem Gegensatz zu modernen Finanzanlagen. PGIs wollen dies durch die Tokenisierung von in Sammelverwahrung gehaltenen Goldbeständen ändern: Mehrere Teilnehmer tragen Gold zu einem Pool in Sammelverwahrung bei, und die Token-Anteile können sofort übertragen, als Sicherheiten verwendet und auf einer T₊-Basis abgewickelt werden. Die technische Infrastruktur ist zugelassen – Blockchains in Bankqualität – und die rechtliche Struktur ist so konzipiert, dass sie mit den bestehenden Vorschriften für Rohstoffe und Wertpapiere vereinbar ist.

Neben den PGIs legt das Strategiepapier des WGC „Digital Gold: The Case for a Shared Infrastructure“ den Fokus auf die Marktinфраstruktur selbst. Anstatt ein einzelnes Produkt zu fördern, liegt der Schwerpunkt auf dem Aufbau einer gemeinsamen Infrastrukturebene, die standardisiert, wie Gold ausgegeben, aufgezeichnet, übertragen und zwischen den Teilnehmern abgeglichen wird. In diesem Modell wird digitales Gold nicht dadurch definiert, ob es die Form eines Kontostandes oder eines Tokens annimmt, sondern durch die Fähigkeit der verschiedenen Darstellungen, nahtlos innerhalb eines gemeinsamen Rahmens zu funktionieren.

Die institutionelle Tokenisierung ist selbst fragmentiert: Mehrere bankfähige Blockchains, proprietäre Plattformen und konkurrierende technische Standards werden gleichzeitig entwickelt. Diese Fragmentierung kann die Interoperabilität verlangsamen, auch wenn sie die Innovation fördert. Und während die institutionelle Tokenisierung die Effizienz verbessern kann, bringt sie auch neue Risiken mit sich – einschließlich der Möglichkeit, dass eine schnellere Bewegung von Sicherheiten den Stress während Marktstörungen verstärken könnte. **Geschwindigkeit ist ein Merkmal ruhiger Märkte und eine Schwachstelle in Krisen.**

„The next generation for markets, the next generation for securities, will be tokenization of securities.“

Larry Fink, BlackRock

Die spekulative Grenze: In-situ-Gold und die Monetarisierung von Ungewissheit

Das Tokenisierungsmodell wird weit weniger stabil, wenn es auf In-situ-Gold (engl. „in-ground gold“) angewendet wird. In diesem Fall ist der zugrundeliegende Vermögenswert nicht mehr das physische Metall, sondern geologische Schätzungen des noch ungeschürften Goldes, zukünftige Produktion oder Schürfrechte. Diese Schätzungen beruhen auf Proben, Modellierungen und Annahmen. Und Annahmen sind per Definition unsicher.

Die Tokenisierung von In-situ-Gold ist das Fractional-Reserve-Banking der Krypto-Ära: eine elegante Verpackung für ein altes Problem – die Monetarisierung von Versprechen, die niemand garantieren kann.

„Bullion is to gold miners as hamburgers are to abattoirs.“

John Hathaway

Die Tokenisierung von in Tresoren verwahrtem Gold ist eine Digitalisierung der Sicherheit. Das Tokenisieren von In-situ-Gold ist die Finanzialisierung von Unsicherheit.

Die gesamte Prämisse beruht auf geologischen Gutachten, die das Vorhandensein, die Menge, die Qualität und die Förderbarkeit einer Lagerstätte bestätigen. Geologische Gutachten sind jedoch Schätzungen und keine Fakten. Sie beruhen auf begrenzten Bohrdaten, die über weite Gebiete extrapoliert werden. Es gibt unterschiedliche Berichtsstandards mit unterschiedlich strengen Maßstäben wie NI 43-101 in Kanada oder JORC in Australien. Entscheidend ist, dass NI 43-101 ein Offenlegungsstandard für börsennotierte Unternehmen ist, nicht

eine Zertifizierung von Gold. Die Verwendung von NI 43-101-Informationen zur Vermarktung eines Tokens führt zu regulatorischen Risiken, da sie sich auf das Wertpapierrecht beruft, ohne dessen Anforderungen zu erfüllen.

„Booms hide a multitude of sins — creating the ideal conditions for scam artists and get-rich-quick schemes.“

Kevin Duffy

Gescheiterte Projekte in diesem Bereich folgen einem deprimierend bekannten Muster: Ein optimistisches Gutachten vermarktet den Token; Kapital wird aufgebracht; das Unternehmen versäumt es, Daten zur Herabstufung offenzulegen; Genehmigungen werden nicht eingeholt; schließlich müssen Token-Inhaber feststellen, dass die Ressource nie erschließbar war. Der Zusammenbruch von Bre-X in den 1990er-Jahren, bei dem sich später herausstellte, dass die gemeldeten Reserven zur Gänze gefälscht waren, vernichtete Milliarden an Marktwert und bleibt ein abschreckendes Beispiel dafür. Die Erfahrung von Gabriel Resources in Rosia Montana veranschaulicht ein anderes Risiko: Obwohl eine große Goldressource identifiziert wurde, stoppten Umweltbedenken und politische Widerstände die Erschließung, was zeigt, wie nicht erteilte Genehmigungen den angenommenen Wert von im Boden befindlichen Vermögenswerten zerstören können.

„When you buy gold, you're buying insurance. When you buy a gold miner, you're buying leveraged speculation on that insurance.“

Rick Rule

Die Tokenisierung beseitigt keine dieser Ungewissheiten. Sie verpackt sie nur neu. Ein handelbarer Token wird geschaffen, der gedeckt ist von einem illiquiden, langwierigen und risikoreichen Projekt. Das Ergebnis ist eine Diskrepanz zwischen Liquidität und Realität. In vielen Fällen ähneln diese Strukturen der traditionellen Bergbaufinanzierung – Eigenkapital, Lizenzgebühren, Streaming-Vereinbarungen – in digitaler Form.

Die Tokenisierung von in Tresoren verwahrtem Gold ist eine Digitalisierung der Sicherheit. Das Tokenisieren von In-situ-Gold ist die Finanzialisierung von Unsicherheit.

Was die Tokenisierung ändert – und was sie nicht ändern kann

Die Tokenisierung bringt in drei Bereichen echte Vorteile: schnellere Abwicklung – T_{+0} gegenüber T_{+2} –, Bruchteilseigentum – Gramm statt 400-Unzen-Barren – und reibungslose grenzüberschreitende Übertragung. Die Umstellung auf eine 24/7-Abwicklung auf programmierbaren Schienen stärkt die potenzielle Rolle von Gold als Sicherheit. Diese Eigenschaften sind nicht nur theoretisch: GLDY von Streamex, ein renditeträchtiges, mit Gold unterlegtes tokenisiertes Wertpapier, das im Februar 2026 aufgelegt wurde, bietet ein 1:1-Engagement in physischem Gold, während es durch Goldleasing mit Monetary Metals eine jährliche Rendite von bis zu 4 % erzielt. GLDY ist an der NASDAQ notiert und mit Chainlink Proof-of-Reserves integriert. Es zeigt, wie Tokenisierung Gold von einem passiven Wertaufbewahrungsmittel in einen Vermögenswert verwandeln kann, der eine Rendite erwirtschaftet.

Es gibt aber auch Dinge, die die Tokenisierung nicht leisten kann. Sie beseitigt keine Intermediäre, sondern positioniert sie neu. Die gesamte Kette vom Token-Inhaber über die Plattform, den Emittenten und die Depotbank bis hin zum Tresor bleibt

bestehen. Der Token fügt eine weitere Ebene hinzu, anstatt die zugrunde liegenden Abhängigkeiten zu beseitigen. **Die Tokenisierung ersetzt Vertrauen nicht. Es wird lediglich neu verteilt – über Emittenten, Verwahrer, Smart Contracts und rechtliche Rahmenbedingungen hinweg –, wobei die Deckung durch Off-Chain-Audits und nicht durch On-Chain-Mechanismen überprüft wird.**

Die meisten Goldtoken fallen in die indirekte Kategorie: Der Inhaber hat einen Anspruch gegenüber dem Emittenten, nicht auf das Metall selbst.

Hindernisse für die Konvertierbarkeit bleiben bestehen. Tokenisiertes Gold wird zwar als einlösbar vermarktet, aber Vorgaben zur Mindestgröße, Registrierungshürden und Logistikkosten führen dazu, dass für die meisten Anleger tokenisiertes Gold eher ein Exposure in Gold und dessen Preisentwicklung ist als ein Weg zum physischen Besitz. Wie der OMFIF-Report „*Tokenisation frameworks: Design for a new era*“ (April 2026) festhält, bestimmt die rechtliche Struktur eines Tokens, d. h., ob es sich um direktes Eigentum, eine wirtschaftliche Beteiligung oder eine ungesicherte Forderung handelt, den Anlegerschutz und die rechtliche Stellung im Insolvenzfall. Die meisten Goldtoken fallen in die indirekte Kategorie: Der Inhaber hat einen Anspruch gegenüber dem Emittenten, nicht auf das Metall selbst.

Tokenisierung als Marktinfrastuktur – Fallstudie Vereinigte Arabische Emirate

Dubai hat sich als die am besten integrierte Jurisdiktion für die Tokenisierung von Rohstoffen positioniert. Das *Dubai Multi Commodities Centre* (DMCC), das den größten Goldkorridor der Region beherbergt, hat die Tokenisierung zu einer strategischen Priorität erklärt.² Dubais *Virtual Assets Regulatory Authority* (VARA) hat einen der weltweit ersten speziellen Rahmen für *Asset-Referenced Virtual Assets* (ARVAs) entwickelt. Dabei handelt es sich um eine regulatorische Kategorie, die goldgedeckte Token umfasst.

Was Dubai auszeichnet, ist die Integration eines regulatorischen Rahmens mit einer Drehscheibe für physische Rohstoffe. Die DMCC hat eine wachsende Zahl von Unternehmen zugelassen, die unter der Aufsicht der VARA zur Tokenisierung von Rohstoffen berechtigt sind. *Tokinvest*, eine in der DMCC ansässige Plattform, verfügt über die erste VARA-Lizenz für die Emission von mehreren Vermögenswerten und als Broker-Dealer. *Ctrl Alt*, ein weiterer DMCC-basierter Infrastrukturanbieter, hat vor kurzem 280 Mio. USD in zertifizierten geschliffenen Diamanten auf dem XRP-Ledger mit Ripple-Verwahrung tokenisiert. Das ist eines der bisher größten Projekte zur Tokenisierung von Rohstoffen.

Der Markt befindet sich noch in einem frühen Stadium. Liquidität und Beteiligung sind begrenzt und der eigentliche Test wird sein, ob diese lizenzierten Plattformen zu einer nachhaltigen institutionellen Nutzung und aktiven Sekundärmärkten führen. Die Architektur ist jedoch von Bedeutung: Es handelt sich nicht um eine neue Anlageklasse, sondern um eine neue Art, bestehende Vermögenswerte zu bewegen. In den nächsten 20 Jahren könnten Rechtsordnungen die globale Infrastrukturebene für tokenisiertes Gold gestalten, die physische Rohstoffzentren mit digitalen Regulierungsrahmen kombinieren.

„Tokenized real-world assets are not crypto. They are fundamentally different propositions, with different risk profiles and regulatory requirements. Real-world investors expect transparency, security, and regulatory oversight – and that’s not optional; it’s the baseline.“

Scott Thiel, Tokinvest

² Siehe „Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt“, *In Gold We Trust*-Report 2024

Der RWA-Markt: Skalierung, Verbriefung und das BlackRock-Signal

» *Tokenization does not change what gold is; it changes what can be done with gold. Gold becomes not only a store of value, but a liquid reserve asset that can move across banking systems, custodial networks and national borders without operational friction.*

Amina Group

Anfang 2026 ist der Markt für *Tokenized Real-World Assets* (RWA) auf rund 25 Mrd. USD angewachsen und hat sich damit gegenüber dem Vorjahr mehr als vervierfacht. Auf US-Staatsanleihen und Rohstoffe entfallen 58 % dieses Wachstums, wobei der BUIDL-Fonds von BlackRock mehr als 2,2 Mrd. USD verwaltet. Ethereum beherbergt mehr als 65 % aller tokenisierten RWAs, mit mehr als 663.000 Token-Inhabern auf den wichtigsten Blockchains.

Die – unserer Meinung nach eher optimistischen – Prognosen für das Ende des Jahrzehnts reichen von 11 Bill. USD (ARK Invest) bis 16 Bill. USD (BCG/ADDX), was einer jährlichen Wachstumsrate von über 50 % entspricht. Aber selbst bei diesen Werten würden diese Token-Vermögenswerte weniger als 2 % des weltweiten Finanzvermögens ausmachen. **Das Wachstum ist real, die Revolution ist schleichend.**

Das am meisten beobachtete Unternehmen in diesem Bereich ist *Securitize*, der Tokenisierungspartner für den BUIDL-Fonds von BlackRock und die Plattform, die hinter über 4 Mrd. USD an tokenisierten Vermögenswerten für KKR, Hamilton Lane und Apollo steht. Securitize verfügt über eine einzigartige regulatorische Position: der einzige vertikal integrierte Tokenisierungsanbieter mit SEC-registrierter Transferstelle, Broker-Dealer, ATS, Anlageberater und Fondsadministrator. Im Oktober 2025 kündigte Securitize eine geplante Börsennotierung über eine SPAC-Fusion mit einem Wert von 1,25 Mrd. USD an, zu deren Investoren BlackRock, Morgan Stanley und Coinbase gehören. **Wenn BlackRock in Tokenisierungsinfrastruktur investiert, ist dies ein richtungsweisendes Signal.**

Der Wettbewerb um die beste Regulierung

Die Tokenisierung verläuft funktionell global, rechtlich aber entlang der Staatsgrenzen. Der Wettbewerb unter den Staaten nimmt zu, da die Länder um die Bereitstellung des besten Rechtsrahmens konkurrieren:

Globale Regulierungslandschaft in Bezug auf Tokenisierung

Land	Status & Ansatz
VAE / Dubai (VARA, DMCC)	Am meisten integrierter Rahmen. Die ARVAs-Regelung von VARA bietet klare Vorgaben für rohstoffgestützte Token, unterstützt durch den physischen Goldkorridor der DMCC.
USA (SEC/CFTC, GENIUS Act)	Die unterschiedliche Einschätzung der Behörden und Gerichte setzt sich fort. Die SEC behandelt die meisten Token-Vermögenswerte als Wertpapiere; die CFTC beansprucht die Zuständigkeit wegen der Einstufung als Rohstoff. Der GENIUS Act (2025) schafft Klarheit über Stablecoins, lässt aber die Frage der Bodenschätze offen.
EU (MiCA)	Umfassendster Rahmen für vermögensbezogene Token. Goldgedeckte Token erfordern eine Emittentengenehmigung, Reservenverwaltung und Offenlegung, mit hohen Kosten für die Einhaltung der Vorschriften.
Schweiz (FINMA DLT-Gesetz)	Kryptofreundlich; Vermögenswert-Token werden als Wertpapiere behandelt. Regulatorische Klarheit ist eine Stärke; die geringe Marktgröße eine Einschränkung.
Singapur (MAS, Projekt Guardian)	Konzentriert sich auf Großhandelsexperimente; Tokenisierung im Privatkundenmarkt bleibt eingeschränkt.
Vereinigtes Königreich (FCA Digital Sandbox)	Kontrolliertes Experimentieren; die Einführung im Privatkundenmarkt bleibt begrenzt.

Quelle: Incrementum AG

In den nächsten 20 Jahren könnte sich die Klarheit der Vorschriften als ebenso wichtig erweisen wie die Technologie, wenn es darum geht, wo sich die Token-Goldmärkte entwickeln. Das Muster in den verschiedenen Rechtssystemen ist klar: Rahmenwerke sind im Entstehen, doch die operativen Märkte sind noch unreif. **Die Gewinner werden diejenigen Länder sein, die Pilotprojekte in glaubwürdige, skalierbare Märkte umwandeln – und nicht diejenigen, die die meisten Lizenzen ausstellen.**

Fazit: Back to the Monetary Future

Die Tokenisierung ist das jüngste Kapitel in einer Geschichte, die so alt ist wie Gold selbst: die immer wiederkehrende Spannung zwischen den physischen Eigenschaften des Metalls und dem Wunsch der Menschheit, es bequemer zu machen. Von Münzen zu Banknoten, von Banknoten zu nicht zugewiesenen Konten, von nicht zugewiesenen Konten zu börsengehandelten Fonds, von börsengehandelten Fonds zu Token; die Abstraktion vertieft sich, die Infrastruktur entwickelt sich. Doch die grundlegende Frage bleibt unverändert: **An welchem Punkt entfernt sich der Anspruch auf Gold so weit vom Metall, dass es kein Gold mehr ist?**

In den nächsten zwei Jahrzehnten wird sich die Tokenisierung eher als zusätzliche Infrastrukturebene, denn als Ersatz entwickeln. Die Einführung im Privatkundenbereich könnte den Zugang erweitern, insbesondere in den Schwellenländern, wo digitale Geldbörsen zunehmend die primäre Schnittstelle zu Finanzanlagen darstellen. Die Übernahme durch Institutionen kann die Effizienz durch T₊-Abwicklung, Mobilität der Sicherheiten und Interoperabilität im LBMA-System verbessern. Spekulative Modelle werden durch das Bewertungsrisiko, die aufsichtsrechtliche Kontrolle und die nicht reduzierbaren geologischen Unwägbarkeiten von unterirdischen Vermögenswerten eingeschränkt bleiben.

Physische Barren in Tresoren werden weiterhin als ultimative Settlement-Ebene dienen. Was sich ändert, ist nicht das Metall, sondern wie es bewegt wird. Die Länder, Institutionen und Plattformen, die erfolgreich sein werden, sind diejenigen, die das Vertrauen effektiv verwalten: Sie kombinieren transparente Technologie mit regulierter Verwahrung, überprüfbaren Reserven und klaren rechtlichen Rahmenbedingungen.

Vielleicht brauchen wir auf dem Weg zurück in die monetäre Zukunft auch keine Straßen. Aber wir brauchen Gold. Und es gilt sicherzustellen, dass die digitale Infrastruktur, die um das Gold herum aufgebaut wird, die Eigenschaften beibehält, die Gold überhaupt erst wertvoll gemacht haben. **Tokenisierung verändert die Infrastruktur, nicht das Gold. Die Infrastruktur ist wichtig, aber nur, weil Gold Bestand hat.** ■

Gold bleibt Gold, der Tresor bleibt sein Zuhause. Was sich wandelt, ist die Choreographie. Den Takt geben jene vor, die Vertrauen managen können.

” *The increasing digitization of value is not an invitation to erode trust, but to rebuild it through better-designed institutions and more transparent infrastructure.*

Roland Berger: „Tokenization of Real-World Assets: Unlocking a New Era of Ownership, Trading, and Investment“

” *Straßen? Wo wir hinwollen, brauchen wir keine Straßen.*

Doc Brown, Zurück in die Zukunft



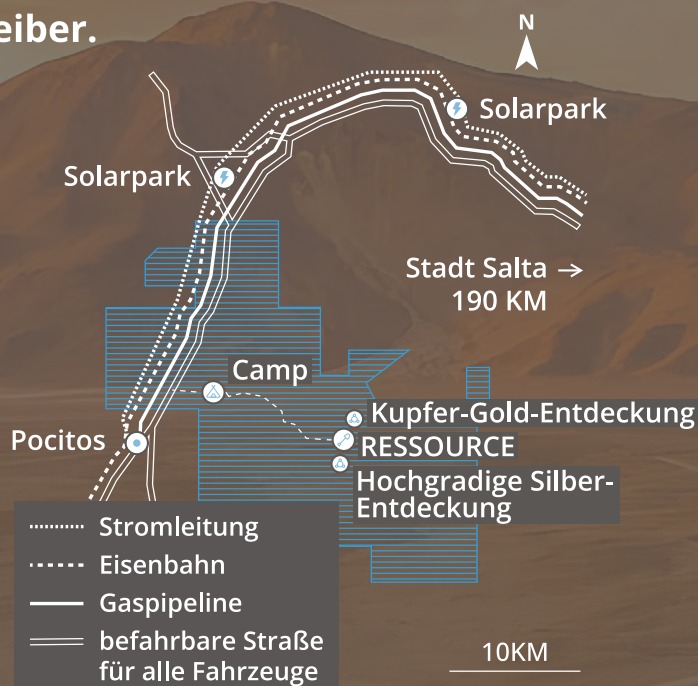
ARGENTA SILVER

TSX.V: AGAG

REINES, HOCHGRADIGES SILBERVORKOMMEN

Weltklasse-Infrastruktur. Neue Entdeckungen. Kurzfristige Werttreiber.

- ✓ Erschließung eines mineralisierten Systems im Distriktmaßstab bei El Quevar. Bisher nur 3% erkundet.
- ✓ Neue Pure-Silver- sowie Kupfer-Gold-Entdeckungen in der Nähe des bestehenden Ressourcengebiets eröffnen erhebliches zusätzliches Aufwärtspotenzial.
- ✓ Strategisch gelegen in Salta, Argentinien, einem aufstrebenden Zentrum für die globale Versorgung mit Silber und kritischen Metallen.
- ✓ Vollständig finanzierte Explorationsarbeiten im Gange.



Mineralressourcenschätzung (2024)(1)

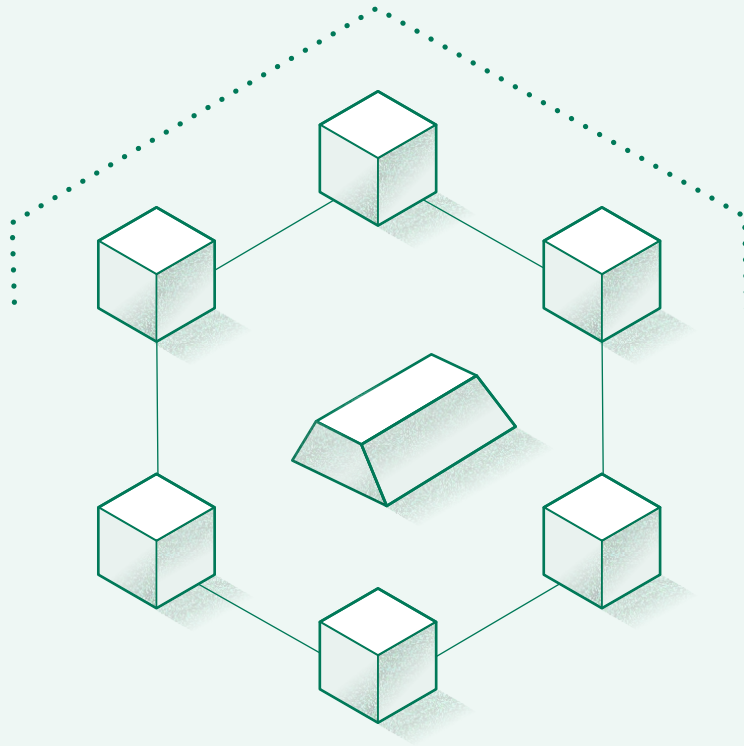
Kategorie	Tonnage (Mt)	Silbergehalt (g/t)	Metallgehalt (Moz Ag)
Angezeigt	2.93	482	45.3
Abgeleitet	0.31	417	4.1

(1) Quelle: Siehe NI 43-101-Technischer Bericht mit Stichtag 30. September 2024 mit dem Titel „El Quevar Project, Salta Province, Argentina, NI 43-101 Technical Report on Updated Mineral Resource Estimate“, veröffentlicht auf www.SEDAR.com unter Golden Minerals Company.

TSX.V: AGAG | OTC: AGAGF argentasilver.com



Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird



Key Takeaways

- Die weltweit neueste Zentralbank ist keine Zentralbank. Tether kauft Gold in einem Tempo, das die meisten souveränen Staaten übertrifft, baut zeitgleich Tresore, erwirbt Schürfrechte, vergibt Kredite gegen seinen eigenen Token und errichtet so eine Schatten-Goldbank, die vollständig außerhalb des traditionellen Währungssystems angesiedelt ist.
- In neuem Gewand ist die älteste Frage im Geldwesen zurück: Wie beweist man, dass das Metall wirklich da ist? Die Blockchain verändert die Antwort auf diese Frage, nicht aber, ob sie gestellt werden muss.
- Zwei Visionen der monetären Zukunft treffen aufeinander: Die BIZ will eine Tokenisierung mit den Zentralbanken im Zentrum; Tether will eine Tokenisierung mit Gold im Zentrum.
- Die Remonetarisierung von Gold ist bereits im Gange – sie erfordert kein neues Bretton-Woods. Wenn tokenisiertes Gold als „opt-in digital gold standard“ bezeichnet wird und ein Emittent von Stablecoins wöchentlich bis zu 2 t physisches Gold – im Wert von über 1 Mrd. USD pro Monat – kauft, ist die Theorie zur Realität geworden.
- Exklusivinterview mit Juan Sartori, Leiter für Sonderprojekte bei Tether

We are very, very, very positive on gold, and equally negative on traditional currencies; this is just the beginning.

Juan Sartori



Izabella Kaminska ist die journalistische Kraft hinter „The Peg“, einer neuen, auf Stablecoins fokussierten Online-Publikation, sowie hinter „The Blind Spot“. Zuvor war sie leitende Finanzredakteurin bei Politico und davor Redakteurin des preisgekrönten Finanzblogs Alphaville der FT.

2025 zog der unaufhaltsame Anstieg des Goldpreises, von einem Rekordhoch zum nächsten, Händler und Marktexperten gleichermaßen in den Bann. Jeder hatte eine Theorie, warum der Goldpreis stieg: wachsendes Misstrauen gegenüber dem US-Dollar und die Rückkehr des „Debasement Trades“; die Schockwellen der Trump-Zölle und die wiederauflebende Nachfrage aus China; oder vielleicht ein großer Hedgefonds, der mit seinen Short-Positionen in Schieflage geraten war. Die Spekulationen waren endlos.

Im November begann dann eine weitaus provokantere Theorie die Runde zu machen. Der marginale Käufer, der den Markt in sein neu erreichtes Gleichgewicht brachte, war keine Zentralbank, kein Staatsfonds und nicht einmal China. Es handelte sich um überhaupt kein institutionelles Schwergewicht. Die unwahrscheinliche Kraft hinter dem Anstieg war, den Gerüchten zufolge, ein absoluter Neuling auf dem Goldmarkt: **Tether, der weltweit größte Emittent von Stablecoins.**

Die Idee tauchte erstmals einige Monate zuvor in einer Research-Notiz des Jefferies-Aktienanalysten Fahad Tariq und seines Teams auf. Doch erst das Aufgreifen durch *FT Alphaville* am 24. November 2025 im Artikel „*Tether, the gold whale*“ rückte die Behauptung ins Rampenlicht. „*Maybe everyone was overthinking it*“, schrieb Bryce Elder unter Berufung auf Tariqs Analyse. „*Maybe gold went up because Tether has been buying?*“

Die Idee war gar nicht so abwegig, wie sie zunächst klang. Jefferies-Analysten hatten bereits im September 2025 Tether-Führungskräfte auf dem Denver Gold Forum gesichtet. Quellen auf der Konferenz berichteten, das Team habe Treffen mit Minenunternehmen abgehalten – insbesondere mit Spezialisten für Royalty und Streaming – was auf weitaus größere Ambitionen hindeutete als eine einfache Portfoliodiversifizierung.

„*In recent months, we suspected that there was a new buyer of physical gold, specifically a diversified blockchain-native company called Tether Limited*“, schrieben die Analysten am 20. November 2025.

Doch es gab noch weitere Hinweise.

- Jefferies hatte von Investoren erfahren, dass Tether beabsichtigte, im Jahr 2025 etwa 100 t physisches Gold zu kaufen, zusätzlich zu Investitionen in Gold-Royalty-/Streaming-Unternehmen.

- Paolo Ardoio, CEO von Tether, äußerte sich öffentlich sehr deutlich dazu, dass das Unternehmen Gold kaufen wolle, um seine Reserven zu diversifizieren.

Und das wichtigste Indiz, auch wenn Korrelation nicht Kausalität bedeutet:

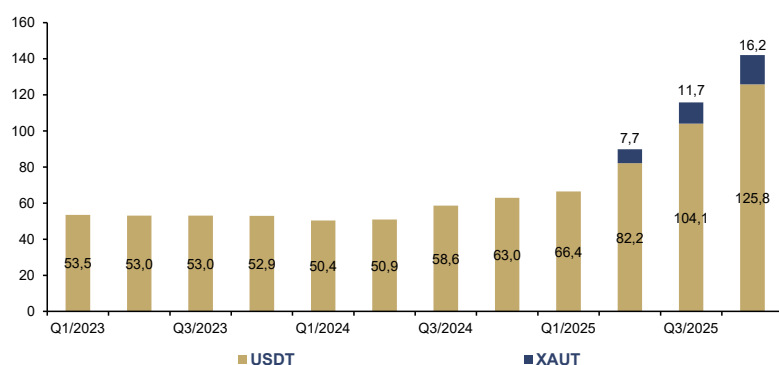
- Der Goldpreis war im September und Oktober 2025 in weniger als zwei Monaten um ~1.000 USD/Unze gestiegen, als würde er auf den Markteintritt eines neuen Käufers reagieren.

Bei genauerer Betrachtung stellten die Analysten fest, dass die Audit-Berichte von Tether sowie On-Chain-Daten bestätigten, dass das Stablecoin-Unternehmen in diesem Zeitraum tatsächlich ein bedeutender Käufer gewesen war und nicht länger ignoriert werden konnte. „Given continued growth in USDT supply, strong profitability exceeding USD 10bn annually, and a clear strategic interest in hard assets, Tether appears likely to remain a significant and ongoing buyer of gold going forward“, prognostizierten sie.

In den folgenden Monaten akkumulierte Tether noch mehr Gold. Allein in Q4/2025 waren es laut Jefferies rund 26 t, und im Januar 2026 kamen weitere 6 t hinzu. Damit lag Tethers Gesamtbestand Ende Januar bei 148 t im Wert von ca. 23 Mrd. USD. In einem Update vom Februar 2026 betonte Jefferies, dass das Tempo der vierteljährlichen Goldkäufe von Tether tatsächlich jene der meisten Zentralbanken übertraf, „ranking third only behind Poland and Brazil and continuing a trend where Tether's buying ranks at or above mid-tier sovereign demand“.

Basierend auf Äußerungen von CEO Paolo Ardoio gegenüber Bloomberg kaufte das Unternehmen bis zu 2 t Gold pro Woche – ein Tempo, das bei den aktuellen Preisen mehr als 1 Mrd. USD pro Monat entspricht – und beabsichtigte, diese Rate in den kommenden Monaten beizubehalten. Die Käufe wurden über OTC-Märkte und Schweizer Raffinerien getätigt und an einen Hochsicherheitstresor in der Schweiz geliefert. Unter der Annahme, dass dieses Tempo im Februar und März beibehalten würde, lag die konservative Schätzung von Jefferies für die Käufe in Q1/2026 bei etwa 2,6 bis 4,3 Mrd. USD bei durchschnittlichen vierteljährlichen Goldpreisen zwischen 4.500 und 5.500 USD pro Unze.

Tethers Goldreserven, in Tonnen, Q1/2023–Q4/2025



Quelle: Jefferies, Tether, Incrementum AG



Dennoch blieben gewisse Rätsel bestehen. Zum einen gab es eine Diskrepanz zwischen der Goldmenge, die Tether nach eigenen Angaben zur Absicherung seiner beiden Flaggschiff-Token – USDT und XAUT – hielt, und dem Umfang der Goldbarren, die das Unternehmen offenbar direkt anhäufte. Mit anderen Worten: Die Goldbestände des Unternehmens wuchsen viel schneller als das Volumen seiner Stablecoins. Gleichzeitig signalisierte Paolo Ardoio – fast so, als würde er die Rolle eines Schatten-Zentralbankers übernehmen –, dass das Unternehmen beabsichtigte, 10–15 % des Tether-Anlageportfolios in physisches Gold zu investieren.

„Life is infinitely stranger than anything which the mind of man could invent.“

Sir Arthur Conan Doyle

„Great things are done by a series of small things brought together.“

Vincent van Gogh

„It is not the answer that enlightens, but the question.“

Eugène Ionesco

Tether kauft sich nicht in den Goldmarkt ein – es baut ihn um.

Was genau hatte Tether auf dem Goldmarkt vor? Und warum interessierte man sich plötzlich so sehr für Gold-Royalty-Unternehmen und den direkten Kauf von Gold auf eigene Rechnung?

Der Goldmarkt war größtenteils verwirrt. Viele hatten bis zu jenem Jahr noch nicht einmal von Stablecoins gehört, geschweige denn waren sie mit der Vorgehensweise solcher Akteure vertraut.

In einem Exklusivinterview mit dem *In Gold We Trust*-Report sprach Juan Sartori, Leiter für Sonderprojekte bei Tether, offen über die Pläne des Unternehmens.¹ Er erklärte:

To understand why we launched Tether gold as a company and why we're making a stronger push into it today — it is important to understand the philosophy and ideology of this company. Its main objective is really to provide a financial solution for most people in collapsing financial systems. ... We see ourselves as a company that needs to provide a stable alternative system for these people.

„*The future is here, it's just not widely distributed.*

William Gibson

Wie Sartori weiter ausführte, vermutete die in El Salvador ansässige Gruppe von Anfang an, dass die Nachfrage nach ihrem Gold-Stablecoin erheblich werden könnte. „We didn't want to push the product until we had created a system that can cope with the demand“, merkte er an.

Dies spiegelte sich darin wider, fügte er hinzu, dass das Unternehmen bis vor kurzem nicht auf eine breitere Notierung oder Positionierung auf weiteren Blockchains drängte.

Diese Vorsicht trieb schließlich den aggressiven Ausbau des Unternehmens hinter den Kulissen voran: die Sicherung von Abnahmevereinbarungen mit den weltweit größten Raffinerien und Produzenten sowie der Erwerb von Royalties aus Minen, um eine jahrzehntelange physische Versorgung zu garantieren. Das Ziel war einfach: das gesamte physische und logistische System vollständig aufzustellen, bevor die Nachfrage nach dem Token möglicherweise explodieren würde.

„We built the product for the world before it was a business, actually“, sagte Sartori.

Insgesamt hält Tether – USDT + XAUT – laut dem eigenen Audit-Bericht per Ende Dezember 2025 fast 150 t Gold.

„*Luck is what happens when preparation meets opportunity.*

Amerikanisches Sprichwort

Tethers Interesse an Royalty-Unternehmen ging unterdessen weit über die Sicherung der Versorgung hinaus. Sartori sagte, das Unternehmen habe eine strukturelle Ineffizienz im traditionellen Modell erkannt, bei dem Firmen Gold fördern, Investoren jedoch in bar auszahlen. Tether habe nun die Gelegenheit genutzt, diese Barauszahlungen direkt in tokenisiertes Gold umzuwandeln.

Aus dieser Überzeugung heraus erwarb Tether im Laufe des Jahres 2025 einen Anteil von etwa einem Drittel an Elemental Altus Royalty – Tethers größte und strategisch wichtigste Royalty-Investition – und beeinflusste das Unternehmen umgehend, als erstes börsennotiertes Royalty-Unternehmen Dividenden in XAUT auszuschütten. Laut Sartori soll dieser Schritt die gesamte Royalty-Chain „vergolden“ und eine seit langem bestehende Ineffizienz der Branche durch Tokenisierung beheben.

¹ Das vollständige Interview mit Juan Sartori finden Sie am Ende dieses Kapitels.

2025: Das Jahr der Stablecoins

Die sogenannten Stablecoins haben ihren Namen von einem zentralen Manko des frühen Kryptowährungsbooms. In einem Markt, der von extremen Kurschwankungen geprägt war, benötigten Händler einen sicheren Ort, um Gewinne zwischen den Handelsgeschäften zu parken, ohne ständig Kryptowährungen in Bargeld umtauschen zu müssen. Das war jedoch leichter gesagt als getan. Banken betrachteten den unregulierten Status von Kryptowährungen und deren – zu Recht oder zu Unrecht – bestehende Verbindung zu Ransomware und illegalen Aktivitäten mit Argwohn und zögerten oft, Konten zu bedienen, die mit diesem Bereich in Verbindung standen. Infolgedessen waren Geldtransfers in und aus Kryptowährungen langsam, kostspielig und fragil.

Die daraus resultierende Reibung schuf jedoch eine perfekte Arbitrage-Gelegenheit für jeden, der bereit war, die beiden Systeme zu verbinden.

Tether war der erste – und letztlich folgenreichste – Versuch, diese Verbindung zu schaffen. Tether wurde 2014 in enger Zusammenarbeit mit der Börse *Bitfinex* ins Leben gerufen und als synthetischer Krypto-Dollar (USDT) konzipiert, der einen Anspruch auf US-Dollar darstellt. Das Konzept war einfach: Großnutzer zahlten US-Dollar ein, und im Gegenzug gab Tether ihnen kryptokompatible Tether-Token aus. Im Gegensatz zu herkömmlichen Aktien, Anteilen oder Wertpapieren konnten diese über neuartige öffentliche Blockchains sofort zwischen Börsen und Wallets bewegt und abgewickelt werden. Theoretisch war jeder dieser Token eins zu eins mit US-Dollar gedeckt, wodurch sein Wert an den US-Dollar gekoppelt war.

In der Praxis ähnelte das Modell einem abgespeckten Geldmarktfonds. Die US-Dollar, die Tether erhielt, wurden in Zahlungsmitteläquivalente umgewandelt – im Laufe der Zeit zunehmend in kurzfristige US-Staatsanleihen. Doch im Gegensatz zu einem traditionellen Fonds wurden keine Erträge an die Inhaber ausgeschüttet. Diese Erträge flossen vollständig an Tether. Zunächst machte das Nullzinsumfeld Mitte der 2010er-Jahre diese Struktur zu einem schwierigen Modell. Als die Zinsen jedoch Anfang der 2020er-Jahre zu steigen begannen, wurde diese Differenz enorm profitabel und trug dazu bei, das Unternehmen zu der Finanzmacht zu machen, die es heute ist.

Phil Potter, damals eine führende Persönlichkeit bei Bitfinex, erklärte der Autorin 2017, dass es von Anfang an Tethers Ziel gewesen sei, ein „dollar surrogate to bypass traditional channels“ zu kreieren, da der Knackpunkt für Krypto-Institutionen „on and off-ramping to traditional banking channels“ gewesen sei. Er beschrieb das Konzept als „effectively a PayPal model“.

Tether blieb jedoch jahrelang umstritten. Seine Eigentümerstruktur war undurchsichtig, und es gab fortlaufend Fragen zur Art – und sogar zur Existenz – seiner Reserven. Zu verschiedenen Zeitpunkten spekulierten Kritiker, dass die Reserven risikoreichere Vermögenswerte wie Commercial Paper enthielten oder dass die Geldströme in die Kryptomärkte selbst zurückflossen.

Als das Wachstum schließlich einsetzte, ging es schnell. Ab 2020 legten Stablecoins, parallel zum allgemeinen Krypto-Boom, markant zu, was zum Teil auf das Chaos der Corona-Ära und eine neue Nachfragewelle von Nicht-Krypto-Nutzern in Schwellenländern zurückzuführen war. Konkurrenten wie *Circle*, der Emittent von USDC, und *Paxos* waren zu diesem Zeitpunkt ebenfalls in den Markt eingetreten. Sie hofften, mit Tether konkurrieren zu können, indem sie transparentere, regulierte Alternativen anboten. Doch Tether behielt seine dominante Position bei, insbesondere im Offshore- und börsenbasierten Handel – eine Position, die Tether bis heute innehat.

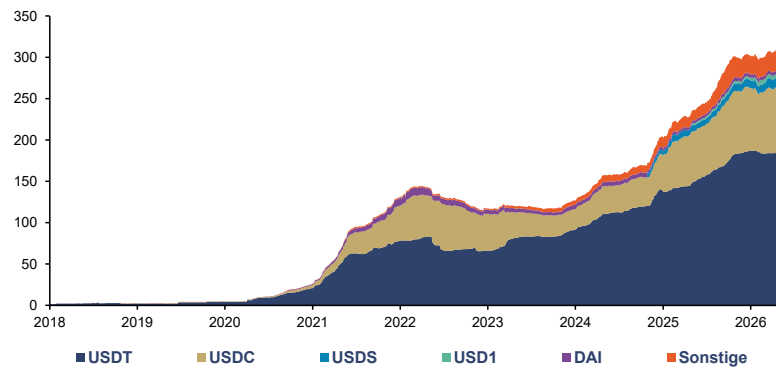
” People come for the rates and stay for the experience.

Eytan Messika

” To be, or not to be – that is the question.

William Shakespeare, Hamlet

Marktkapitalisierung der Top-25-Stablecoins, in Mrd. USD, 01/2018–04/2026



Quelle: CoinGecko, DeFiLlama, Incrementum AG



Vom Eurodollar zum Eurogold

„This is exactly what happened during the great financial crisis, from mid-2007 about the beginning of 2009. In the years prior, the offshore dollar system had expanded dramatically, from some USD 5trn in 2000 to over USD 12trn on the eve of the crisis. As anxiety grew, holders of Eurodollars increasingly sought to redeem their claims for onshore dollars, and demanded higher offshore interest rates as compensation for not doing so.

Aldasoro, Mehrling und Neilson, 2023

Als das System im Laufe der Zeit expandierte, begann es Historikern der Geldgeschichte bekannt vorzukommen. Die Möglichkeit, an den US-Dollar gebundene Verbindlichkeiten außerhalb des US-Bankensystems zu emittieren – und diese unabhängig über Blockchains abzuwickeln –, lud zu Vergleichen mit dem Eurodollar-Markt ein.² Für die Regulierungsbehörden war das nicht unbedingt eine beruhigende Analogie. Die Offshore-Schöpfung von US-Dollar hatte eine zentrale Rolle in der globalen Finanzkrise gespielt und Schichten versteckter Fragilität erzeugt, die erst sichtbar wurden, als das System unter Druck geriet.

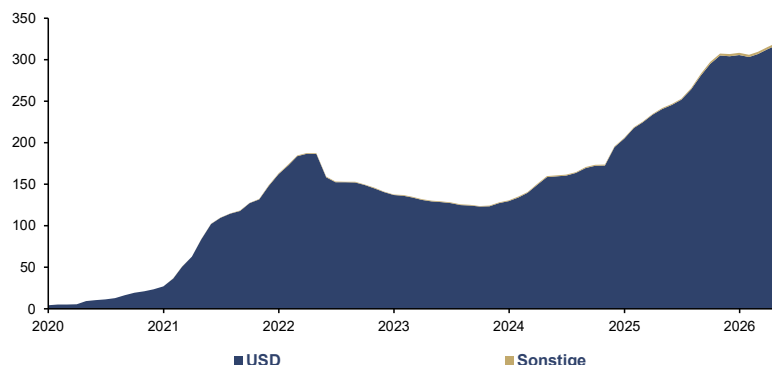
Stablecoins, so argumentierten viele, seien lediglich eine blockchain-native Erweiterung der Offshore-US-Dollar-Schöpfung. In einem BIZ-Papier von Aldasoro, Mehrling und Neilson vom November 2023 mit dem Titel „On par: A Money View of stablecoins“ wurde argumentiert:

The whole idea, for both Eurodollars and stablecoins, is to enable offshore and on-chain settlement without having to make use of onshore and off-chain dollars. Both Eurodollars and stablecoins are intended to function as a means of settlement in their own respective worlds, while economizing on the difficult transaction of crossing back onshore or off-chain.

Mitte der 2020er-Jahre konnten die politischen Entscheidungsträger die US-Dollarfreundliche Technologie nicht länger ignorieren. Es gab viele verschiedene regulatorische Reaktionen, doch die bemerkenswerteste kam 2025 aus den USA. Da rund 99 % der Stablecoins auf US-Dollar lauten, schien die Logik zu sein: Wenn Kryptowährungen eine Basiswährung brauchten, könnte es genauso gut der US-Dollar sein.

2 Siehe „Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandelten“, In Gold We Trust-Report 2021

Stablecoin Marktkapitalisierung nach Währung, in Mrd. USD, 01/2020–04/2026



Quelle: DeFiLlama, Dune Analytics, Incrementum AG



Das sich wandelnde politische Klima in Washington gipfelte schließlich im Juli 2025 in der Verabschiedung des „Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act“ (GENIUS Act).

Zwar waren die USA nicht die erste Jurisdiktion, die in dieser Hinsicht aktiv wurde – die *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCA) der Europäischen Union war bereits 2023 verabschiedet worden und wurde 2024 bis 2025 schrittweise umgesetzt –, doch gehörten sie zu den ersten, die entschlossen auf eine Stablecoin-spezifische Rechtsstruktur zusteueren.

Entscheidend ist, dass die Gesetzgebung nun festlegt, wie die Reserven von Stablecoins definiert, verwaltet und offengelegt werden müssen, was weitgehend den bereits bestehenden Best Practices der Branche entspricht. Dazu gehört die Vorschrift, dass systemrelevante Stablecoins zu 100 % durch hochwertige liquide Vermögenswerte gedeckt sein müssen, vor allem durch kurzfristige US-Staatsanleihen sowie durch Cash.

Im Gegensatz dazu verlangt MiCA von den Emittenten, einen erheblichen Anteil der Reserven innerhalb des regulierten Bankensystems zu halten – in der Regel mindestens 30 % in Einlagen für kleinere Emittenten und bis zu 60 % für diejenigen, die als systemrelevanter gelten. Außerdem sieht die Regelung wesentlich strengere Grenzen für das Exposure in bargeldlosen Instrumenten vor als das US-amerikanische Rahmenwerk, das einen größeren Anteil der Reserven in Staatsanleihen und auf Repo-Märkten zulässt, sofern diese bestimmte Schwellenwerte für Liquidität und Bonität erfüllen. In der Praxis spiegelt dies eine politische Entscheidung der US-Amerikaner wider, die Reserven von Stablecoins direkter an die Marktfinanzierung durch Treasuries anzupassen, anstatt sie stärker in das traditionelle Bankensystem zu integrieren.

Dennoch zieht der US-Rahmen genau wie in Europa bei einem entscheidenden Punkt eine klare Grenze. **Sowohl GENIUS als auch MiCA verbieten die direkte Zahlung von Zinsen oder Erträgen an Inhaber von Stablecoins.**

In den USA ging GENIUS jedoch nicht so weit, den Kreislauf vollständig zu schließen. Während es den Emittenten selbst untersagt ist, Erträge weiterzugeben, lässt die Gesetzgebung Raum für Intermediäre – wie Börsen oder Wallet-Anbieter –, diese Erträge mit den Nutzern zu teilen. Diese Unterscheidung ist schnell zur zentralen Konfliktlinie in den laufenden Regulierungsdebatten geworden. Der Clarity Act soll entscheiden, ob solche Praktiken letztlich erlaubt oder eingeschränkt werden, wobei insbesondere der Bankensektor auf strengere Beschränkungen drängt, um zu verhindern, dass Stablecoins de facto als verzinsliche Einlagen außerhalb des regulierten Systems fungieren.

Die breitere Debatte um die Verbreitung von Stablecoins hat auch eine ältere geldpolitische Kontroverse wiederbelebt. In einem viel diskutierten Gastbeitrag in der New York Times warnte der Berkeley-Ökonom Barry Eichengreen, dass der GENIUS

” *What’s past is prologue.*

William Shakespeare, *The Tempest*

” *Whoever wishes to foresee the future must consult the past; for human events ever resemble those of preceding times.*

Niccolò Machiavelli

Goldgedeckte Stablecoins könnten die Logik des rohstoffgedeckten Geldes wiederbeleben — jener Geldarchitektur, die sowohl der Free-Banking-Ära als auch dem modernen Fiat-System vorausging.

Act die Gefahr berge, die Bedingungen der amerikanischen „Free Banking Era“ vor dem Bürgerkrieg wiederherzustellen, als Hunderte privater Emittenten die „Einheitlichkeit des Geldes“ zerstörten – das Prinzip, dass ein US-Dollar ein US-Dollar ist, unabhängig davon, wie er erworben wurde. Der ehemalige OCC-Chef Brian Brooks hielt dem entgegen, dass die standardisierten Mindestreservanforderungen des Gesetzes es eher mit dem *National Bank Act of 1863* vergleichbar machten, der genau dieses Chaos zügelte, indem er alle Banken dazu ver-

pflichtete, Schatzpapiere zu halten. Bei goldgedeckten Stablecoins stellt sich die Frage noch einmal anders dar: Da sie durch physisches Metall statt durch Staatsschulden gedeckt sind und keine Rendite abwerfen, könnten sie die von Eichengreen befürchtete Dynamik von Bank Runs gänzlich umgehen – und damit faktisch die Logik des rohstoffgedeckten Geldes wiederbeleben, das sowohl der Ära des Free Bankings als auch dem modernen Fiat-System vorausging.

„What the aircraft carrier represented to twentieth-century geopolitics, the dollar-backed stablecoin may represent to the twenty-first.

Brent Johnson

Brent Johnson, prominenter Verfechter der These, dass Stablecoins die US-Währungsmacht erweitern, sieht die politischen Entscheidungsträger nun gezwungen, lange als geklärt geltende Fragen zur Architektur des Geldes neu zu stellen — allen voran: Wer kassiert die Seigniorage? Zu den Anwärtern, so betont er, gehören die Emittenten, die die Reserven verwalten, die Nutzer, die Token halten, und natürlich die Regierungen, die das System ermöglichen. Hinzu kommt der Wertanteil, der durch Netzwerkgebühren an Validatoren und die Mining-Infrastruktur, die den Abwicklungsvorgang ermöglicht, abgezogen wird.

Selbst unter GENIUS „the question of who deserves the yield remains unresolved and politically explosive“, stellte Johnson in seinem Report „Stablecoin Wars“ im Februar fest.

„The US can certainly make it illegal or difficult to use non-US regulated stablecoins, but that might create something similar to the Eurodollar market whereby institutions and users outside the US use dollar synthetics or dollar equivalents that are outside the regulatory control of the US government. The US government could strong-arm the EU and other countries to restrict usage of non-US compliant stablecoins, but there are many countries and trading blocs where that may not work.

Brent Johnson

Auf dem Spiel steht in jedem Fall sehr viel. Laut Johnson geht es um die Verteilung von Billionen US-Dollar an potenziellen Seigniorage-Einnahmen – darum, wer Transaktionen vermittelt, überwacht und letztendlich den Zugang zu ihnen gewährt oder verweigert.

„We are witnessing the re-architecture of money itself, and with it, the re-architecture of power. The opportunity is so immense that the battles will be fought to the death“, schrieb Johnson und fügte hinzu, dass das Ergebnis „strategic leverage over nations, corporations, and individuals“ bedeute.

Das Wachstumstempo vermittelt einen Eindruck davon, wie schnell sich dieser Wettstreit entwickelt hat. Seit dem Kurswechsel in der US-Politik im Jahr 2025 ist der Stablecoin-Markt von etwa 200–250 Mrd. USD auf über 300 Mrd. USD bis Anfang 2026 angewachsen. Davon entfiel der Großteil – in der Regel rund zwei Drittel des Gesamtangebots – allein auf Tether, wodurch sich dessen Position sowohl als dominierender Emittent von synthetischen US-Dollar im Umlauf als auch – in weiterer Folge – als entscheidender Käufer von US-Treasuries festigte.

Laut einer Analyse der Rabobank, da „stablecoins must be backed 100%, increased demand for the former will create forced buyers of the latter. In short, the US is incentivized to encourage the usage of stablecoins to soak up increased T-Bill supply“.

Politische Entscheidungsträger auf der ganzen Welt – von Japan bis zur EU – erkennen erst spät, was dieses Modell tatsächlich für die Finanzpolitik und die Staatsführung bedeutet. Die Folge ist eine verzögerte Akzeptanz von Stablecoins in ihren eigenen Währungen sowie eine veränderte Haltung der Regulierungsbehörden hinsichtlich der Zusammensetzung der Währungsreserven.

Das Wachstum der US-Dollar-Stablecoins dürfte sich jedenfalls weiter beschleunigen. **Standard Chartered** schätzt, dass der gesamte Markt bis 2028 einen Wert von bis zu 2 Bill. USD erreichen könnte, was zum großen Teil auf regulatorische Klarheit und eine tiefere Integration in die traditionelle Finanzinfrastruktur zurückzuführen ist. Daraus folgt, dass sich das, was als Nischenlösung für Krypto-Händler begann, rasch zu etwas weitaus Bedeutenderem entwickelt: einer strukturell wichtigen Nachfragequelle für US-Dollar-Anlagen.

Vor diesem Hintergrund ist es keine Überraschung, dass Tether hart daran gearbeitet hat, sein öffentliches Image zu verbessern, um das Vertrauen institutioneller Anleger zu gewinnen. Seit dem Vergleich mit dem New Yorker Generalstaatsanwalt im Jahr 2021 wegen Vorwürfen der falschen Darstellung der Reserven hat das Unternehmen aktiv unabhängige Bestätigungsberichte veröffentlicht und die Transparenz hinsichtlich seiner Bestände schrittweise verbessert. Der bedeutendste Meilenstein war zweifellos im März 2026, **als die Gruppe bekannt gab**, eine der vier großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit der Durchführung ihres ersten vollständigen gesetzlichen Audits beauftragt zu haben – was weithin als die bislang eindeutigste Bestätigung dafür angesehen wird, dass ihre Reserven real und vollständig überprüfbar sind.

Zudem hat das Unternehmen weltweit engere Beziehungen zu Strafverfolgungs- und Aufsichtsbehörden geknüpft, um illegale Finanzgeschäfte und die Umgehung von Sanktionen zu bekämpfen. Zu den prominentesten Maßnahmen von Tether gehört die Spernung von Konten, die mit dem Maduro-Regime in Venezuela sowie mit russischen und iranischen Einrichtungen in Verbindung stehen. **Tethers vor kurzem unternommener Vorstoß in die Goldmärkte ist in diesem Zusammenhang nicht trivial.**

Stablecoins sind längst nicht mehr die obskure Nische eines glorifizierten Internet-Glücksspielmarkts, als den viele traditionelle Finanziere den Kryptobereich lange abgetan haben. Sie sind schnell wachsende, renditeempfindliche Nachfragepools für genau jene Instrumente – kurzfristige US-Staatsanleihen und nun auch Gold –, die das Potenzial haben, die globalen Liquiditätsbedingungen zu stabilisieren. In diesem Sinne sind sie Teil der sich entwickelnden Infrastruktur des US-Dollar-Systems selbst und eine Reinkarnation des alten Eurodollar-Systems, wenn auch auf neuen, kryptografisch gesicherten Blockchain-Schienen.

Entscheidend ist, dass Stablecoins nun für die Goldmärkte das leisten könnten, was sie bereits für den US-Dollar geleistet haben. Wenn dieser Schachzug gelingt, wird er nicht nur eine bequemere Art des Goldhandels ermöglichen, sondern auch den Weg für die Entstehung einer Art *Euro-Gold*-Standard ebnen, der in der Lage ist, die historischen Bindungen des Metalls an zentralisierte Marktknotenpunkte zu lockern. Ob durch XAUT, PAXG oder andere Mitbewerber – die Entwicklung deutet auf ein grenzenloses System hin: einen Markt für „Gold ohne Pass“.

Was Stablecoins für den US-Dollar geleistet haben, könnten sie nun für Gold leisten — den Weg ebnen für ein grenzenloses System: einen Markt für „Gold ohne Pass“.

” *Integrity is doing the right thing, even when no one is watching.*

C.S. Lewis

” *Commodities such as gold and silver have a world market that transcends national borders, politics, religions, and race. A person may not like someone else's religion, but he'll accept his gold.*

Robert Kiyosaki

Der lange Weg zur Gold-Tokenisierung

Zwar war Tether das erste Unternehmen, das einen Stablecoin herausgab, doch die Idee, einen goldgedeckten Stablecoin zu emittieren, war nicht neu.

Diese Ehre gebührt Paxos, das im September 2019 das Whitepaper für sein Gold-Stablecoin-Angebot veröffentlichte. Tethers Goldprodukt folgte wenige Monate später im Jänner 2020. Das Modell, das den heutigen Gold-Stablecoins zugrunde liegt, entstammt

” *There is nothing new under the sun.*

Ecclesiastes 1:9

jedoch einer längeren Tradition am Goldmarkt als allgemein angenommen. **Es ist eine Geschichte, die Jahrhunderte zurückreicht, mindestens bis in die Ära der Bank von Amsterdam im 17. Jahrhundert.**

Wie Adam Smith in „Der Wohlstand der Nationen“ ausführt, bezog das Bankgeld Amsterdams seine Glaubwürdigkeit aus einem streng geregelten Prozess, in dem die Reserven physisch inspiziert, die Geschäftsbücher abgeglichen und die Verwahrung unter Eid zwischen aufeinanderfolgenden Bürgermeister*innen übertragen wurden. Das System funktionierte; aber nicht, weil Vertrauen vorausgesetzt wurde, sondern weil regelmäßig Überprüfungen vorgenommen wurden.

Im November 2020 haben Frost, Song Shin und Wierts diese Parallele in einem BIZ-Arbeitspapier mit dem Titel „*An early stablecoin? The Bank of Amsterdam and the governance of money*“ aufgezeigt und betont, dass die Bank von Amsterdam „*resembled what we now know as a ‘stablecoin’ — i.e. a system where account-based money was backed by assets of stable value*“.

„*At Amsterdam, however, no point of faith is better established than that for every guilder, circulated as bank money, there is a correspondent guilder in gold or silver to be found in the treasure of the bank. The city is guarantee that it should be so. The bank is under the direction of the four reigning burgomasters who are changed every year. Each new set of burgomasters visits the treasure, compares it with the books, receives it upon oath, and delivers it over, with the same awful solemnity, to the set which succeeds; and in that sober and religious country oaths are not yet disregarded.*

Adam Smith, Der Wohlstand der Nationen, 1776

Was die Gegenwart auszeichnet, ist vor allem die Art und Weise, wie diese Überprüfung durchgeführt wird. Die regelmäßigen Inspektionen wurden ersetzt durch kryptografisch formulierte Proof-of-Reserves, unabhängige Beglaubigungen und – zumindest im Idealfall – eine kontinuierliche On-Chain-Transparenz. Der Zweck dieser Mechanismen bleibt derselbe: die Inhaber davon zu überzeugen, dass jeder Anspruch dem zugrunde liegenden Edelmetall entspricht.

Gold-Stablecoins sind daher weniger eine Neuheit als vielmehr ein Schritt zurück in die Vergangenheit, in der die Akzeptanz von vermögensgedecktem Geld davon abhing, wie überzeugend seine Deckung nachgewiesen werden konnte.

Diese Intuition findet nun fundierte wissenschaftliche Unterstützung. In einem im Dezember 2025 veröffentlichten Artikel mit dem Titel „Tokenized Gold“ untersuchten Campbell R. Harvey, Finanzprofessor an der Duke University, und seine Co-Autoren Lin, Rabetti und Zhang die Mechanismen von tokenisiertem Gold. Sie kamen zum Schluss, dass es einen sogenannten „opt-in digital gold standard“ ermöglicht. Dieser Standard erfordert kein Mandat einer Zentralbank und wird von Verbrauchern und Investoren freiwillig eingeführt. Ihre Forschung zeigt, dass tokenisiertes Gold selbst unter extremen Markbelastungen, einschließlich des Rückgangs der Goldpreise um zehn Standardabweichungen am 30. Jänner 2026, eng an traditionellen Gold-Benchmarks orientiert ist. Entscheidend ist, dass tokenisiertes Gold im Gegensatz zu Gold-ETFs als Tauschmittel für alltägliche Zahlungen sowie als Asset für Staking oder Kreditvergabe eingesetzt werden kann, das dabei Renditen generiert. Diese Eigenschaften stellen die historischen monetären Funktionen von Gold auf eine Weise wieder her, wie man sie seit Bretton-Woods nicht mehr gesehen hat.

Die strukturellen Auswirkungen reichen noch weiter. In einer Begleitstudie mit dem Titel „*Understanding Gold*“ (2025) argumentieren Erb und Harvey, dass ein zweiter Nachfrageschock bevorstehen könnte, der in seinem Ausmaß mit der ursprünglichen Einführung von ETFs vergleichbar ist – ausgelöst durch die mögliche Neuklassifizierung von Gold im Rahmen von Basel III als hochwertiger liquider Vermögenswert für Geschäftsbanken. Dies ist wichtig, da aufgrund des derzeitigen regulatorischen Status die Haltung von Gold für Banken mit hohen operativen Kosten verbunden ist und dadurch dessen Einsatz als Sicherheit behindert wird.

Sollte diese Neuklassifizierung tatsächlich erfolgen, würde dies eine völlig neue Klasse institutioneller Nachfrage erschließen. Es würde die bisher durch den Einzelhandel getriebenen Ströme, die tokenisiertes Gold angezogen hat, in den Schatten stellen.

„*Sooner or later, everything old is new again.*

Stephen King

Jedoch gab es auch zahlreiche neuere Vorläufer. Zu den bekanntesten von ihnen gehörte e-gold, das weithin als Vorläufer von Bitcoin angesehen wird. Das im November 1996 von Douglas Jackson eingeführte System ermöglichte es Nutzern, digitale Einheiten in einem zentralen Hauptbuch zu halten und zu übertragen, wobei jede Einheit vollständig durch physisches Gold gedeckt war. E-gold selbst erzielte Einnahmen durch

Transaktionsgebühren und Umtauschdienste. Im Grunde war es ein früher Versuch, Gold in eine native Währung des Internets zu verwandeln – und die Idee erwies sich als bemerkenswert erfolgreich. Bis Ende der 1990er-Jahre hatte e-gold laut der Financial Times eine kritische Masse im Web erreicht, und wurde zur ersten privat ausgegebenen Online-Währung, die bei Peer-to-Peer-Zahlungen breite Anwendung fand.

Doch genau die Eigenschaften, die das System attraktiv machten – sofortige Überweisungen, weltweite Zugänglichkeit und eine durch Edelmetall gedeckte Rechnungseinheit – zogen auch Betrüger und Cyberkriminelle an. Jackson verbrachte einen Großteil der frühen 2000er-Jahre damit, das System integer zu halten, indem er mit den Strafverfolgungsbehörden zusammenarbeitete und verdächtige Konten sperrte. Das reichte aber nicht aus. Im Jahr 2007 klagten Bundesstaatsanwälte e-gold und mehrere Führungskräfte an, darunter Jackson selbst. Zu dieser Zeit war das System durch rund 3,6 t physisches Gold gedeckt, hatte Millionen von Nutzerkonten und wickelte jährlich rund 3 Mrd. USD an Transaktionen ab. Die Anklagepunkte umfassten Verschwörung zur Geldwäsche und den Betrieb eines nicht lizenzierten Geldtransfergeschäfts, was zur Einfrierung der Edelmetallreserven führte.

Jackson widerlegt die unter Krypto-Enthusiasten verbreitete Vorstellung, e-gold sei geschlossen worden, weil es den US-Dollar bedrohte. Im Gegenteil: Der vorsitzende Richter kam zu dem Schluss, dass das Konzept hinter e-gold an sich nicht illegal war – was bedeutet, dass es zerschlagen wurde, bevor es überhaupt eine Chance hatte, das US-Dollar-System ernsthaft zu bedrohen. Jackson argumentierte später, dass der Entstehungsmythos von Bitcoin „aus einer Falschdarstellung dessen entstanden sei, was tatsächlich mit e-gold geschah“, und dass die Fehlinterpretation des Falls durch die Krypto-Community zu „einem verlorenen Jahrzehnt beispielloser Fehlinvestitionen und grassierenden Kriminalität“ geführt – und, schlimmer noch, den Weg für CBDCs geebnet habe.

Mitte der 2000er-Jahre stand eine Innovation kurz vor dem Markteintritt, die für die Finanzwelt weitaus akzeptabler war: der Exchange-Traded-Fund (ETF), also börsengehandelte Goldfonds. Der Zeitpunkt lässt sich kaum übersehen. Ende 2004 brodelte der Londoner Goldmarkt bereits vor Vorfreude auf eine neue Welle börsengehandelter Goldprodukte, allen voran die *SPDR Gold Shares* (GLD) von State Street, die im November desselben Jahres in New York debütierten.

Der GLD sollte sich schließlich zu einem der erfolgreichsten Rohstoff-ETFs entwickeln, die je aufgelegt wurden. Doch trotz – oder vielleicht gerade wegen – dieses Erfolgs stießen ETFs bald auf ein bekanntes Problem. Je größer sie wurden, desto mehr Aufmerksamkeit zogen sie auf sich, und zwar aufgrund einer einzigen grundlegenden Frage: Existiert das Metall wirklich?

Trotz der Bemühungen, durch Bescheinigungen und Transparenz Vertrauen zu schaffen, blieben Zweifel bestehen. Insbesondere Investoren mit einer Vorliebe für physisches Gold waren besorgt über die Undurchsichtigkeit der Verwahrungsketten, den Einsatz von Unterverwahrern und das Ausmaß der tatsächlichen Zuweisung der Bestände.

Letztendlich ergriffen GLD und seine Verwahrungspartner eine Reihe von Maßnahmen, um den Markt zu beruhigen. Die Frage, vor der Gold-Stablecoins heute stehen, lautet: Verändern Blockchain-Lösungen die Vertrauensbasis sinnvoll oder ordnen sie sie lediglich neu?

Für Gold Token SA, einem Gold-Stablecoin-Anbieter der Schweizer MKS PAMP-Gruppe (eines der weltweit größten Edelmetallunternehmen), lautet die Antwort implizit „nein“. Im Gegensatz zu Tether handelt es sich hierbei nicht um ein kryptonatives Unternehmen, das versucht, Gold Glaubwürdigkeit zu verleihen. Gold Token SA ist eine gold-native Institution, die argumentiert, dass Glaubwürdigkeit in Bezug auf Gold nicht von außen nach innen konstruiert werden kann.

” *The higher the tree, the more the wind strikes it.*

English Proverb

” *Reality is that which, when you stop believing in it, doesn't go away.*

Philip K. Dick

” *A reputation for integrity is more valuable than all the gold in the world.*

Jeffrey Archer

Was die Bank von Amsterdam im 18. Jahrhundert nicht konnte, wird die Blockchain im 21. nicht leisten: das Vertrauen ersetzen, das jeder Verwahrer erst verdienen muss.

In einem Markt, der durch das Vertrauen in physische Sicherheiten geprägt ist, ist MKS Pamp der Auffassung, dass die Hierarchie zwangsläufig umgekehrt verläuft: Beschaffung, Raffination, Lagerung und rechtlicher Eigentumsanspruch stehen an erster Stelle, während die Blockchain eine sekundäre Ebene darstellt.

Laut Geschäftsführer Kurt Hemecker geht die Struktur auf die unbequeme Wahrheit ein, dass die Blockchain zwar

die Art und Weise verändern mag, wie Ansprüche erfasst und übertragen werden, nicht jedoch die zugrunde liegende zentrale Organisation beseitigt, die das Herzstück des Verwahrungssystems bildet.

„Appearances are often deceiving.“
Aesop

„Tokenization doesn't remove centralization, it changes how assets move“, erklärte Hemecker gegenüber dem *In Gold We Trust-Report*. „Even with digital or financial assets, there is always an underlying legal structure, a place where rights are defined, and an entity responsible for them.“ Er fügte hinzu: „What matters is the strength of the underlying infrastructure, how the gold is sourced, refined, allocated, and ultimately delivered.“

Deshalb ist es aus seiner Sicht entscheidend, dass etablierte Goldinstitute mit nachgewiesener Erfolgsbilanz die Blockchain integrieren. Es ist auch eine Erinnerung daran, dass diese Anfälligkeit nicht neu ist. Die Bank von Amsterdam – trotz all ihrer Bürgermeister, regelmäßigen Überprüfungen und eidesstattlichen Versicherungen – scheiterte letztendlich im späten 18. Jahrhundert, nachdem bekannt wurde, dass Reserven im Geheimen verliehen und nicht mehr vollständig vorhanden waren.

„Reality is easy. It's deception that's the hard work.“
Lauryn Hill

Das Problem beschränkt sich zudem nicht nur auf die Geschichte. Im Jahr 2023 geriet ein über die Perth Mint ausgegebener Gold-Token in eine Kontroverse, einschließlich Vorwürfen über verwässertes Edelmetall und anhaltende Abweichungen vom Goldpreis. Die Episode unterstrich einen bekannten Punkt: Wie modern die Verpackung auch sein mag, das Vertrauen kann dennoch zerbrechen, wenn die Integrität des zugrunde liegenden Vermögenswerts in Frage gestellt wird.

Solche Vorfälle helfen zu erklären, warum die Blockchain an sich keine Garantie für irgendetwas bietet, da sie weder sicherstellen kann, dass das Gold überhaupt jemals vorhanden war, noch dass es nicht von Dritten entnommen oder gestohlen wurde.

Von Pfund zu Libras

Auch wenn die Zentralbanken Kryptowährungen während eines Großteils der 2010er-Jahre weitgehend als Randerscheinung betrachteten, wurde es ab 2019 immer schwieriger, diese Haltung aufrechtzuerhalten. Facebooks Libra – eine geplante, privat ausgegebene, weltweit zirkulierende digitale Zentralbankwährung, die durch einen Korb von Vermögenswerten gedeckt ist – löste sofort Alarm bei politischen Entscheidungsträgern aus. Diese befürchteten einen Angriff des Silicon Valleys auf die Währungshoheit. Die Wahl des Namens war bezeichnend: „Libra“, lateinisch für „Waage“ oder „Gleichgewicht“, ist auch die Wurzel des britischen Pfunds (ursprünglich ein Pfund Silber) und des umfassenderen Systems gewichtsbasierter Währungseinheiten, das einst die Edelmetallmärkte stützte, einschließlich des Unzen-Systems, das heute noch für Gold verwendet wird. Ob beabsichtigt oder nicht, das Projekt knüpfte an eine viel ältere Währungstradition an – eine, in der der Wert nicht in der Glaubwürdigkeit des Fiatgeldes, sondern in messbaren Einheiten aus knappem Metall verankert war.

Chinas rasante Entwicklung des e-CNY verstärkte zugleich das Gefühl, dass digitales Geld kein Randphänomen mehr war. Innerhalb weniger Jahre reagierten Dutzende von Zentralbanken darauf, indem sie eigene digitale Zentralbankwährungen

entwickelten und in Pilotprojekten testeten, um Herausforderer wie Libra abzuwehren. In diesem zunehmend politisch aufgeladenen Klima führte das in New York ansässige Unternehmen Paxos im September 2019 seinen Gold-Token PAX Gold (PAXG) ein.

Im Gegensatz zu Tether, das in erster Linie eigene Marken-Token ausgibt, hatte sich Paxos – unter der Leitung des ehemaligen Hedgefonds-Managers Charles Cascarilla – eher als Infrastrukturanbieter positioniert.

Als regulierte Treuhandgesellschaft unter US-Aufsicht strukturiert, bot das Unternehmen ein *Stablecoin-as-a-Service*-Modell an, das es anderen Institutionen wie PayPal ermöglichte, tokenisierte Vermögenswerte auf konformen Schienen zu lancieren. Das Ziel bestand also nicht einfach darin, einen goldgedeckten Token auf den Markt zu bringen, sondern dieses infrastrukturorientierte Modell auch auf Edelmetalle auszuweiten.

Laut Walter Hessert, Leiter der Strategieabteilung bei Paxos, spiegelte diese Entscheidung eine umfassendere Sichtweise wider, wonach die Finanzmärkte eine strukturelle Umstellung auf tokenisierte Systeme durchlaufen.

Gold war in diesem Rahmen ein naheliegender Ausgangspunkt. Wie Hessert dem *In Gold We Trust*-Report erklärte, machte es seine charakteristische Eigenschaft als „high stock-to-flow asset“³ – eines, das sich bereits in zentralisierten Tresoren befindet und auf dieser Infrastruktur gehandelt wird – besonders gut geeignet für das, was er als technologisches „database upgrade“ bezeichnet.

Aus dieser Sicht verwandelt die Tokenisierung Gold von einem relativ statischen Wertspeicher in einen flüssigeren, programmierbaren Vermögenswert. Und obwohl PAXG nicht explizit auf Privatanleger ausgerichtet ist, ist der Zugang nicht eingeschränkt: Dieselbe Infrastruktur, die die institutionelle Nutzung ermöglicht, senkt auch die Hürden für eine breitere Beteiligung.

Letztlich zielt das Paxos-Modell darauf ab, seine regulierte, auf Compliance ausgerichtete Infrastruktur auf Dritte auszuweiten. Im Zusammenhang mit Gold bedeutet dies eine strikte Bevorzugung der Einzelverwahrung gegenüber jeglicher Form von Sammelverwahrung. Jeder Token ist mit einem spezifischen Goldbarren verknüpft. Gelagert sind diese Barren in von der LBMA zugelassenen Londoner Tresoren. Die Eigentumsverhältnisse können „all the way down to a serial number on the bar“ zurückverfolgt werden.

Interne Zahlen von Paxos, die uns zur Verfügung gestellt wurden, zeigen, dass die Anzahl der eindeutigen Wallet-Adressen, die PAXG halten, auf über 83.000 gestiegen ist – ein deutlicher Anstieg gegenüber den wenigen Tausend in den Anfangsjahren. Insgesamt repräsentiert PAX Gold heute ein Marktvolumen von rund 2–2,5 Mrd. USD, mit über 500.000 Token im Umlauf und täglichen Handelsvolumina, die regelmäßig fast 300 Mio. USD erreichen.

Die monetäre Eigenschaft, die Gold seit Jahrtausenden zum Wertspeicher macht — sein hoher Stock-to-Flow — ist genau jene, die es nun zum idealen Kandidaten für die Tokenisierung macht. Eine ungewöhnliche Symmetrie.

” *In times of change learners inherit the earth, while the learned find themselves beautifully equipped to deal with a world that no longer exists.*

Eric Hoffer

” *In character, in manners, in style, in all things, the supreme excellence is simplicity.*

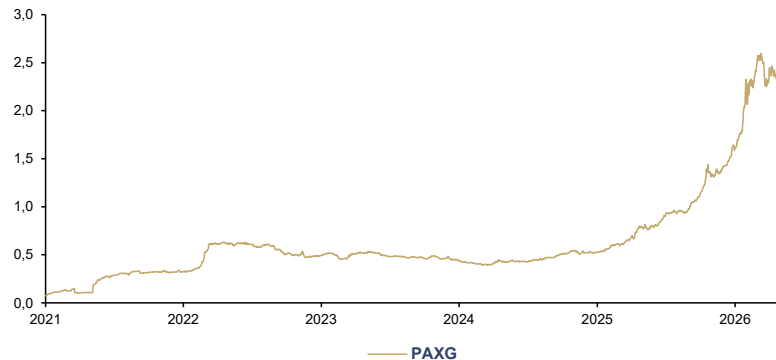
Henry Wadsworth Longfellow

” *You ain't seen nothin' yet.*

Bachman-Turner Overdrive

³ Siehe „Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, *In Gold We Trust*-Report 2014

PAX Gold (PAXG) Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 01/2021–04/2026



Quelle: CoinGecko, Incrementum AG



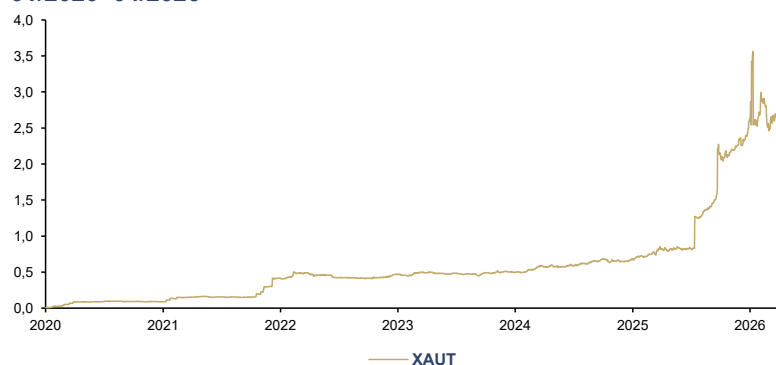
„Big breakthrough ideas often seem nuts the first time you see them.“

Marc Andreessen

„The past couple of years have been high-growth years for gold in general“, sagte Hessert und fügte hinzu, dass die Kombination aus steigender Goldnachfrage und zunehmendem Interesse an der Tokenisierung „eine beispiellose Nachfrage in beiden Bereichen“ geschaffen habe. Vor allem „large players in the gold ecosystem“ – darunter laut Hessert in einigen Fällen auch Zentralbanken – haben begonnen, sich zu fragen, wie sie die Infrastruktur von Paxos nutzen könnten, um selbst tokenisiertes Gold auszugeben. Laut Hessert liegt der Vorteil von Paxos darin, dass das Unternehmen im Gegensatz zu anderen Anbietern sowohl Institutionen bedienen kann, die an seinem System teilnehmen möchten, als auch solche, die es vorziehen, unter ihrer eigenen Marke zu emittieren.

Eine ähnliche Dynamik in Bezug auf Akzeptanz und Performance hat sich bei Tether gezeigt. Obwohl Tether seinen Gold-Stablecoin XAUT bereits im Jänner 2020 auf den Markt brachte, begann die Marktkapitalisierung des Tokens erst 2025 deutlich zu steigen.

Tether Gold (XAUT) Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 01/2020–04/2026



Quelle: CoinGecko, Incrementum AG

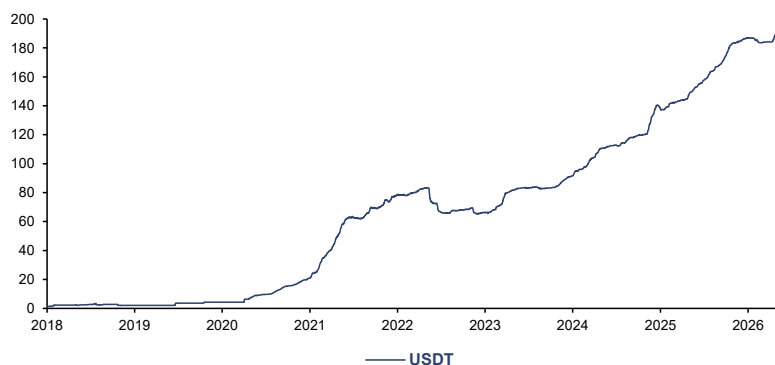


„To see things in the seed, that is genius.“

Lao Tzu

Analysten von Jefferies stellten fest, dass sich dieses Muster von der eher linearen Expansion von Tethers Flaggschiff-Token in US-Dollar, dem USDT, unterscheidet. Dieser ist parallel zur allgemeinen Aktivität am Kryptomarkt stetig gewachsen. Im Gegensatz dazu fällt die abruptere Akzeptanzphase von XAUT mit dem zunehmenden Engagement des Unternehmens auf den physischen Edelmetallmärkten im vergangenen Jahr zusammen.

Tether (USDT) Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 01/2018–04/2026



Quelle: CoinGecko, Incrementum AG



Insgesamt zeigen die Zahlen einen Markt, der seinen Nischenstatus längst hinter sich gelassen hat. Nach Angaben von CEX.io erreichte das Handelsvolumen mit tokenisiertem Gold im Jahr 2025 178 Mrd. USD und übertraf damit alle Gold-ETFs – mit Ausnahme der SPDR Gold Shares (GLD) – im weltweiten Handelsvolumen. Daten von CoinGecko zeigten, dass die kombinierte Marktkapitalisierung von tokenisiertem Gold bis zum Jahresende um rund 177 % auf über 4,4 Mrd. USD stieg, wobei allein Tethers XAUT in Q4/2025 etwa 75 % des Handelsvolumens ausmachte.

Wie bereits angedeutet liegt ein Großteil des Rätsels hinter der unterschiedlichen Akzeptanz von XAUT und USDT sowie der proportional größeren Anhäufung von Goldreserven für Tethers eigene Rechnung im Vergleich zu seinem Stablecoin in der Tatsache, dass Tether das Produkt nicht offen an Nutzer vermarkten wollte, bis die umfassendere Infrastruktur voll funktionsfähig war.

„It was not speculation. It was not a trade“, sagte Sartori. „It is really a strategic reserve construction in order to support a successful global stablecoin.“ Dies hängt jedoch zumindest teilweise auch mit den besonderen wirtschaftlichen Gegebenheiten von Gold-Stablecoins zusammen, die aus operativen Gründen von großen Pufferreserven profitieren.

Im Gegensatz zu US-Dollar-gedeckten Stablecoins, die Erträge aus verzinslichen Reserven generieren können, ist Gold ein renditefreier Vermögenswert. Das bedeutet, dass weder Tether noch Paxos mit dem üblichen Zinsarbitrage-Modell Geld verdienen. Stattdessen erzielen sie Einnahmen, indem sie ihren Kunden Gebühren für die Ausgabe und Einlösung von Token berechnen. Der Vorteil dieses Modells besteht darin, dass Transaktionen nach der Ausgabe auf öffentlichen Blockchains stattfinden. Das bedeutet, dass Nutzer lediglich die zugrunde liegenden Netzwerkkosten bezahlen, das sogenannte Gas, anstatt zusätzlicher Gebühren an den Emittenten. Der Nachteil ist, dass die Einnahmen bescheiden sind. Für Sartori stellt dies jedoch kein Problem dar.

„In reality, we don't intend to make a lot of money out of this product... We want to create a solution for 500mn people in the future“, erklärte Sartori gegenüber dem *In Gold We Trust*-Report. „And in the future, when we are servicing a community like that, there will be other services we can propose in order to make money.“

Es ist eine Sache, mit dem Produkt kein Geld zu verdienen, aber eine ganz andere, das zentrale Kundenversprechen nicht einhalten zu können.

Doch Tether stellte bald fest, dass es genau denselben Problemen begegnete, die es für alle anderen zu lösen gehofft hatte. „The problem with gold, we realized, is that physical gold is not so easy to buy. We suffered from the same limits that we thought we were solving“, erklärte Sartori.

„*Nothing is so painful to the human mind as a great and sudden change.*“

Mary Wollstonecraft Shelley, Frankenstein

Was wie opportunistischer Einkauf aussah, war Vorpositionierung. Tether akkumuliert Bestände und Infrastruktur, bevor sich die Nachfrage nach tokenisiertem Gold bewegt — nicht danach.

Um diese Einschränkungen zu überwinden – und um sicherzustellen, dass das Unternehmen mit der erforderlichen Geschwindigkeit arbeiten kann –, strebte Tether eine vertikale Integration entlang der gesamten Lieferkette an. Das Ziel war, wie Sartori es ausdrückt, ein ausreichendes Polster zu schaffen, um Zeichnungen zum Spotpreis ohne Gebühren oder logistische Engpässe bedienen zu können. Das bedeutete, Vereinbarungen mit großen Raffinerien zu schließen, Abnahmeverträge mit Produzenten zu sichern und sowohl physisches Gold als

auch Royalties an Minen zu erwerben – und so effektiv eine Lieferkette aufzubauen, die die Emissionen in den kommenden Jahrzehnten sichern sollte.

Dieser Unterschied ist von Bedeutung. Was zunächst wie opportunistischer Einkauf aussah, könnte in Wirklichkeit eine Vorpositionierung widerspiegeln – die schrittweise Anhäufung von Beständen und Infrastruktur im Vorfeld einer potenziellen Verschiebung der Nachfrage nach tokenisiertem Gold.

„*Trees that are slow to grow bear the best fruit.*“

Molière

Ohne solche Reserven, so Sartori, könne ein goldgedeckter Token nicht glaubwürdig skalieren. „Even if you delay by 24 hours, your stablecoin is not backed by real, physical gold... and it will fail our main ideological test.“

Aus dieser Logik folgt ein Modell, das sich deutlich von dem von Paxos unterscheidet und sich in den Investitionen widerspiegelt. Tether hat Positionen in Royalty- und Streaming-Unternehmen eingenommen, darunter vor allem Elemental Royalty, aber auch Gold Royalty, Versamet Royalties und Metalla Royalty. Damit hat sich Tether effektiv in die vorgelagerte Gold-Lieferkette eingebettet.

Darüber hinaus hat das Unternehmen eine Kapitalbeteiligung sowie eine kommerzielle Partnerschaft mit [Gold.com](#) geschlossen, einem großen vertikal integrierten Betreiber, mit dem es den Vertrieb ausbauen möchte.

Treibende Kraft hinter diesem Ansatz – der neben Gold auch Technologie, Bitcoin und Grundstücke umfasst – sind die kumulierten Gewinne von mehr als 30 Mrd. USD, die Tether seit dem Anstieg der Zinssätze im Jahr 2022 erzielt hat.

Eine Schatten-Goldbank?

„*Isn't there likely to be far more pent-up demand for precious metals than for bonds?*“

Louis-Vincent Gave

Für diejenigen, die sich fragen, was Tether letztendlich aufbaut, liegt die Antwort weniger in einem einzelnen Produkt als vielmehr in der Richtung, in die die Entwicklung geht. Das Investitionsmuster deutet auf die Überzeugung hin, dass die Nachfrage nach goldgedeckter Liquidität strukturell eingeschränkt war – durch Marktmechanismen, Zugang und die Reibungsverluste bei der physischen Abwicklung – und nun kurz davorsteht, sich zu befreien.

Tethers Strategie scheint ganz konkret darauf abzielen, dass die nächste Phase der Goldnachfrage nicht allein von traditionellen Investoren getrieben wird, sondern von Akteuren, die außerhalb des Kernsystems des US-Dollars agieren – von solchen, die bereits über Goldbestände verfügen oder Gründe haben, nach Alternativen dazu zu suchen.

In diesem Zusammenhang ist die Tokenisierung weniger eine Neuheit als vielmehr ein Mittel, um die Goldnachfrage zu mobilisieren, die zuvor aus technischen Gründen unterdrückt wurde.

Wie CEO Paolo Arduino angedeutet hat, könnten die offiziellen Nachfragedaten das tatsächliche Ausmaß der Nachfrage unterschätzen, insbesondere in Schwellenländern. „What China and other countries are declaring ... is extremely incorrect“, sagte er gegenüber *The Peg*. „They are buying much more than what they claim they are.“

Hier unterscheiden sich Tethers Ambitionen am deutlichsten von denen Paxos: Während Paxos sein Modell auf regulatorische Integration, Transparenz und institutionelle Akzeptanz ausgerichtet hat, scheint Tether auf Skalierung, Verbreitung und Einfluss auf Systemebene zu setzen. Es gibt nicht nur einen Token aus. Es versucht, die Funktionsweise von Gold innerhalb des Finanzsystems neu zu gestalten.

Diese Unterschiede erstrecken sich auch auf die Verwahrung. So setzt Paxos auf von der LBMA zugelassene Tresore in London, wobei jeder Token mit bestimmten Goldbarren verknüpft ist. Tether hingegen lagert sein Gold hauptsächlich in der Schweiz, und zwar in Einrichtungen, die das Unternehmen direkt kontrolliert. „We believe Switzerland has the best jurisdiction for gold, but also in terms of its legal framework“, sagte Sartori. „We own our own vaults, and we hold the gold there, and it's independently certified by external sources, both on chain and both by independent certifiers on a periodic basis.“

Auf die Frage, ob Tether bereit wäre, einem Großkunden eine persönliche Führung durch den Tresor zu gewähren, sagte Sartori, man habe einen solchen Zugang bereits ermöglicht. Er betonte jedoch, dass der stärkere Beweis in der Möglichkeit der Einlösung des Goldes auf Verlangen liege.

„Allocated or unallocated only matters if it is in somebody else's vault“, argumentierte Sartori und stellte die Verwahrung durch Dritte – selbst innerhalb etablierter Systeme – als vermeidbare Risikoquelle dar. Aus dieser Perspektive betrachtet, nimmt tokenisiertes Gold eine grundlegendere Rolle ein: eine neutrale finanzielle Wertschicht, die außerhalb staatlicher Kontrolle liegt.

„Gold — while it is not perfect — is probably the [asset] that history has proven to be the most trustworthy“, sagte Sartori und verwies auf seine historische Rolle als ultimativer neutraler monetärer Vermögenswert. „We believe it would allow the world to go back to a gold standard without the problems that gold standards had in the past“, fügte er hinzu – nämlich „government intervention, government regulation, or the physical limits of gold.“

In dieser Hinsicht ähnelt Tethers Bestreben, sein Gold in der Schweiz zu halten und es gleichzeitig durch Tokenisierung weltweit mobil zu machen, einer Art „Switzerland of assets“ – einer Rückkehr zur monetären Neutralität, bei der Eigentum von der Gerichtsbarkeit und der Zugang von der Geopolitik entkoppelt ist.

Diese Philosophie erstreckt sich auch auf die Finanzierung. Tether positioniert XAUT bereits als Sicherheit innerhalb eines breiteren Finanzökosystems. „We lend against Tether gold ... we believe that's going to be a very big business“, sagte Sartori und hob das Potenzial von tokenisiertem Gold hervor, Kreditvergabe, Hebelwirkung und Renditegenerierung zu untermauern.

Das daraus resultierende Bild ist daher weniger das einer Rückkehr zum Teilreserve-Bullionbankwesen, sondern vielmehr eine Verlagerung des Risikos. Da sich traditionelle Goldbanken unter der Last der aufsichtsrechtlichen Kapital- und Liquiditätsanforderungen zurückziehen, hat sich eine Lücke bei der Bereitstellung von Goldfinanzierungen, Besicherungen und Market-Making aufgetan. Tether scheint sich darauf zuzubewegen, diesen Raum zu besetzen.

Die Goldstrategie von Tether ist daher weniger eine Produktlinie als vielmehr eine Neugestaltung des Systems – die, falls sie erfolgreich ist, dazu beitragen könnte, dass Gold wieder stärker als weit verbreiteter monetärer Vermögenswert fungiert, anstatt nur als passive Wertanlage.

„Fine gold is recognized when it is tested.“

Leonardo da Vinci

„Gold will be around, gold will be money when the dollar and the euro and the yuan and the ringgit are mere memories.“

Richard Russell

„The times ahead will be radically different from the times we have experienced in our lifetimes, though similar to many times in the past.“

Ray Dalio

Gold wurde im 20. Jahrhundert demonetarisiert. Im 21. Jahrhundert wird es retokenisiert.

Ein Blick in die Zukunft

Man kann jedoch nicht davon ausgehen, dass der Markt dauerhaft ein Duopol bestehend aus Paxos und Tether bleiben wird. Eine Vielzahl von tokenisierten Angeboten mit Goldbezug steht bereits Schlange, um von dem sich wandelnden Umfeld zu profitieren.

Es sind auch nicht nur Krypto-native Unternehmen, die Ansprüche geltend machen. So brachte beispielsweise HSBC, der weltweit größte kommerzielle Goldverwahrer, über seine eigene Orion-Plattform ein tokenisiertes Goldprodukt auf den Markt. Zunächst wurde es im November 2023 nur für institutionelle Kunden angeboten, dann folgte die Freigabe für Privatanleger in Hongkong im März 2024. Bis Ende 2025 erreichte es ein Handelsvolumen von über 1 Mrd. USD bei mehr als 100.000 Transaktionen, was es zum größten Gold-Token für Privatanleger in Asien machte. Im Gegensatz zu Tethers selbstverwaltetem Schweizer Modell oder der regulierten Treuhandstruktur von Paxos repräsentiert HSBC das etablierte Modell einer Edelmetallbank: private Distributed-Ledger-Technologie, eingebettet in die weltweit umfangreichste institutionelle Tresorinfrastruktur, mit Teilbesitzanteilen bis hinunter zu 0,001 Feinunzen – ein Modell, das das Spektrum vom krypto-nativen Disruptor bis zur traditionellen Bank abdeckt.

„Some people want it to happen, some wish it would happen, and others make it happen.“

Michael Jordan

Im März kündigte der World Gold Council eine Initiative an, die er als „a pioneering initiative to build new market infrastructure designed to unlock the next era of digital gold's development“ bezeichnete. Im Mittelpunkt dieser Bemühungen steht ein Konzept namens „Gold as a Service“ – im Grunde eine offene Plattform, die die physischen Aspekte der Goldverwahrung mit den digitalen Systemen verbinden soll, die zur Ausgabe und Verwaltung goldgedeckter Produkte verwendet werden. Das Ziel besteht darin, gemeinsame grundlegende Strukturen aufzubauen, die einen einheitlichen Standard für Verwahrung, Abstimmung, Compliance, Ausgabe und Rücknahme umfassen.

„An army of a million men can be stopped, but nothing can stop an idea whose time has come.“

Victor Hugo

Im Kern läuft dies auf den Versuch hinaus, die Clearing-Mechanismen hinter dem LBMA-System zu modernisieren und sie für ein Zeitalter der Tokenisierung fit zu machen. Während Tether eine vertikal integrierte Schatten-Goldbank aufbaut und Paxos regulierte *Infrastructure-as-a-Service* anbietet, schlägt das WGC etwas vor, das eher einem öffentlichen Versorgungsunternehmen ähnelt – eine gemeinsame Ebene, auf der mehrere Emittenten nach einheitlichen Standards agieren können. Die Tatsache, dass alle drei Modelle gleichzeitig voranschreiten, deutet darauf hin, dass der Markt nicht nur eine kommerzielle Chance sieht, sondern auch eine strukturelle Lücke, die geschlossen werden muss.

„Trust is the glue of life. It is the foundational principle that holds all relationships.“

Stephen Covey

Diese Lücke ist nicht nur technologischer Natur, sondern auch monetärer. Während eines Großteils des vergangenen Jahrhunderts wurde Gold nach und nach seiner Transaktionseigenschaften beraubt – es wurde demonetarisiert, in Tresoren eingeschlossen und auf eine passive Wertanlage reduziert. Was die Tokenisierung nun ermöglicht – vielleicht zum ersten Mal seit dem Zusammenbruch von Bretton Woods – ist die teilweise Umkehrung dieses Trends: Gold kann wieder grenzüberschreitend zirkulieren und als Sicherheit dienen.

Allerdings sind sich nicht alle darüber einig, womit diese Lücke gefüllt werden sollte. In ihrem Jahresbericht für 2025 legte die BIZ eine ehrgeizige, konkurrierende Vision dar: ein „next-generation monetary and financial system“, das auf einem einheitlichen Hauptbuch basiert, in dem tokenisierte Zentralbankreserven, tokenisiertes

Geschäftsbankgeld und tokenisierte Staatsanleihen zusammengefasst sind. Die BIZ prüfte Stablecoins ausdrücklich anhand ihrer drei Kriterien für solides Geld – Einheitlichkeit, Elastizität und Integrität – und befand sie als „*mainstay of the monetary system*“ für unzureichend. Die Schlussfolgerung war klar: Tokenisierung, ja, aber mit den Zentralbanken fest im Zentrum. Doch diese Vision birgt ihre eigenen Widersprüche. Ein an staatliches Geld verankertes System erbt genau jene Schwachstellen – politische Vereinnahmung, fiskalische Verschwendung, Entwertungsrisiko –, die die Nachfrage nach Gold überhaupt erst antreiben. Während die BIZ die gegenwärtige Währungsordnung digitalisieren will, versuchen Tether und seine Konkurrenten, eine Ordnung aus der Zeit vor Bretton Woods zu digitalisieren. Welche Architektur sich durchsetzen wird, hängt letztlich weniger von technologischer Eleganz ab als von der Frage, die die Währungsgeschichte seit der Bank von Amsterdam beschäftigt: **Wem vertraut man bei der Verwaltung der Reserven?**

Die sich abzeichnende Realität ist, dass „Back to the Monetary Future“ mehr als nur eine humorvolle Anspielung ist. Es erfasst ein strukturelles Paradoxon, das hier am Werk ist. Die Finanztechnologie der 2020er-Jahre wird nicht eingesetzt, um eine neue Form des Geldes zu erfinden, sondern um die älteste wiederherzustellen. Blockchain-Schienen, kryptografische Reservenachweise und programmierbare Abwicklung lösen Probleme, mit denen Goldschmiede, Bürgermeister und Edelmetallbanken jahrhundertlang zu kämpfen hatten: Wie lässt sich ein Anspruch auf physisches Metall glaubwürdig, übertragbar und liquide gestalten, ohne den Barren jemals zu bewegen?

Ob es sich nun um Tether handelt, das eine globale Lieferkette aus Schweizer Tresoren und Schürfrechten aufbaut, um Paxos, das jeden Token mit einem serialisierten Londoner Barren verknüpft, oder um den WGC, der eine gemeinsame Infrastruktur für die nächste Generation von Emittenten schafft – die Richtung ist immer dieselbe. Gold wird nicht digitalisiert, um das bestehende Währungssystem zu überwinden. Es wird digitalisiert, um wieder in dieses einzutreten.

Es bedarf vielleicht keines neuen Bretton-Woods-Moments, um die von Befürwortern solider Währungen seit langem erwartete Remonetarisierung von Gold einzuleiten. Stattdessen könnte sie sich so entwickeln, wie es in der Frühgeschichte der Fall war – nicht per Dekret, sondern durch schrittweise Einführung, während sich Gesellschaften eher aus eigener Entscheidung als durch Planung auf einen vertrauenswürdigen Wertspeicher einigen. **Die Zukunft des Goldes, so zeigt sich, sieht der Vergangenheit somit sehr ähnlich.** ■

Wie lässt sich ein Anspruch auf physisches Metall glaubwürdig, übertragbar und liquide gestalten, ohne den Barren jemals zu bewegen?
Diese Frage ist Jahrhunderte alt.
Die Antwort ist neu.

” *Put not your trust in money, but put your money in trust.*

Oliver Wendell Holmes

” *To know the road ahead, ask those coming back.*

Chinesisches Sprichwort



Juan Sartori ist ein weltweit tätiger Geschäftsmann und Investor mit den Schwerpunkten digitale Finanzdienstleistungen, strategische Investitionen und Schwellenmärkte. Derzeit ist er als Leiter für Sonderprojekte bei Tether tätig. Gleichzeitig ist er Vorsitzender und Gründer der Union Group International Holdings, einer 2007 gegründeten privaten Investment- und Private-Equity-Gesellschaft mit einem breit gefächerten Portfolio in ganz Lateinamerika. Herr Sartori war nicht-geschäftsführender Vorsitzender der Union Acquisition Corp. II (2018–2021) und Vorsitzender der Union Acquisition Corp. (2017–2019). Zudem ist er geschäftsführender Vorsitzender von Adecoagro S.A. und Elemental Royalties Corp. Über das Geschäftsleben hinaus engagiert er sich in der internationalen Sportführung als Miteigentümer des Sunderland A.F.C., Vizepräsident des AS Monaco Football Clubs sowie als Vorstandsmitglied sowohl der European Club Association als auch der französischen Ligue de Football Professionnel (LFP). Seine unternehmerische Laufbahn begann er 2002 mit der Gründung der Union Capital Group. Später verkaufte er 2008 die Mehrheitsanteile an dem Unternehmen. Im öffentlichen Dienst war er von 2020 bis 2025 als Senator im uruguayischen Parlament tätig. Herr Sartori hat einen Bachelor-Abschluss in Betriebswirtschaft und Volkswirtschaft von der École des Hautes Études Commerciales de Lausanne.

Interview mit Juan Sartori

Tether baut ein goldgedecktes öffentliches Gut auf, sagt Juan Sartori, Leiter für Sonderprojekte

Izabella Kaminska: *Thank you for joining me. Well, I have to start with the obvious question: what was Tether's logic for launching both a gold stablecoin and a gold strategy? I know the gold stablecoin launched in 2019, which predates your time at the company. When did you arrive?*

Juan Sartori: It was around two years ago. To understand why we launched Tether gold as a company and why we're making a stronger push into it today – it is important to understand the philosophy and ideology of this company. Its main objective is really to provide a financial solution for most people in collapsing financial systems.

Today, we have 530mn people using USDT, our stablecoin, around the world. It is mainly geared towards emerging markets where their local financial systems have collapsed. We provide a solution for millions of people to continue operating [in that context], whether it's protecting their money, making payments, or using their money in a collapsing financial environment.

What we see, and maybe it's a little bit pessimistic, is that this contagion of failing financial systems is getting more and more global, with less and less trust in the fiat system, in the government systems, and almost a whole generation growing and wanting to be independent from any system whatsoever, whether peer-to-peer, directly storing their own currency, being able to make transactions, being able to pay, without banking fees, or any banking involvement into their private lives. All of that went into what is today the big reality: that stablecoins are widely used around the world as one of the most trusted ways for people to operate financial payments.

We see ourselves as a company that needs to provide a stable alternative system for these people so that they can operate within this new way of thinking or necessity.

Now, the only fiat currency that really is global is the US dollar. That's why we have a stablecoin based on the US dollar: because people want to use stable US dollars. As such, we have become a distributor of US dollars into emerging markets, and places where distribution just doesn't work.

Normal US dollars flow through banking. But banks fail, etc. Tether is a technological solution that offers people a way to access US dollars regardless.

If we look a little bit further and ask, could there be a system that allows people to do all of these same things without depending on any single currency or single government or single legacy fiat system? Well, we believe there are several assets that fit that bill. Gold – while it is not perfect – is probably the one that history has proven to be the most trustworthy. It's been 1000s of years that people have trusted gold in order to keep their money safe and make their payments operational.

Gold is the only one that is globally and culturally accepted in terms of its value, but it's also the one that's had many limitations as a global payment system or currency, whether it's for institutions, central banks or individuals.

First, it is difficult to carry – it's difficult to go around with gold coins. Second, it's also difficult to break apart.

We analyzed all of the characteristics that made stablecoins successful, and applied them to gold –and realized they replace the limits that gold historically had. This is why we decided to launch a stablecoin based on gold.

It's the second only stablecoin that the company operates, so it's really important and strategic, not least because it allows people to hold gold without counterparty risk. They can also use it to pay in their daily life, to store money in the same way they use USDT, but also in something that, in a different world, can even become "the standard".

„It was not speculation.
It was not a trade. It
is strategic reserve
construction.

Juan Sartori

We believe it would allow the world to go back to a gold standard without the problems that gold standards had in the past, which were mainly government intervention, government regulation, or the physical limits of gold.

This is why we thought it was a great idea and a great product to launch into the world: it would allow our approach to contribute to what a future financial system looks like.

Kaminska: *And what about the gold you are buying beyond the stablecoin?*

Sartori: The problem with gold, we realized, is that physical gold is not so easy to buy. We suffered from the same limits that we thought we were solving. We ended up thinking that we want this gold to be owned physically. Second, we want it to be owned without counterparty risk: not in a bank, not in an insurance company, not in any place that can fail as a counterparty and then lock up access to your gold. So we basically decided we would have to build our own storage facility where all of this physical gold can go.

We also decided to build our own sourcing supply chain structures that don't depend on historical limits. This is because in the digital world, it's possible to suddenly have billions of US dollars of subscriptions into the gold token in one day. But if you turn around and you need to buy billions of US dollars of physical gold overnight, it's almost impossible. There are limits in logistics in the system, or you are forced to buy it very expensively, which then translates to people and makes the system inefficient.

So we decided that we needed to build a whole gold system that is our own, so that it can successfully support a gold stablecoin. The aim is to have a cushion to meet subscriptions at spot price, without fees, in a way that doesn't encounter storage problems.

Kaminska: *So when lots of people were speculating: "Why are they buying all this gold? What's the reason?" It turns out that the key reason was to avoid slippage?*

Sartori: Yes, it was not speculation. It was not a trade. It is really a strategic reserve construction in order to support a successful global stablecoin; without that, it would be very difficult to cope, because even if you delay by 24 hours, your stablecoin is not backed by real, physical gold for 24 hours. This means it will fail our main ideological test. For us, it's essential to have an absolute claim to the gold every single time and for it to be fully backed. And the credibility of that backing is what makes a successful stablecoin. As a result, we decided – in advance – that it would make sense to hold gold on the company's balance sheet in order to be able to provide it to the world without execution risk.

Also, we decided that this product would have zero fees. Today, you can access gold through ETFs. They also offer a claim over physical [gold] but they come with counterparty risks, and it probably costs 30–40 basis points a year. We decided that, because both the storage in our own vaults and the technology that makes it global is actually relatively cheap, we can create a stablecoin without any fees whatsoever. This way, people – for the first time – will be able to buy gold at spot price, without commissions, store it without any commissions, and use it to pay or transfer without any commissions or fees.

Kaminska: *The logical next question, then, is how do you make money? Through creations and redemptions?*

Sartori: Yes, subscriptions and redemptions have a small fee. Exactly. It's minimal. In reality, we don't intend to make a lot of money out of this product. We want to create an ecosystem. We want to create a solution for 500mn people in the future. And in the future, when we are servicing a community like that, there will be other services we can propose in order to make money.

But the objective is not to design a product to make money. It is to design a product for success that provides a solution around the world, and that is going to grow, and that's going to create opportunities. We can lend against that gold and make money with the interest. We can provide services to people who hold that gold. USDT is a good example. Today, interest rates are high, and we make money on the differential. But for many years, interest rates were zero or negative, and it would have been the same question.

We built the product for the world before it was a business, actually. The business is circumstantial. Right now, interest rates are on the right side of that trade. So in gold, we think the same. We think that by holding a physical dependent reserve of gold, we're going to be a very valuable part of the future financial system, and that this gold token is going to start replacing other instruments. Whether it's for investment purposes or for other

purposes. Today, if you own an ETF, you would much rather own Tether gold: same exposure, more direct, and fewer fees. And, very importantly, it trades 24 hours, seven days a week.

If you want to trade gold today, it closes on a Friday, opens on a Monday. We saw it now when gold broke USD 5,000 for the first time, it was during the weekend in Tether gold, and then on a Monday, it opened above USD 5,000 in traditional financial markets. So we already see that we are filling a gap by making gold a 24-hour real-time trading system, the same way that bitcoin has traded forever, but not equities or bonds, etc.

So that also has a use for a lot of people who need to operate with gold during the weekend.

But – because we suspected that demand could get significant very quickly – we didn't want to push the product until we had created a system that can cope with the demand. That's why, despite launching several years ago, we've not really been promoting it until now. This was to be 100% sure that we can cope with the growth. And building a physical system that can cope is not easy.

That's why we had to make agreements with the biggest refiners in the world. We needed to make off-take agreements with the biggest producers. We needed to even buy royalties in mines so that for the next 20–30 years, we are receiving gold into our reserves. We had to build all of that to reduce the risk to almost zero.

Kaminska: *The gold stablecoin currently represents a fraction of your US dollar business, so what are you aiming for? Do you think it will eventually outgrow the US dollar business? What's your projection in terms of growth?*

Sartori: It depends on your view of it and what happens to the world. Obviously, the more the world breaks down, the bigger the shift into this kind of alternative solution will be. We've seen this very clearly with USDT in emerging markets. In financial systems in places like Europe, where things work well, people don't really need stablecoins. Emerging markets, where banks fail and inflation eats all your local currency, money: stablecoins are very widespread. Gold investment products represent around USD 300bn out there right now, and Tether gold is a better solution for these kind of people, purely as a replacement of an investment product. When it comes to stablecoin use or transactions around the world, just stablecoins on the US dollar represent around USD 250bn. What if tomorrow a portion of that starts shifting into gold-backed payments, stablecoins, international flows? The liquidity of gold is roughly USD 300bn per day.

So if a big portion of those flows start being done through a gold-backed stable coin, rather than physical, which is cheaper, faster, easier, from our point of view, it could be another area of growth.

You know, we were very surprised that USDT didn't grow in its first few years, and it was very difficult for us. But then we were just as surprised when suddenly the world found a use for it, and the growth became exponential and beyond anything we had imagined. We built the best possible product. It is out there, and I think people, institutions, the world, will see how fast it can be used and for what purposes. Definitely, there's a lot of education needed on why gold is a better asset.

Kaminska: *You're not the only player. Paxos has its own gold offering. How do you differentiate from them? They would say they are better regulated, offer allocated gold and that their gold is in LBMA vaults.*

Sartori: We don't mind competition. We think it is good. The more financial solutions that are out there for people, the better. The more they can compare it. We are just very good at what we do. That's why we are the biggest stablecoin company out there in a competitive market. There are now hundreds of stablecoins out there, and we have succeeded in making the most successful one because of the best technology, the best distribution, but also the best system behind it. I think gold is going to be the same. I don't think today many companies have the capacity to match the system that we have built.

„Gold breaks USD 5,000 first in Tether Gold, then on Monday in traditional financial markets. We are filling a gap by making gold a 24-hour real-time trading system.

Juan Sartori

We own today, USD 25bn of gold, which is ready to be shifted into our product. If suddenly an exponential demand comes to a lot of this industry, I don't think they will have the balance sheet, the capacity, or the structure that we have built. We think that's an advantage. The characteristics of the product: being absolutely transparent, zero fees, connecting into a network of 500mn pre-existing users of our own stablecoin – all that is going to be an advantage. There are also other products that are very high quality and will do very well: a rising tide lifts all boats. But rather than focusing on the differences with the other ones, we are building it in the way that we believe is the best for our clients.

Kaminska: *So my understanding is that you hold the gold in Switzerland, right? Can you tell me more about how it is stored, as there are always concerns in the gold community about transparency? Even GLD has had to address concerns about whether the gold is really there.*

Sartori: Crypto people and gold people are very similar on that point. They are paranoid, and they are right to be so. That's why they're looking for these assets in the first place. We believe Switzerland has the best jurisdiction for gold, not only historically, but also in terms of its legal framework. That's why all of the gold, some 70% of the gold on the planet, goes into Switzerland to be refined, and from there it goes back all over the world. Everything protects gold there. Ownership, it simplifies gold storage, it simplifies gold transfers, and we believe it's the right place. After having analyzed every single jurisdiction around the world, we decided it was the best one.

„Allocated or unallocated only matters if it is in somebody else's vault.

Juan Sartori

Imagine that our product is fully redeemable in gold every single day, with no restrictions. People can go into our location, click a button, and receive the gold. And some people have done it to try to test the system precisely because they are paranoid, and want to make sure of that. So we store it there in Switzerland, in our own location. It is available and redeemable every single day, without restrictions.

Kaminska: *Is that in allocated or unallocated form?*

Sartori: Well, it makes no difference, because we don't have that counterparty risk. Allocated or unallocated only matters if it is in somebody else's vault. That's the problem of many products. If I have it "allocated" in Lloyds or in local London, I still have a counterparty risk of whichever bank holds that gold. In our opinion, that's a problem. Most of the other products have "allocated or unallocated." For us, that is still at a counterparty risk that is unacceptable to take.

Kaminska: *And this is because the vaults are yours, that's the real differentiation?*

Sartori: We own our own vaults, and we hold the gold there, and it's independently certified by external sources, both on chain and both by independent certifiers on a periodic basis. So we publish today, monthly attestations, quarterly attestations

by international auditors, and that's the way we give transparency to the reserves. Because we are also paranoid, we believe that whether it's "allocated" or "unallocated" – that is just what it says on a piece of paper. You never see the gold, and it's in third-party locations. That means it's something that probably doesn't have the backing. If you look today at the quantity of exposure of financial gold, and how much gold is supposed to be in reserves, allocated and unallocated, how much is really there, nobody knows. The reality is, nobody really knows. So we feel more comfortable knowing we have it.

Kaminska: *Would you be willing, if a big customer came along, to give them a personal tour of the vault?*

Juan Sartori: [Nods]

Kaminska: *So yes.*

Juan Sartori: But even better than a tour, they can redeem it any day. They will see their own gold and get their own gold before they even get to the door. So that guarantee of absolute liquidity and redeemability *in physical*, because if it's not in physical, you never really know if you're going to get it, is the biggest guarantee. But at the same time, we're fully transparent. Obviously, we cannot get a million visitors there for security reasons, although some people have come, that's why independent certification is usually the best, most widely accepted way of guaranteeing and making the reserves transparent.

Kaminska: *The gold is also backing to a certain degree your US dollar stablecoin. How come? Why is gold good for backing the US dollar?*

Sartori: Well, I can give you an economic answer, or a numerical one. We believe in creating a stable currency that can really cope with hiccups in the financial system. And basically, we believe that the best ultimate reserve assets are a mix of Treasury bills and US dollars, and also some real asset that can also reflect better the inflation risk. Treasury bills have a big hidden risk: that is inflation. You may think you have more money, but actually you have less. So gold is an asset that compensates for that risk, and hedges and diversifies a bit the US dollar risk. Actually, it makes it stronger. And also we have a large amount of excess reserves. At some point, we had up to USD 20–30bn of excess reserves, basically the quantity of assets that back the quantity of liabilities. Today that's about USD 185bn, which puts us in a very different situation to banks. When you put your US dollar in a bank, usually they have less than 5% reserves. They lend it out, and most of your money goes out, and they only keep 5%.

Well, compared to that, you put your money in a stablecoin, you get 120–130% of assets backing that US dollar.

Kaminska: *And who is your target customer? What demographic are you targeting? Retail users, or also institutional investors and central banks?*

Sartori: First, we provide the product to whoever wants to use it. We just make sure that it's a good currency, a good product. The usage is really a mix of institutional people who want to hold gold, and they buy it in order to hold gold, and industrial customers. There's traders using it for hedging, there's producers using it for working capital or transfers, and then there is the retail component, who are people who just want to use it for payments, transferring money in the same way they use the US dollar stablecoin. So it's really a mix of everything. Today, we have reached USD 3.6bn in assets, but we are still growing. The product grew by almost USD 1bn in the last 45 days. So it's really just now going through the exponential phase, reaching the masses around the world and targeting every single niche where this product disrupts the way things are usually happening a bit.

Kaminska: *Do you think that growth is linked to geopolitical uncertainty?*

Sartori: Yes, but not only. First of all, the product was only really been listed on most exchanges for the last three months. Before that, we were afraid if we listed everywhere, there would be too much growth, and the system needed to be solid. But definitely, the demand for gold in the context of geopolitical risk has always historically been a factor. There are more people wanting to hold gold right now that the environment is more uncertain than one year ago. Not only for geopolitical reasons, but also economic. The more people are afraid of inflation, the more people are afraid of US dollar risk, the more they want to hold gold. It just happens that today, if you look at it, and that's why education is important, buying Tether gold is probably the most efficient way of doing it.

Kaminska: *And what is the total amount of gold that you now have?*

Sartori: We publish our reserves every three months. So it's going to come out in one week. But we own approximately USD 25bn of gold. In size that's around 150 t of gold.

Kaminska: *How has the market responded to the sudden arrival of Tether in their patch? Jefferies put out a note last year implying you may have been responsible for triggering the bull run? Do you think that's fair?*

Sartori: I think in one year we probably became one of the biggest players in the gold market in all its aspects. Probably today, Tether is the biggest private reserve of physical gold in the world; one of the biggest buyers; one of the biggest investors in the gold production chain, because we do off-takes, we do financing, we do prepayments, we do royalties. We acquired a royalty company

that is becoming one of the biggest in the sector. So, definitely, in a gold sector that is pretty traditional, we have become a very significant player. I think a player who will also expand the market beyond its traditional perimeter. This is because if we are able to allow every single person around the world to buy USD 100 of gold as easily as going into a wallet and pressing a button — the same way they buy any other digital assets — then there's a demand that, for sure, is not there today.

„Today, Tether is probably the biggest private reserve of physical gold in the world.

Juan Sartori

Looking ahead, I think, for those who want widespread adoption of gold, who are facing quite a lot of traditional limits, we are really making a service to make gold as global as it should have been in the past, but couldn't be until this technological solution arrived. The idea is to have an integrated gold system that goes from origination, storage, lending, and digitalization, in order to be distributed around the world. And that, I think, has been a shock for the gold market because we've been able to do things that they always dreamed of doing, but never did, in a very short period of time.

Kaminska: *And is that down to your influence? Are you the brainchild of Tether's gold strategy?*

Sartori: The brainchild of this company is, well, we have a founder and chairman of this company who has a very clear, ideological and economical view of the world, who is the driving force of all of these strategic initiatives. And that is Giancarlo [Devasini]. And at the same time, we have Paolo [Ardoino], who is our CEO, who is a technological genius, who has created the biggest technological distribution system in financial markets in the world in the last 10 years. So really, we have two founder individuals in this company, who continue disrupting the way financial markets work, and who have a very clear vision of what they want to create: a stable company that is a stable system that provides all of these products for hundreds of millions of people. They think about it, they validate it, they decide to go for it, and they provide all of the resources for this to happen. Tether is a very small company in terms of the quantity of people it employs. So it's very, very concentrated in the brains of the company, who have had so far an incredible vision of where it should go and what they have created.

Kaminska: *What appealed to you in terms of coming on board?*

Sartori: The capacity of this company to really disrupt and generate the products that solve the financial needs of hundreds of millions of people, especially in emerging markets. I'm from Uruguay. It may be difficult to understand from a United States or from the European perspective, how this company is really providing a way for people to have livelihoods all over the world when they need to operate in a certain environment where people are facing bad governments or banks are confiscating their money, through inflation, through regulation, through incapacity to provide a good backbone for their financial needs. So it's really a company changing the world and all the industry. And that's what's the most appealing, even in gold, and maybe that's what is most surprising for most people. That with our mix of resources, and vision of what's going to happen in technology, we can generate real stability, on a big scale, in a lot of pockets around the world.

Kaminska: *One of the big questions in the industry last year was why did you decide to buy royalty companies since they pay out in cash. What was the logic? Why royalty companies?*

Sartori: What you say is precisely the opportunity. It doesn't make any sense that a gold royalty company sends cash to a mine for them to pay in cash to get gold out of the ground, to then transform it into cash, to pay royalties in cash.

We would like to get physical gold out of the royalties. We believe that royalty companies should pay dividends, not in cash, but in gold. Investors want gold, not cash, and all of that was administratively and physically challenging before. But now with Tether gold it is possible to achieve this seamlessly. The intent is for companies to pay royalties in Tether gold. We already announced that our royalty company will pay dividends in Tether gold, so we'll be able to finally "goldify" or go to a gold standard through technology in Tether gold in a way that solves this inefficiency. The gold industry should not operate in anything other than gold. We also never liked that gold companies hold cash on their balance sheet. They should hold gold, especially if it is to pay distributions to shareholders: it should be in gold, not in cash. So that's also precisely part of our vision: to change the way things are being done.

Kaminska: *It was reported that you hired a professional team of traders. That implies you won't be running a passive strategy. What will they be doing? And are you also looking at trading or tokenizing other precious metals, or other commodities?*

Sartori: First, we like gold because of its global monetary characteristics. Anything else is not gold, whether it's lead or iron or platinum or silver. It is just not gold. Gold is the most liquid asset

out there. It is the only one that really has been used and can be used as large scale central bank reserves and a payment system. So we believe in gold really as a superior asset with those characteristics. Sure, you may make money with some other metals, but most of them also have big industrial markets and industrial demand. They are less of a pure financial asset, in our opinion. They are less liquid. They are small. Silver takes 50 times more volume than gold, so even that characteristic doesn't make it a high-quality payment for storing of wealth in the system. We focus on gold because, just as we think there's almost no challenger as a global currency to the US dollar, there is no challenger metal that can be global like gold.

” The gold industry should not operate in anything other than gold. Companies should not hold cash on their balance sheets – they should hold gold.

Juan Sartori

In terms of the know-how, obviously, we are trying to acquire the best know-how in the world for managing all aspects of our gold exposure, whether it's the buying, storing, the technological aspect of it, the royalties, the validating of geological models. Gold remains a physical commodity that needs very strong know-how in all aspects of the chain. So although we are very good in technology, we must also incorporate the best know-how in trading, in financing, in lending, in mines, in everything.

Kaminska: *Many bullion banks have been withdrawing from the LBMA system because of the regulatory expense. Does that create an opportunity for a company like Tether? Are you gearing up to be a shadow bullion bank in that sense?*

Sartori: We lend against Tether gold, and we believe that's going to be a very big business, because it also solves a need. Today, if you want to hold gold, you hold it physical, but nobody will lend against gold that is in your garden or under your mattress. And now, if you hold Tether gold, you'll actually be able to lever it, loan against it in a very simple way, and we're going to provide for that. Also, there's a huge amount of staking protocols that are being created, not by us, but by the eco-system that will allow people to get some yield on that gold. So definitely there will

be a bigger financial system created around gold, because Tether gold is a superior way of lending, getting it as a guarantee, putting it out as collateral. So we expect that to happen, and we want to generate the conditions for it to be a business. Today, you can probably borrow funds against Tether gold at cheaper rates than you would be able to borrow from a bank or against an ETF simply because there are fewer fees, there is less friction, and it's easier to trade. We think that will put us also in the middle of a very important financial system in gold.

Kaminska: *Is there anything else that you think is important to communicate to the readers of the in gold we trust report?*

Sartori: Gold lovers understand all the reasons why we want to buy gold. We believe that the geopolitical and economical environment is at a tipping point. Things are happening now. Many people have been waiting for a long time for this to happen. But also, the technological evolution of being able to give gold a digital direct link, distribution and transparency is why now it's possible that gold really goes global in a way that was not possible before. And central banks may have ways to diversify into gold, and they are doing it. They're already shifting into gold versus Treasury bills, but people around the world didn't really have a good solution, and now they have it. So with Tether gold, we think we can take global what was until today a niche of very informed people and very financially sophisticated people who are holding gold. Now we can extend that to the masses, and to the whole world. And by doing so, I think, we will recreate the gold standard, which was lost 100 of years ago, something that many people regret.

Kaminska: *So this is really a private-sector-led initiative to recreate the gold standard?*

Sartori: It's not so much a private sector initiative. I think it's really a movement because this technology is not restricted. People will be able to use gold in an open source way, without any restriction.

It's almost a peer-to-peer, generational or community revolution to put gold into everybody's pockets and make it global. We don't see us as leading it. We see it as providing the technology to the system for it to grow organically around the world.

Kaminska: *So the demand was always there, in your opinion. It's just that there were access constraints before. Your policy is to break those constraints?*

Sartori: Yeah, and provide a global gold-backed currency to the world in a way that it fits with what a currency is, so it can be used without restrictions.

I think, and I say it in a humble way ... I think that a gold product with these characteristics has never had a company like Tether behind it, which is in a unique position to make it happen, because of the company that it is. It's already global. It's already a standard in a global currency. It has one of the biggest balance sheets, it is one of the most profitable, it can put maximum resources behind a token, it has the highest level of technology, and the willingness to do it. It also takes a company like Tether in order to be able to take a product like this, and make it a success.

Kaminska: *The last company that got traction in the monetary gold space was e-gold, but it was shut down because of regulatory and compliance failures tied to money laundering controls. Paolo is usually keen to stress that Tether is fully compliant these days and works with scores of enforcement authorities. Does that make a difference?*

Sartori: One of the biggest advantages is that this is not a startup product. It's already a company that is regulated at the highest level, which complies with every single enforcement regulatory agency around the world on, when it comes to USDT, about USD 60bn of volume per day, and which complies with all. Right now, we've been commended by most of the regulatory agencies as one of the most helpful companies to combat money laundering and illegal activities, with the possibility of controlling that system from that perspective.

„With Tether Gold, we will recreate the gold standard that was lost decades ago.

Juan Sartori

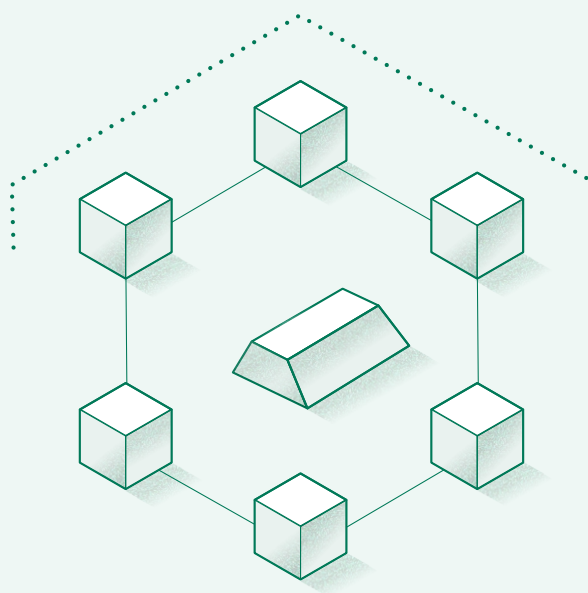
So this is a product that is born with all of the same regulatory advantages and regulatory connections that USDT and Tether already have. That point is an advantage.

Kaminska: *Do you think central banks will ever look to gold tokenization?*

Sartori: 100%, they will. They're already looking at it. There are many jurisdictions around the world that are changing the central bank reserve regulations in order to be able to hold gold in a digital form. In the end, they just own gold because they own the physical gold. It's just that instead of having a contract with UBS, they hold it in a blockchain based, digital contract, directly in a reserve, right? So it's actually superior, from a legal claim point of view, in our opinion. That needs a lot of adaptation, but that is happening.

In a lot of emerging markets, people say, “We don’t have a currency, so let’s dollarize,” like Ecuador. But people now are also thinking we can launch a local currency, but it will be backed by gold reserves, and in that way be a bit more independent.

Kaminska: *With that, I’m afraid we’ve run out of time. Thank you very much.*





GOLDFOKUSIERT. WACHSTUMSORIENTIERT. GLOBAL DIVERSIFIZIERT.

- ▶ Dividendenausschüttung wahlweise in bar oder in Tether Gold (XAU₮)
- ▶ Überdurchschnittliches Wachstumspotenzial durch organische Entwicklung eines Portfolios mit über 200 Assets
- ▶ Erfahrenes team mit nachweislichen Erfolgsbilanz bei wertsteigernden Akquisitionen

Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold



Key Takeaways

- Gold ist in westlichen Portfolios trotz starker langfristiger Performance und gut dokumentierter Diversifikationseigenschaften nach wie vor strukturell unterallokiert, während Anleihen weiterhin die Portfoliokonstruktion dominieren.
- Anleiheorientierte Portfolios waren eine rationale Reaktion auf die jahrzehntelange Disinflation und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, während derer das traditionelle 60/40-Portfolio zufriedenstellende Ergebnisse lieferte.
- Das Verhalten von Portfolios passt sich langsamer an als makroökonomische Systeme, sodass veraltete, auf Anleihen basierende Heuristiken auch nach dem Ende der Great Moderation fortbestehen.
- Obwohl Gold immer noch auf verhaltensbedingte und institutionelle Widerstände stößt, deuten die sich abzeichnenden Veränderungen in den Portfolio-Narrativen darauf hin, dass Gold seinen Status als reines Contrarian-Investment verloren haben dürfte.

Wann immer man sich auf der Seite der Mehrheit wiederfindet, ist es an der Zeit, innezuhalten und zu reflektieren.

Mark Twain

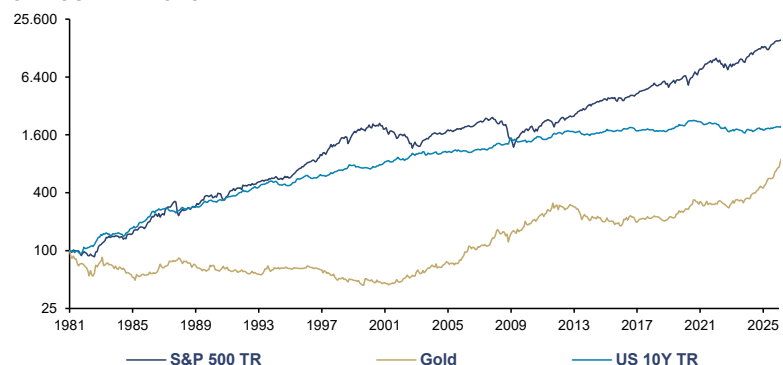
Das Gold-Paradoxon

„Wir sind mit großen Verteidigern gesegnet. Es wäre schön, wenn wir diesen Luxus auch im Sturm hätten.“

Ronald Koeman

Gold hat sich wiederholt als ausgezeichneter Vermögenswert erwiesen, um sowohl Vermögen zu schaffen, als auch zu erhalten. Das gelbe Metall hat seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971 beträchtliche Renditen erwirtschaftet, und zwar bis Ende 2025 auf USD-Basis von 9,4 % pro Jahr (CAGR). Gold ist in der Regel nur schwach mit anderen wichtigen Anlageklassen korreliert, was es zu einem effektiven Portfoliodiversifizierer macht. Es birgt kein Kontrahentenrisiko, kein Währungsrisiko und ist geopolitisch neutral. Außerdem ist Gold ein über Jahrtausende hinweg in allen Ländern und Zivilisationen anerkannter Vermögenswert. **Der In Gold We Trust-Report 2025 „The Big Long“ bezeichnet Gold als den Ronald Koeman unter den Finanzanlagen.**

S&P 500 TR, Gold und US 10Y TR (log), in USD, 100 = 31/12/1980, 01/1981–12/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

„In truth, the gold standard is already a barbarous relic.“

John Maynard Keynes

Trotz dieser gut dokumentierten Eigenschaften wird Gold nach wie vor mit einer bemerkenswert hartnäckigen Reihe von Einwänden belastet. Einer der häufigsten ist, dass Gold unproduktiv ist, weil es keine Zinsen zahlt oder Cashflows generiert, ein Argument, das implizit die Generierung von laufenden Einnahmen in Form von Dividenden oder Zinsen als einziges Definitionskriterium für die Qualität einer Investition betrachtet. Gold wird oft als übermäßig volatil oder spekulativ dargestellt, obwohl es

in der Vergangenheit nur eine geringe Volatilität aufwies und in Stressphasen eine gute Performance zeigte. Ein dritter Einwand besagt, dass Gold nur in Krisenzeiten von Bedeutung ist, was impliziert, dass es unter normalen ökonomischen Bedingungen kaum eine Rolle spielt und daher keine strukturelle Allokation verdient. Schließlich wird Gold oft als irrelevant in modernen Finanzsystemen beschrieben, als ein so genanntes „barbarisches Relikt“ in einer Welt der Fiat-Währungen und einer ausgeklügelten Geldpolitik.

Die Hartnäckigkeit, mit der sich diese Argumente bis heute halten, ist etwas verwunderlich. Das Kapitel „Häufige Argumente, Mythen und Kritikpunkte rund um Gold“ des *In Gold We Trust*-Reports 2009 befasste sich systematisch mit den häufigsten Mythen und Kritikpunkten über Gold. Die Tatsache, dass dieselben Einwände mehr als ein Jahrzehnt später immer noch die Portfolioentscheidungen bestimmen, deutet darauf hin, dass die Marginalisierung von Gold nicht einfach durch einen Mangel an Daten oder eine Fehlinterpretation der Analyse erklärt werden kann.

Angesichts dieser substanziellen empirischen Unterstützung erscheint es rätselhaft, dass Gold von Portfoliomanagern systematisch ignoriert wird. In seiner Analyse „*The Use of Gold in Institutional Portfolios*“ aus dem Jahr 2022 dokumentierte das World Gold Council, dass die Goldallokationen institutioneller Anleger in der Regel bescheiden blieben. Und auch einige Jahre später gibt es kaum Anzeichen für einen strukturellen Wandel. Der „*UBS Global Family Office Report 2025*“ zeigt, dass Gold und Edelmetalle im Allgemeinen nach wie vor eine vernachlässigbare Portfolioallokation von durchschnittlich 2 % haben. Dem „*Global Family Office Report 2026*“ von J.P. Morgan zufolge sind 72 % der weltweiten Family Offices überhaupt nicht in Gold investiert.

„Despite the pervasive sense of geopolitical risks, appetite for traditional and emerging hedges remains limited. 72% of global family offices have no gold exposure.“

J.P. Morgan

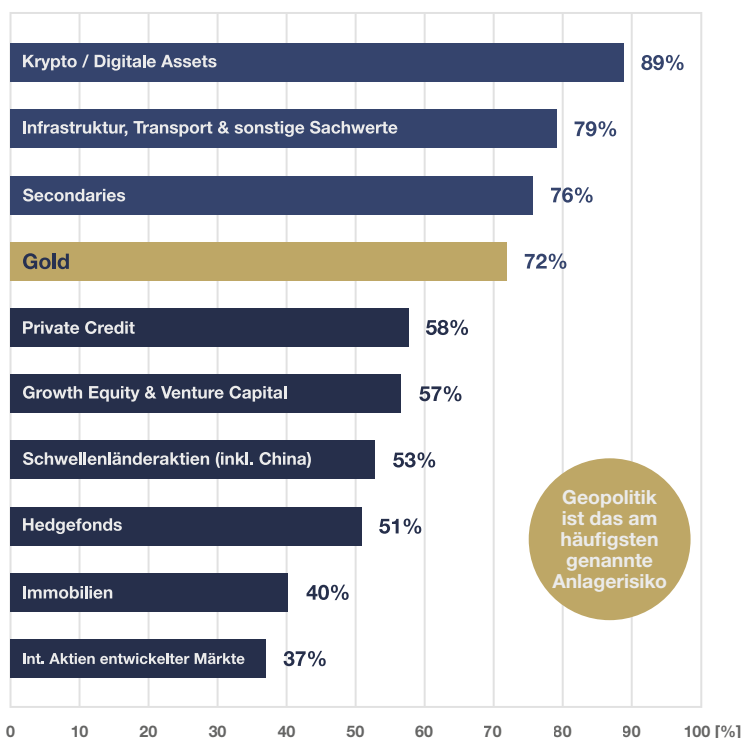
Das Hedging-Paradoxon

Geopolitische Sorgen vs. Portfoliorealität

>70%

der globalen Family Offices haben 0% ihres Portfolios in Krypto, Infrastruktur, Secondaries und Gold allokiert.

Portfolios mit 0%-Allokation



Quelle: J.P. Morgan Global Family Office Report 2026, MiningVisuals, Incrementum AG

Wer entscheidet, hat selten alle Informationen zur Hand. Also greift der Mensch zu Heuristiken – Faustregeln, die nicht optimal, aber gut genug sind. Was nach intellektueller Bequemlichkeit klingt, ist in Wahrheit pragmatische Vernunft.

Dieses *Gold-Paradoxon* erscheint vor dem aktuellen geopolitischen und währungspolitischen Hintergrund noch verwunderlicher. Erhöhte Spannungen zwischen den USA und Russland sowie zwischen den USA und China, sowie die offenen Konflikte in der Ukraine und im Nahen Osten, eine zunehmende fiskalische Dominanz, und nachdrückliche politische Forderungen nach Zinssenkungen sollten im Prinzip stärkere Kapitalzuflüsse in Gold und Edelmetalle fördern.

Neue empirische Beweise zur Stärkung der Argumente für Gold wollen wir nicht hinzufügen. Die derzeitigen empirischen Belege sind bereits ein überzeugendes Argument für das gelbe Metall. **Vielmehr**

werden die psychologischen Mechanismen untersucht, die eine Erklärung dafür bieten können, warum die meisten Anleger Gold (noch) wenig Aufmerksamkeit geschenkt haben. Insbesondere werden die kognitiven Abkürzungen und Verzerrungen untersucht, die erklären können, warum Anleger in den letzten vier oder fünf Jahrzehnten Anleihen gegenüber Gold als defensive Komponente ihrer Portfolios bevorzugt haben.

Menschliche Entscheidungsfindung und begrenzte Rationalität

„Was vernünftig ist, das ist wirklich; und was wirklich ist, das ist vernünftig.“

Georg Wilhelm Friedrich Hegel

Um zu verstehen, wie Entscheidungen in der realen Welt unter Unsicherheit getroffen werden, muss man sich von den Finanzmärkten lösen und allgemeinere Merkmale der menschlichen Kognition betrachten.

Die menschliche Entscheidungsfindung ist eines der am besten untersuchten Themen in den Sozialwissenschaften, das die Disziplinen Ökonomie, Psychologie, Neurowissenschaften und Organisationstheorie umfasst. In den letzten Jahrzehnten haben die Erkenntnisse aus diesen Disziplinen unser Verständnis davon, wie Menschen und Institutionen unter Unsicherheit Entscheidungen treffen, grundlegend verändert. Sowohl erfahrene Entscheidungsträger wie z. B. Portfoliomanager als auch weniger erfahrene wie z. B. Kleinanleger handeln nach dem Konzept der *begrenzten Rationalität*, das von Herbert Simon eingeführt wurde und wofür er 1978 den *Wirtschaftsnobelpreis* erhielt.

„The capacity of the human mind for formulating and solving complex problems is very small compared with the size of the problems whose solution is required for objectively rational behavior.“

Herbert Simon

Alle Menschen sind bei ihren Entscheidungen mit grundlegenden Einschränkungen konfrontiert, darunter begrenzte Informationen, begrenzte Zeit und begrenzte Ressourcen. Bei begrenzter Rationalität verlassen sich Menschen auf *Heuristiken*, d. h. vereinfachte Faustregeln, um sich bei komplexen Entscheidungen zurechtzufinden. Ein typisches Beispiel ist die Entscheidung für eine bekannte Marke im Supermarkt, anstatt alle verfügbaren Alternativen zu prüfen. Ein solches Verhalten ist nicht per se irrational. Im Gegenteil, es stellt oft eine effiziente Reaktion auf reale Zwänge dar, bei der theoretische Optimalität gegen Schnelligkeit und geringeren kognitiven Aufwand eingetauscht wird.

„Take the best and ignore the rest.“

Gerd Gigerenzer

In der Terminologie von Simon neigen Entscheidungsträger eher zur *Satisfizierung* als zur *Optimierung*, d. h. sie geben sich mit Lösungen zufrieden, die gut genug sind, um ihre Ziele zu erreichen, anstatt nach theoretisch optimalen Ergebnissen zu streben. *Satisfizierung* bedeutet nicht, dass ihnen die Ergebnisse gleichgültig sind. Vielmehr spiegelt es die pragmatische Erkenntnis wider, dass in komplexen Entscheidungsumgebungen die Suche nach Optimalität möglicherweise nicht machbar oder nicht erstrebenswert ist. Kurz gesagt: Anstatt in jeder Situation die optimalen Entscheidungen von Grund auf neu zu berechnen, greifen die Menschen auf Verhaltensmuster zurück, die sich in

der Vergangenheit in ähnlichen Kontexten bewährt haben. Entscheidend ist, dass diese Heuristiken in relativ stabilen Umgebungen oft bemerkenswert gut funktionieren und sogar komplexe Optimierungsstrategien übertreffen können, die auf fragwürdigen Annahmen und präzisen Parameterschätzungen beruhen, wie die Publikation „*Homo Heuristicus: Why Biased Minds Make Better Inferences*“ von Gerd Gigerenzer und Henry Brighton (2009) zeigt.

Der Preis für das Vertrauen in Heuristiken ist jedoch, dass sie zu systematischen Verzerrungen führen können. Wenn sich das Umfeld, in dem diese Regeln gebildet und angewendet wurden, wesentlich ändert, können Heuristiken, die einst adaptiv waren, über ihre sinnvolle Anwendungsdauer hinaus bestehen bleiben. Entscheidend ist, dass sich Heuristiken, die stets gut funktioniert haben, im Gedächtnis des Entscheidungsträgers verankern. Schließlich stellten sie ein so praktisches Regelwerk dar, dass es sich als kontraintuitiv und überzogen anfühlt, sie aufzugeben, nur weil sie vor kurzem zu unbefriedigenden Ergebnissen geführt haben. Warum sich also Sorgen machen? Die jüngsten schlechten Ergebnisse sind nur eine kurze Phase, bald wird sich alles wieder normalisieren, oder?

Diese Verzerrungen entstehen nicht durch mangelnde Intelligenz, sondern durch die rückwärtsgewandte Natur der Heuristik selbst: Sie verlässt sich weiterhin auf das, was in der Vergangenheit funktioniert hat.

Das traditionelle 60/40-Portfolio: Eine erfolgreiche Heuristik

Unter dem Blickwinkel der Verhaltensökonomie kann das traditionelle 60/40-Portfolio als eine der einflussreichsten Heuristiken im Finanzwesen betrachtet werden. Per Definition sind Heuristiken relativ einfache, gute Lösungen für komplexe Entscheidungsprobleme. **Von den frühen 1980er-Jahren bis etwa 2020 war das 60/40-Portfolio sehr erfolgreich darin, stabile und attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen.** Die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bildete das Fundament, auf dem diese Heuristik beruhte. Selbst in ungünstigen Phasen, wie z. B. in der Aktienbaisse, trug die Anleihenkomponente dazu bei, die Volatilität des Portfolios zu dämpfen. Darüber hinaus wurde durch die regelmäßige Neugewichtung des Portfolios ein disziplinierter „Kaufe niedrig, verkaufe hoch“-Mechanismus durchgesetzt.

Dieser Erfolg war in einem historisch spezifischen makroökonomischen und geopolitischen System begründet. Nach der hohen und volatilen Inflation der 1970er-Jahre traten die fortgeschrittenen Volkswirtschaften in eine längere Phase ein, die durch Disinflation und sinkende Nominal- und Realzinssätze gekennzeichnet war. Gleichzeitig wurde das globale geopolitische Umfeld ungewöhnlich förderlich für die makroökonomische Stabilität und das Vertrauen in die US-zentrierte monetäre und politische Ordnung. Das Entstehen einer weitgehend unipolaren Weltordnung nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion und die Ausweitung des Welthandels verringerten das wahrgenommene geopolitische Risiko und stärkten das Vertrauen in das bestehende Währungssystem. Diese historisch einmalige Konstellation, die oft unter dem Begriff *Great Moderation* zusammengefasst wird, bot einen ungewöhnlich stabilen Hintergrund für finanzielle Entscheidungen.

Im selben Zeitraum verringerten westliche Zentralbanken ihre Goldbestände — Gold galt als Altlast einer überwundenen Vergangenheit. Devisenreserven wanderten in US-Staatsanleihen, die als liquider, ertragbringend und durch die Dominanz der Weltwirtschaft Nr. 1 gedeckt schienen.

Die empirischen Belege stimmen weitgehend mit dieser Interpretation überein. Unsere Analysen, die wir im Kapitel „*Das Meistern des neuen Gold-Playbooks*“ im *In Gold We Trust*-Report 2024 „*Das neue Gold-Playbook*“ präsentierten, deuten darauf hin, dass eine Gold-Allokation von etwa 14–18 % die Portfoliovolatilität im Zeitraum 1970–2024 verringert hätte. Dennoch erzielten Portfolios mit vernachlässigbarem

” *The Most Dangerous Phrase Is: „We’ve Always Done It That Way.“*

Grace Murray Hopper

” *Mind you, I’ve been here during the bad times too - one year we came second.*

Bob Paisley

” *My view is that improvements in monetary policy... have probably been an important source of the Great Moderation.*

Ben Bernanke

” *Over the past 25 years, gold has delivered cumulative returns exceeding 1,300%, outpacing global bonds and rivaling major equity indices.*

VanEck

Die Finanzkrise führte nicht zu einer Neubewertung, sondern stärkte das Vertrauen in die Heuristik des 60/40-Portfolios.

Goldanteil während eines Großteils der Hausse am Anleihemarkt eine akzeptable und in vielen Fällen sogar starke risikobereinigte Performance. Die Opportunitätskosten des Ausschlusses von Gold waren daher oft bescheiden, während die wahrgenommenen Vorteile des Haltens von Anleihen greifbar und unmittelbar waren, z. B. die Diversifizierung und die jährlichen Dividenden.

Optimale Gold-Allokation in einem Aktien-/Anleihen-Portfolio, 1970–2024

Gold-Allokation	Performance p.a.	Annualisierte Volatilität	Max. Drawdown	Sharpe-Ratio
0%	9,37%	8,28%	-27,00%	0,54
2%	9,41%	8,16%	-26,38%	0,55
4%	9,44%	8,05%	-25,76%	0,56
6%	9,48%	7,96%	-25,13%	0,57
8%	9,51%	7,89%	-24,50%	0,58
10%	9,53%	7,84%	-23,87%	0,59
12%	9,56%	7,82%	-23,46%	0,59
14%	9,59%	7,81%	-23,07%	0,60
16%	9,61%	7,83%	-22,67%	0,60
18%	9,63%	7,87%	-22,28%	0,60
20%	9,65%	7,92%	-21,97%	0,59
22%	9,67%	8,00%	-22,10%	0,59
24%	9,69%	8,10%	-22,24%	0,59
26%	9,70%	8,22%	-22,37%	0,58
28%	9,71%	8,35%	-22,51%	0,57
30%	9,72%	8,51%	-22,65%	0,56
40%	9,75%	9,49%	-25,99%	0,51
50%	9,73%	10,77%	-31,55%	0,44
60%	9,66%	12,25%	-36,76%	0,39

Quelle: Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG
*S&P 500 TR und US 10Y TR

Die Anleger haben also keinen „Fehler“ begangen, indem sie Anleihen gegenüber Gold bevorzugten, sondern eine Heuristik gewählt, die für ein spezifisches und ungewöhnlich hartnäckiges makroökonomisches Umfeld geeignet war. Das 60/40-Portfolio stellte eine befriedigende Lösung für das komplexe Problem der langfristigen Vermögensallokation unter Unsicherheit dar. Seine weit verbreitete Annahme wurde durch jahrzehntelange positive Ergebnisse verstärkt, die es als Standardrahmen für Investoren festigten.

» *Stability is destabilizing.*
Hyman Minsky

Die Dauerhaftigkeit dieses Erfolges hat jedoch auch die Saat einer potenziellen Anfälligkeit gesät. **Eine Heuristik, die sich über mehrere Jahrzehnte bewährt hat, wird nicht als kontextabhängige Regel, sondern als quasi universelles Prinzip der Portfolio-konstruktion betrachtet.** Solange das zugrundeliegende Umfeld stabil blieb, spielte diese Unterscheidung kaum eine Rolle. Erst als sich die Bedingungen, die anleihezentrierte Portfolios begünstigten, zu ändern begannen, wurde sie zunehmend wichtiger.

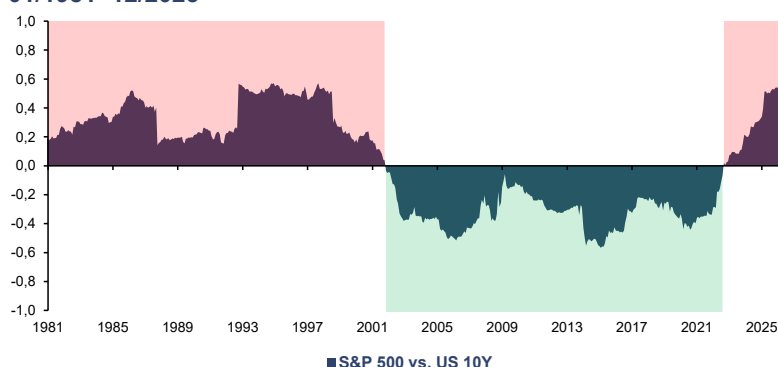
Das Ende des alten Systems

Das makroökonomische und geopolitische Umfeld, das den Erfolg der anleihezentrierten Portfolioheuristiken untermauerte, brach nicht abrupt zusammen. Die lange Periode der Stabilität, die mit der *Great Moderation* verbunden war, begann während der globalen Finanzkrise 2008 Risse zu zeigen. Was zunächst wie ein extremer, aber eindämmbarer Schock aussah, markierte im Nachhinein den Beginn einer weniger stabilen Währungs- und Finanzordnung.

Nach der Weltfinanzkrise reagierten die Zentralbanken mit einer aggressiven geldpolitischen Lockerung und unkonventionellen Maßnahmen wie der quantitativen Lockerung und negativen Realzinsen. Diese Interventionen stellten das Vertrauen wieder her und verhinderten einen Systemzusammenbruch. **Für die Anleger war es von entscheidender Bedeutung, dass die Krise die Rolle von Anleihen als wichtigste defensive Anlageform weitgehend bestätigte:** Anleihen entwickelten sich gut, die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen blieb niedrig, und das 60/40-Portfolio erwies sich erneut als widerstandsfähig. Die Krise führte nicht zu einer Neubewertung, sondern stärkte das Vertrauen in die vorherrschende Heuristik.

Im Westen haben Jahrzehnte der Disinflation, der institutionellen Stabilität und der guten Performance von Anleihen die Anleger dazu gebracht, Sicherheit mit Staatsanleihen gleichzusetzen.

Rollierende 5-Jahres-Korrelation des S&P 500 vs. US 10Y, 01/1981–12/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Gleichzeitig veränderte die politische Reaktion das System allmählich. Anhaltend niedrige Zinssätze, deutliche Verlängerungen der Zentralbankbilanzen und eine steigende Staatsverschuldung verringerten die erwarteten Anleiherenditen und erhöhten die Anfälligkeit für künftige Inflation oder Zinserhöhungen. Eine hohe Allokation in Staatsanleihen zu historisch niedrigen Renditen bedeutete ein begrenztes Aufwärtspotenzial und ein wachsendes asymmetrisches Risiko, auch wenn dies noch nicht voll erkannt wurde.

Der entscheidende Einschnitt erfolgte nach dem Corona-Schock. Massive fiskalische Interventionen, die Rückkehr der Inflation als zentrales makroökonomisches Thema und die schnellsten Zinserhöhungen seit Jahrzehnten kulminierten im Jahr 2022, als Anleihen und Aktien gemeinsam fielen und die Fragilität der traditionellen Diversifizierungsannahme offenbarten.

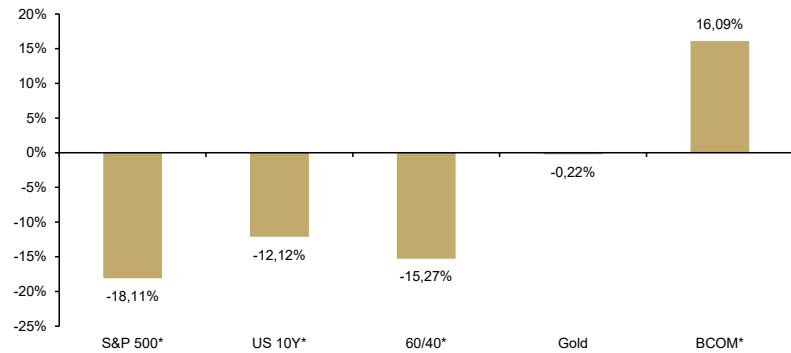
„It's not a lie if you believe it.

George Costanza

„We are deploying these lending powers to an unprecedented extent... forcefully, proactively, and aggressively.

Jerome Powell

Jahresperformance, S&P 500*, US 10Y*, 60/40-Portfolio*, Gold, und BCOM*, in USD, 2022



Quelle: LSEG, Incrementum AG
*Total Return



Parallel dazu verschlechterte sich das geopolitische Umfeld. Der russische Einmarsch in der Ukraine im Jahr 2022 und das Einfrieren der Devisenreserven unterstrichen die politische Dimension von Staatsanleihen. In diesem Zusammenhang gewannen das fehlende Gegenparteierrisiko und die Unabhängigkeit von einem einzelnen Emittenten wieder an strategischer Bedeutung. Nach jahrzehntelangen Nettoverkäufen sind die Zentralbanken zu Nettokäufern von Gold geworden, insbesondere unter den Ländern, die ihr USD-Engagement reduzieren wollen.

Die Haltung der Schwellenländer gegenüber Gold

„In this cycle, sovereign accumulation preceded price discovery by years... It is the direct footprint of sovereign activity stepping in where private miners hesitated.“

Dave Weisberger

Die erneute Anhäufung von Gold durch die Zentralbanken in den letzten Jahren verdeutlicht eine strukturelle Divergenz. Während die westlichen Portfoliokonstruktionen Gold in den letzten vier Jahrzehnten immer mehr an den Rand gedrängt haben, hat Gold in vielen Schwellenländern eine wichtige monetäre Rolle behalten.

Im Gegensatz zu den Industrieländern gab es dort in jüngerer Zeit häufiger Phasen der Währungsinstabilität und der finanziellen Repression. In einem solchen Umfeld war die Annahme, dass Staatsanleihen oder Devisenreserven gegen politische Risiken immun sind, nie tief in den Erwartungen der Anleger verankert. Gold hat daher seine Rolle als strategischer Vermögenswert beibehalten.

Diese Divergenz ist in den offiziellen Sekordaten sichtbar. Wie im Kapitel „Status Quo der Goldnachfrage“ im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ erörtert, ist der Anstieg der Goldbestände der Zentralbanken fast ausschließlich auf die Schwellenländer zurückzuführen. Wie wir im Kapitel „Status Quo der Goldnachfrage und des Goldangebots“ im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ erörtert haben, werden Bedenken über systemische Finanzrisiken und Sanktionen als Hauptgründe für die Goldhaltung genannt. In den Industrieländern sind diese Beweggründe weitgehend nicht vorhanden. **Von West nach Ost ist Gold also in unterschiedliche Erzählungen eingebettet.**

Im *In Gold We Trust*-Report 2024 argumentieren wir, dass strukturelle Veränderungen in der Währungsordnung ein Überdenken der traditionellen Allokationsrahmen erfordern. Die Erarbeitung eines neuen Gold-Playbooks war deshalb unausweichlich. In diesem Rahmen spielen die Nachfrage des öffentlichen Sektors und die Umschichtung von Währungsreserven eine zentrale Rolle für die Preisdynamik von Gold. Bislang konzentrieren sich diese Kräfte unverhältnismäßig stark auf die Schwellenländer, was ihren wachsenden Einfluss auf die marginale Preisbildung noch verstärkt.

Auf der Ebene der privaten Haushalte ist der Unterschied ähnlich ausgeprägt. Die Nachfrage nach physischem Gold konzentriert sich stark auf Asien und den Nahen Osten, wo Schmuck und Goldbarren nicht nur als Konsumgüter, sondern auch als Sparanlagen

und generationsübergreifende Wertaufbewahrungsmittel dienen. Auf den westlichen Märkten ist das Goldexposure hingegen in ETFs konzentriert und bleibt in der Regel eher taktisch als strategisch.¹

Heuristiken entwickeln sich aus der wiederholten Interaktion mit einem bestimmten Umfeld. **Im Westen haben Jahrzehnte der Disinflation, der institutionellen Stabilität und der guten Performance von Anleihen die Anleger dazu gebracht, Sicherheit mit Staatsanleihen gleichzusetzen. In vielen Schwellenländern hat die wiederholte Exposition gegenüber Währungsschwankungen und geopolitischen Risiken die Intuition verstärkt, dass materielle Vermögenswerte ohne Gegenparteirisiko eine strukturelle Rolle bei der Vermögenserhaltung verdienen.**

Auch wenn Gold in vielen Schwellenländern nach wie vor eine wichtige Rolle spielt, lässt sich die anhaltende Marginalisierung des Goldes in westlichen Portfolios nicht allein auf objektive Gründe zurückführen. Sie muss auch als eine Folge historisch verstärkter Anlageheuristiken verstanden werden. Dies bringt uns zurück zur zentralen verhaltensökonomischen Frage: Warum halten sich solche Heuristiken, selbst wenn sich das System, das sie hervorgebracht hat, geändert hat?

„Most professional investors had joined the industry in the 80s or 90s and didn't know a market decline could exceed 5%.

Howard Marks

Warum überholte Portfolio-Heuristiken fortbestehen

Trotz zunehmender Hinweise auf makroökonomische, fiskalische und geopolitische Veränderungen haben sich westliche Portfolios nur langsam angepasst. Das Fortbestehen traditioneller Portfolioallokationskonzepte in einem deutlich veränderten Umfeld wirft eine zentrale Frage auf: Warum spiegeln Portfolioentscheidungen weiterhin die Annahmen eines vergangenen Regimes wider?

Die psychologische Abneigung der Anleger gegenüber Gold wurde im *In Gold We Trust*-Report 2012 im Kapitel „Warum ist Gold ein hochemotionales Thema?“ analysiert. *Kognitive Dissonanz* und der *Normalitätsbias* spielen eine zentrale Rolle bei der Einstellung der Anleger gegenüber Gold. *Kognitive Dissonanz* tritt auf, wenn neue Informationen im Widerspruch zu etablierten Überzeugungen oder früheren Entscheidungen stehen. Dies ist ein unangenehmer psychologischer Zustand, und der Verstand versucht natürlich, solche Konflikte zu lösen. Entscheidend ist, dass der „Auftrag“ des Verstandes nicht darin besteht, die Realität objektiv zu modellieren, sondern eine kohärente Erzählung aufzubauen und aufrechtzuerhalten, die das Selbst schützt. **Daher besteht der am wenigsten schmerzhafteste Weg zur Lösung kognitiver Dissonanzen oft darin, neue Informationen zu ignorieren oder sie in bestehende mentale Karten zu zwingen.**

„The problem with experts is that they do not know what they do not know.

Nassim Nicholas Taleb

Der *Normalitätsbias*, die Tendenz, die Wahrscheinlichkeit und die Auswirkungen von Risiken zu unterschätzen, die über einen längeren Zeitraum nicht eingetreten sind, ist ein deutliches Beispiel für diesen Mechanismus. Nach mehreren Jahrzehnten, die durch niedrige Inflation, sinkende Zinsen, stabile geopolitische Verhältnisse und eine verlässliche Diversifizierung von Aktien und Anleihen gekennzeichnet waren, betrachteten viele Anleger diese Bedingungen als den wahrscheinlichsten künftigen Zustand der Welt. Risiken wie ein Wiederaufleben der Inflation, ein Zusammenbruch der Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, fiskalische Dominanz oder die geopolitische Anwendung von Finanzsanktionen wurden daher implizit als sehr unwahrscheinlich eingestuft. Anstatt sie als strukturelle Möglichkeiten einzuschätzen, wurden sie – und werden in vielen Fällen immer noch – als entfernte oder unplausible Szenarien abgetan. **Abweichungen von den gewohnten Bedingungen als vorübergehende Störungen und nicht als strukturelle Veränderungen zu interpretieren, ist oft der Weg des geringsten psychologischen Widerstands.**

¹ Siehe Kapitel „Der Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Das 60/40-Portfolio hatte es in der Great Moderation komfortabel: laufende Erträge, sinkende Renditen und eine zuverlässig negative Korrelation taten gemeinsam ihren Dienst. Heute ist von diesem Trio nur noch der Solist übrig.

System 1 und System 2

Aufbauend auf Simons Konzept der begrenzten Rationalität argumentiert ein weiterer Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften, Daniel Kahneman, dass die menschliche Entscheidungsfindung durch die Interaktion zweier kognitiver Systeme bestimmt wird. *System 1* ist schnell, intuitiv und assoziativ; es stützt sich auf Heuristiken, Erzählungen und vertraute Bezeichnungen, um die Komplexität zu bewältigen. Im Gegensatz dazu ist *System 2* langsamer, anstrengender, überlegter und analytischer und ist zumindest im Prinzip in der Lage, intuitive Urteile durch sorgfältige Argumentation und Beweise zu hinterfragen.

In der Praxis setzt *System 2* jedoch nicht konsequent intuitive Überzeugungen außer Kraft, sondern dient häufig dazu, bereits durch *System 1* erreichte Schlussfolgerungen zu rationalisieren, insbesondere in komplexen und unsicheren Umgebungen wie den Finanzmärkten.

„I see the light. It burns!

Homer Simpson

Dieser Rahmen bietet eine überzeugende Erklärung für die Hartnäckigkeit etablierter Investitionsheuristiken. Kognitive Einschränkungen, d. h. Simons *begrenzte Rationalität*, prägen die Tendenz, Dissonanzen durch die Verteidigung bestehender Überzeugungen zu lösen, während die Dominanz von *System 1* über *System 2* vertraute Erzählungen und Entscheidungsregeln verstärkt. **Der springende Punkt ist, dass entgegen den üblichen Erwartungen nicht nur intuitive, sondern auch analytische Formen des Denkens gegen Informationen voreingenommen sein können, die vertrauten und beruhigenden Überzeugungen widersprechen.** Das Investitionsverhalten ist keine Ausnahme von diesem allgemeinen Muster.

„A reliable way to make people believe in falsehoods is frequent repetition, because familiarity is not easily distinguished from truth.

Daniel Kahneman

Für Anleger, die sich jahrzehntelang auf das 60/40-Portfolio verlassen und Gold vernachlässigt haben, würde die Anerkennung der erneuten Bedeutung von Gold heißen, dass sie sich eingestehen müssen, dass ihre früheren Überzeugungen möglicherweise nicht mehr gültig sind. Solche Eingeständnisse sind psychologisch kostspielig, insbesondere wenn sie das Selbstbild eines Anlegers als rational und kompetent bedrohen. Der Goldpreis hat sich in den letzten Jahren deutlich mehr als verdoppelt, eine Entwicklung, die viele Portfoliomanager weitgehend verpasst haben. Gleichzeitig erlebten Anleihen eine Baisse, von der sie sich nie ganz erholt haben. Diese Erfahrung kann Bedauern und Unbehagen hervorrufen, das *System 1* durch die Verteidigung vertrauter und beruhigender Narrative zu neutralisieren versucht.

Jüngste Narrative zur Verteidigung von Anleihen

Ein solches Narrativ ist die Vorstellung, dass Anleihen in den Jahren 2024-2025 wieder als zuverlässiger Portfoliodiversifikator fungieren würden. Nach dem historischen Rückgang im Jahr 2022 begannen festverzinsliche Wertpapiere wieder positive Renditen zu erwirtschaften, da die nominalen Renditen wieder anstiegen. Für viele Anleger war dies ein ausreichender Beweis dafür, dass das traditionelle 60/40-Portfolio immer noch gut funktioniert.

Genau hier werden die oben beschriebenen psychologischen Mechanismen sichtbar. Es liegt in der Natur von *System 1*, dass es nach Beweisen sucht, die das seit langem bestehende und beruhigende Weltbild bestätigen. Nach einem schmerzhaften Jahr 2022 lieferten die Anleihen 2024 und 2025 endlich positive Renditen. Die intuitive Schlussfolgerung lautet: Die Anomalie ist vorbei, die alte Heuristik funktioniert noch.

Dies ist ein Paradebeispiel dafür, wie der Normalitätsbias kognitive Dissonanzen auflöst, indem er die Beweise selektiv übergewichtet, um ein Narrativ zu stützen, das eine psychologische Lösung bietet. Gleichzeitig werden verfügbare Beweise, die Llöcher in die geliebte Erzählung reißen könnten, systematisch heruntergespielt. In diesem Zusammenhang **reduziert der Normalitätsbias die Notwendigkeit, unbequeme strukturelle Fragen zu überdenken, oder macht sie sogar zunichte.**

Aus rein renditezentrierter Sicht ist das Argument nicht unbegründet, denn nach einem Jahrzehnt Nullzinsen liefern Anleihen wieder Carry. Doch die Performance des 60/40-Portfolios kam in der Great Moderation aus drei Quellen: laufende Erträge, sinkende Renditen, und eine zuverlässig negative Korrelation. Heute liefert nur noch die erste.

Das heutige Umfeld ist qualitativ anders. Kursgewinne bei Anleihen mit langer Laufzeit sind nach wie vor begrenzt, und das lange Ende der Kurve ist weiterhin hoch und etwas volatil. *System 1* kann sich auf die Möglichkeit konzentrieren, höhere Kupons für ein Jahrzehnt oder länger zu sichern. Gleichzeitig kann *System 1* aber auch herunterspielen oder ganz ignorieren, dass dieser Zustand die Bedenken der Märkte über die hartnäckig über der Zielrate liegenden Inflation, die fiskalische Dominanz und die Dauerhaftigkeit des Status des US-Dollars als sicherer Hafen anzeigt.

Eine parallele Entwicklung vollzog sich auf dem Goldmarkt. Der Anstieg des Goldpreises in den Jahren 2024 und 2025 war außergewöhnlich. Der Preis des gelben Metalls stieg 2025 um 65 % und überschritt in der Spitze im Jänner 2026 die Marke von 5.500 USD pro Unze. Das Ausmaß dieses Anstiegs stellte die seit langem bestehende Marginalisierung von Gold in vielen westlichen Portfolios in Frage. Doch auf die Rallye folgte eine gewisse Volatilität. Anfang 2026 löste die Ernennung von Kevin Warsh zum Vorsitzenden der Federal Reserve und eine anschließende Erhöhung der Einschussanforderungen durch die CME eine rasche Korrektur von etwa 10 % aus. Die Bewegung war abrupt, **wurde in den Medien breit berichtet** und war psychologisch auffällig.

Auch für diese Episode bot *System 1* den Interpretationsrahmen, der sich um die seit langem bestehenden Überzeugungen gebildet hatte. Die Korrektur wurde nicht als normale Volatilität innerhalb eines breiteren Bullenmarktes betrachtet, sondern als Bestätigung, dass Gold von Natur aus spekulativ und als Schlüsselanlage ungeeignet ist. Die früheren Gewinne wurden als übermäßig eingestuft, und der Rückgang wurde als Beweis dafür gewertet, dass der Bullenmarkt möglicherweise zu Ende ist. Für Portfoliomanager, die Gold während seines Aufstiegs untergewichtet hatten, war diese Episode eine angenehme Beruhigung. Die Asymmetrie in der Wahrnehmung ist auffallend, steht aber im Einklang mit den Erkenntnissen der Verhaltensökonomie. Die Volatilität bei Anleihen wird in der Regel als vorübergehendes Rauschen innerhalb einer grundsätzlich stabilen Anlageklasse interpretiert. Umgekehrt wird die Volatilität bei Gold oft als Beweis für eine intrinsische Instabilität betrachtet. **Kurzfristige Preisbewegungen werden daher je nach Vermögenswert sehr unterschiedlich interpretiert.**

Aus struktureller Sicht sind die Kräfte, die dem Anstieg des Goldpreises zugrunde liegen, jedoch nicht mit einer durch die Marge verursachten Korrektur verschwunden. Erhöhte Haushaltsdefizite, Inflationsunsicherheit, geopolitische Zersplitterung und die Besorgnis über die Bewaffnung der Währung blieben bestehen. *System 1* versuchte jedoch, die kognitive Dissonanz auf möglichst schmerzfreie Weise zu lösen, und nutzte die kurzfristige Volatilität des Goldpreises als Bestätigung der bereits bestehenden Heuristik.

Institutionelle Kräfte, die Anleihen weiter stützen

Die oben beschriebenen psychologischen Mechanismen bleiben nicht auf den privaten Entscheidungsprozess von Kleinanlegern beschränkt. **Kognitive Dissonanz, Normalitätsbias und der Rückgriff auf vertraute Heuristiken betreffen professionelle Entscheidungsträger ebenso wie individuelle Sparer.** Der entscheidende Unterschied liegt nicht im Vorhandensein von Verzerrungen, sondern in der Art und Weise, wie sie mit institutionellen Strukturen interagieren.

„*The fiscal path is unsustainable and the sooner we work on it, the better.*

Jerome Powell

„*Gold is not a hedge against inflation. It is an investment in monetary disorder.*

Jim Grant

„*Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.*

John Maynard Keynes

Wo institutionelle Anreize Konformismus belohnen, ist der gemeinsame Verlust angenehmer als der einsame Irrtum – das Risiko, allein falsch zu liegen, wiegt schwerer als die Aussicht, allein recht zu behalten.

„Individual investors simply buy those stocks that catch their attention.

Brad M. Barber und Terrance Odean

„Asset allocation advice should not be offered unless you are willing, on rare occasions, to make major bets and accept a big dose of career and business risk.

Jeremy Grantham

Bei Kleinanlegern wirken diese Mechanismen am deutlichsten durch den sogenannten Recency Bias und die aufmerksamkeitsgesteuerte Allokation. Zahlreiche empirische Untersuchungen zeigen, dass Privatanleger dazu neigen, der Kursentwicklung in der jüngeren Vergangenheit zu folgen, z. B. in der Studie „All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors“ von Brad M. Barber und Terrance Odean (2008). Vermögenswerte, die in der jüngeren Vergangenheit hohe Renditen erzielt haben, ziehen überproportional hohe Zuflüsse an, während Nachzügler

vernachlässigt werden. Diese Dynamik wird durch die Medienberichterstattung und soziale Rückkoppelungseffekte noch verstärkt. Was in den Schlagzeilen und sozialen Netzwerken dominiert, bestimmt oft auch die marginale Kapitalallokation. In den letzten zehn Jahren hat dieses Muster immer wieder Technologieaktien, thematische ETFs und Kryptowährungen begünstigt, also Vermögenswerte, die eine starke Dynamik mit überzeugenden Erzählungen kombinieren.

Gold hingegen profitiert nur selten von dieser Dynamik. Es fehlt an technologischen Neuerungen oder transformativen Innovationen. Seine stärkste relative Performance zeigt es in der Regel in Zeiten makroökonomischer Spannungen oder systemischer Ängste, also genau dann, wenn Anleger hoffen, dass die Instabilität eher vorübergehend als strukturell ist. Infolgedessen gelingt es Gold oft nicht, den Enthusiasmus der Privatanleger während langer Aktienhaussen zu wecken, und wenn es sich stark erholt, wird es häufig als vorübergehende Absicherung abgetan, anstatt als strukturelle Allokation angenommen zu werden.

In professionellen Anlageumgebungen sind die gleichen kognitiven Tendenzen vorhanden, aber sie funktionieren anders. Institutionelle Anleger sind nicht immun gegen den Recency Bias oder narrative Verstärkung. Auch sie bildeten ihre Allokationsrahmen in den Jahrzehnten, in denen Anleihen zuverlässig Aktienrückgänge abfederten und stetige Renditen lieferten. In einem institutionellen Umfeld jedoch werden kognitive Verzerrungen durch Benchmarking, Peer-Vergleiche und formale Leistungsbewertung in kollektives Verhalten umgesetzt.

In diesem Rahmen spielt die Effizienzmarkthypothese (EMH) eine wichtige legitimierende Rolle. Durch die Betonung der Schwierigkeit, den Markt systematisch zu übertreffen, reduziert die EMH den wahrgenommenen Nutzen einer wesentlichen Abweichung von den vorherrschenden Konsensallokationen. Wenn die Leistung im Vergleich zu Benchmarks bewertet wird, fördert diese Logik natürlich die Trägheit und ein gewisses Herdenverhalten. Unter solchen Bedingungen kann es für Portfoliomanager eine rationale Strategie sein, an konventionellen, anleihenlastigen Portfoliostrukturen festzuhalten, selbst wenn diese Allokationen nicht mehr gut mit den zugrunde liegenden makroökonomischen Fundamentaldaten übereinstimmen.

Karriere- und Reputationsrisiken verstärken diese Trägheit noch. Ein Portfoliomanager, der eine hohe Allokation in Anleihen beibehält und enttäuschende Renditen im Einklang mit der Benchmark erzielt, kann das Ergebnis plausibel auf die allgemein ungünstigen Marktbedingungen zurückführen. Neben dem Schutz des eigenen Selbstwertgefühls bietet die Konformität eine Art berufliche Absicherung: Gemeinsames Scheitern führt in kurzer Zeit zu der Schlussfolgerung, dass man nichts falsch gemacht habe. Umgekehrt setzen Portfoliomanager, die eine abweichende, wenn auch evidenzbasierte Haltung einnehmen, wie z. B. eine erhebliche Umschichtung in Richtung Gold oder andere Rohstoffe auf Kosten von Anleihen, im Falle eines Scheiterns einem unverhältnismäßig hohen Risiko aus. Abweichungen von der Orthodoxie werden tendenziell asymmetrisch bestraft.

Kleinanleger folgen der Aufmerksamkeitsökonomie, Institutionelle dem Karriereanreiz – am Ende kommen beide am selben Punkt heraus: Gold bleibt unterrepräsentiert.

Wie sich Heuristiken ändern

Wie man sieht, hat die überwiegende Mehrheit der Anleger, wenn überhaupt, nur geringe Mengen Gold in ihren Portfolios. Daraus lässt sich schließen, dass trotz der Qualitäten von Gold die alten Anlageheuristiken, die Gold als irrelevant einstufen, immer noch gültig sind. Wie können also die individuellen und kollektiven psychologischen Kräfte, die alte Überzeugungen verteidigen, überwunden werden? Gerd Gigerenzer Konzept der *ökologischen Rationalität* liefert eine mögliche Antwort.

In seinem Artikel „**Why Heuristics Work**“ hat Gerd Gigerenzer dokumentiert, wie einfache Heuristiken mit komplexen Vorhersagemodellen mithalten oder diese sogar übertreffen können, weil sie die Regelmäßigkeiten der Umwelt ausnutzen. Die außergewöhnlich langen Regelmäßigkeiten, die für die *Great Moderation* kennzeichnend waren und die das 60/40-Portfolio zur wohl erfolgreichsten Heuristik in der Geschichte der Verhaltensökonomie machten, sind jedoch beeinträchtigt worden. Anleihen scheinen einen Teil ihrer Fähigkeit eingebüßt zu haben, Rückschläge bei Aktien abzufedern, und – allgemeiner ausgedrückt – einen Teil ihres früheren Status als sicherer Hafen. Dies wirft die Frage auf, ob die Anleger die 60/40-Portfolioheuristik aufgeben oder zumindest abändern werden.

Zunächst einmal müssen die Anleger die Erfahrung machen, dass das 60/40-Portfolio nicht mehr zu akzeptablen Ergebnissen führt. Heuristiken werden auf der Grundlage von Rückmeldungen beibehalten oder aufgegeben. Für den 60/40-Anleger kommt diese Rückmeldung, wenn das Portfolio wiederholt bei den Ergebnissen enttäuscht, die ihm wichtig sind: Erhaltung des realen Vermögens, Begrenzung von tiefen Drawdowns, Bereitstellung eines stabilen Alterseinkommens und ähnliche Ziele. Diese Rückmeldung muss konsistent sein und im Laufe der Zeit wiederholt werden. Andernfalls könnte diese Entwicklung als vorübergehend abgetan werden.

„*Heuristics are not good or bad, rational or irrational per se, but only relative to an environment.*“

Gerd Gigerenzer

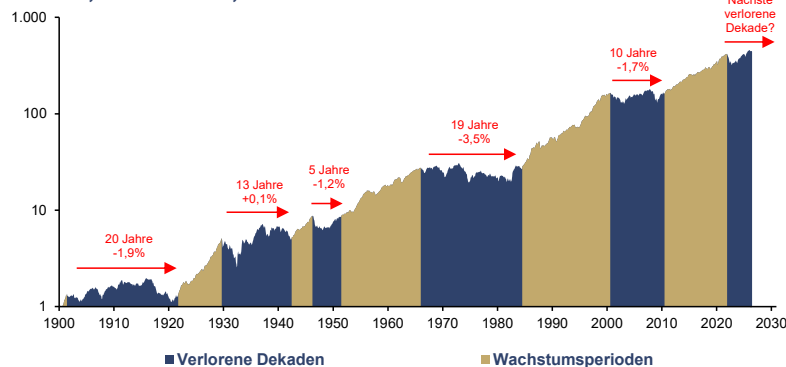
„*In investing, what is comfortable is rarely profitable.*“

Rob Arnott

„*Change happens when the pain of staying the same is greater than the pain of changing.*“

Tony Robbins

Inflationsbereinigte Performance eines 60/40-Portfolios* (log), in USD, 1 = 01/1900, 01/1900–04/2026



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG, *60% S&P 500 TR und 40% US 10Y TR

incrementum

Zweitens: Damit es zu einem Überdenken und einer Überarbeitung einer Heuristik kommt, müssen die Menschen auch in der Lage sein, schlechte Ergebnisse der Heuristik und nicht dem Schicksal zuzuschreiben. Das Erkennen eines kausalen Zusammenhangs ist von entscheidender Bedeutung, und dabei dürften Erzählungen eine wichtige Rolle spielen. Das bedeutet, dass Anleger, Berater und Kommentatoren eine Geschichte erzählen müssen, die die Enttäuschung der traditionellen 60/40-Portfoliorenditen mit der strukturellen Abhängigkeit von nominalen Schuldtiteln in einer Welt der finanziellen Repression, des Inflationsrisikos und der geopolitischen Schocks in Verbindung bringt. Wenn hingegen die vorherrschende Darstellung schlechte Ergebnisse

„*The stories we tell ourselves about how the world works dictate how we invest.*“

Robert Shiller

Eine Heuristik setzt sich nicht durch, weil sie richtig ist, sondern weil sie sicher ist – gesellschaftlich akzeptiert und beruflich risikolos.

als zufällige Turbulenzen darstellt, bleibt die alte Heuristik geschützt. Sobald das Umfeld allgemein so beschrieben wird, dass schuldenbasierte Vermögenswerte benachteiligt und knappe Sachwerte begünstigt werden, ist die konzeptionelle Grundlage für eine Umschichtung in Richtung Gold und Rohstoffe geschaffen.

Drittens setzt sich eine Heuristik nicht nur durch, weil sie funktioniert, sondern auch, weil sie gesellschaftlich und beruflich abgesichert ist. Die Anleger werden sich erst dann in der Lage fühlen, sich vom 60/40-Portfolio abzuwenden, wenn große Vermögenseigentümer, Berater, Aufsichtsbehörden und Anbieter von Modellportfolios beginnen, Portfolios mit expliziten Hard-Asset-Allokationen als Standardpraxis zu legitimieren. Dieser Wandel würde sich in der Konstruktion von Benchmarks, strategischer Portfolio-Allokationen und in den regulatorischen und beratenden Leitlinien widerspiegeln. Sobald sich das Karriererisiko von „Sie sind von der klassischen 60/40-Mischung abgewichen“ zu „Sie haben offensichtliche Absicherungsmöglichkeiten in Form von Sachwerten in einem für Schuldtitel feindlichen Umfeld ignoriert“ verlagert, kehrt sich der Selektionsdruck um. In dieser Situation erscheint eine sinnvolle Umschichtung von Anleihen in Gold und andere Sachwerte nicht mehr als spekulative Abweichung, sondern als eine ökologisch rationalere Heuristik für eine veränderte Welt.

„I suppose doing things you hate is just the price you pay to avoid loneliness.

Mark Corrigan

Schließlich ist auch die schnelle Verfügbarkeit alternativer, anpassungsfähigerer Heuristiken notwendig. Die Entscheidungsträger geben nicht einfach ein Instrument auf. Vielmehr wechseln sie zu einer anderen einfachen Regel, die besser zum Umfeld passt, was Gigerenzer den *adaptiven Werkzeugkasten* (engl. „adaptive toolbox“) nennt. Für Investoren bedeutet dies, dass neue Heuristiken einfach genug formulierbar sein müssen, um kommuniziert, verstanden und übernommen zu werden. Die Verfügbarkeit alternativer Heuristiken ist auch notwendig, um Performanceunterschiede zwischen alten und neuen Anlageregeln aufzuzeigen. Wenn Portfolios, die eine sinnvolle Allokation in Hard Assets wie Gold und Rohstoffe enthalten, deutlich geringere Drawdowns und einen besseren Inflationsschutz aufweisen, beginnt der Performanceunterschied zu signalisieren, dass das traditionelle 60/40-Portfolio nicht mehr zweckmäßig ist. Ohne diesen Kontrast kann die alte Heuristik erstaunlich lange überleben, da die Anleger ihre Probleme immer auf unvorhersehbar volatile Märkte oder Pech zurückführen können und nicht auf die Allokation selbst.

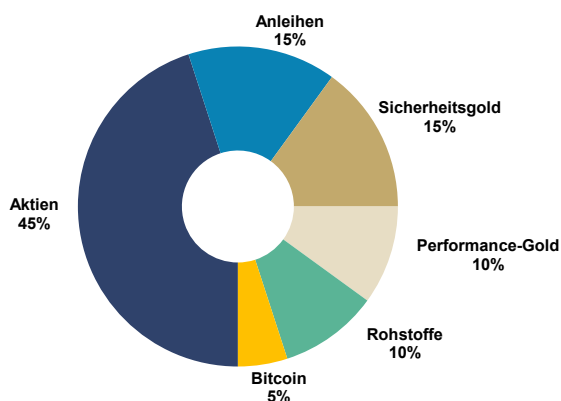
Das neue 60/40-Portfolio

„The 60/40 portfolio is a great baseline, but it is not a law of nature.

Jack Bogle

Ein Beispiel für eine solche adaptive Heuristik ist das neue 60/40-Portfolio, das wir im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ vorgestellt haben. Die wachstumsorientierte und traditionelle Vermögensallokation bleibt bei 60 %, die sich aus 45 % Aktien und 15 % Anleihen zusammensetzt, während die verbleibenden 40 % auf verschiedene Sachwerte aufgeteilt werden. Diese defensive Hülle aus realen Vermögenswerten umfasst einerseits 15 % physisches Gold (=Sicherheits-Gold) und andererseits 10 % *Performance-Gold* wie Silber und Minenaktien sowie 10 % Rohstoffe und 5 % Bitcoin.

Das neue 60/40-Portfolio: Subkategorien



Quelle: In Gold We Trust



Durch die strukturelle Einbettung von Gold und anderen Nicht-Schuldtiteln, also Sachwerten, in die defensive Hülle, zeigt das überarbeitete 60/40-Portfolio, wie sich Portfolio-Heuristiken weiterentwickeln können, wenn sich das zugrunde liegende Umfeld ändert. Die Allokation stellt eine pragmatische Antwort auf eine Welt dar, in der eine wirksame Diversifizierung eher Vermögenswerte erfordert, die unterschiedlich auf Inflation, Zinsdynamik, Finanzpolitik und geopolitische Schocks reagieren, als Vermögenswerte, deren Performance sich unter Stress tendenziell gleichzeitig verschlechtert. Nach Gigerenzer handelt es sich dabei um eine mögliche Heuristik innerhalb des adaptiven Werkzeugkastens: eine einfache, kommunizierbare Regel, die sich besser an das neue Umfeld anpassen lässt.

„A paradigm shift takes place when a question is asked that cannot be answered within the current paradigm.“

Joel Barker

Werden neue Heuristiken die alten ersetzen?

Während sich traditionelle Portfolio-Heuristiken wie das 60/40-Portfolio als bemerkenswert beständig erwiesen haben, mehren sich die Anzeichen dafür, dass sich die Voraussetzungen für ihre allmähliche Ablösung abzuzeichnen beginnen. Bislang hat noch keine massenhafte Umschichtung von Kapital in Richtung Gold oder andere Sachwerte stattgefunden. In Übereinstimmung mit den oben erörterten verhaltensbedingten und institutionellen Mechanismen werden jedoch erste Signale einer heuristischen Anpassung immer deutlicher.

Wichtig ist, dass sich diese Signale nicht auf den Enthusiasmus von Retail-Investoren beschränken. Sie werden von institutionellen Akteuren vorangetrieben, die beginnen, alternative Faustregeln zu formulieren und neue Portfolio-Narrative zu legitimieren. Vorschläge, die früher als unkonventionell, wenn nicht gar unplausibel galten, wie z. B. eine sinnvolle Allokation von Realwerten neben Aktien und Anleihen, werden jetzt im Mainstream-Anlagediskurs offener diskutiert.

Ein prominentes Beispiel ist das von Mike Wilson, dem CIO von Morgan Stanley, vorgeschlagene 60/20/20-Portfolio, das 60 % in Aktien, 20 % in Anleihen und 20 % in Gold anlegt. Was noch vor wenigen Jahren als kontraproduktiv oder sogar unerhört gegolten hätte, spiegelt heute eine breitere Neubewertung der Portfoliodiversifizierung wider. Dies ist kein Einzelfall. Ray Dalio hat wiederholt dafür plädiert, dass Anleger in späten Schuldenzyklen einen erheblichen Anteil an nicht verschuldetem Geld halten sollten, wobei er ausdrücklich auf Gold als strategische Absicherung gegen eine Geldentwertung verwies. In ähnlicher Weise hat Jeff Gundlach (*DoubleLine Capital*) ein bedeutendes Goldexposure als Schutz gegen fiskalische Instabilität, Währungsabwertung und steigende Staatsrisiken befürwortet.

„With the price touching 5,000 USD, it's getting increasingly more difficult to ignore gold.“

Michael Widmer

„Experience is the name everyone gives to their mistakes.“

Oscar Wilde

Was wir beobachten, ist keine spekulative Welle, sondern eine stille Rehabilitation: Gold wird von oben nach unten als strategische Portfoliokomponente wieder salonfähig.

Im Einklang mit dieser Entwicklung der institutionellen Positionierung hat auch das Verhalten der Anleger begonnen, sich an den Rändern anzupassen. Nach Jahren gedämpfter oder negativer Zuflüsse haben sich die Zuflüsse in Gold-ETFs seit Q2/2024 ins Positive gewendet, was auf ein erneutes Engagement für Gold als Anlageklasse hindeutet. Eine Analyse von VanEck bezeichnet diese Entwicklung als Teil einer „*new era of structural strength and enduring appeal*“ für Gold und stellt fest, dass die Beteiligung westlicher Anleger nach einer längeren Phase der Ab-

flüsse zugenommen hat. Auch wenn diese Entwicklungen in absoluten Zahlen noch bescheiden sind, so sind sie doch von Bedeutung, weil sie die Sichtbarkeit und Legitimität alternativer Portfolio-Heuristiken erhöhen.

„*The return of Western investors to gold-backed ETFs marks the end of a long period of apathy and the beginning of a new cycle of trust.*“

The World Gold Council

Trotz dieser frühen Signale bleibt die Zurückhaltung weit verbreitet. Obwohl das Interesse an Gold zugenommen hat, sind die durchschnittlichen Portfolios westlicher Anleger noch weit von einer strukturellen Allokation in das Metall entfernt. Eine Goldallokation im Umfang von 15–20 %, die laut unserer Analyse im Kapitel „*Das Meistern des neuen Gold-Playbooks*“ die Robustheit des Portfolios erheblich verbessern könnte, ist nach wie vor eher die Ausnahme als die Regel. In den meisten Fällen sind die Goldallokationen vernachlässigbar.

„*History is a gallery of pictures in which there are few originals and many copies.*“

Alexis de Tocqueville

Ein historischer Vergleich ist lehrreich. Während der Hausse in den 1970er-Jahren stieg die weltweite Investitionsnachfrage nach Gold stark an. Obwohl für diesen Zeitraum keine zuverlässigen Daten über die durchschnittliche Portfolioaufteilung der Anleger verfügbar sind, geben die Daten über die Goldströme einen klaren Hinweis auf den Appetit der Anleger. Die Investitionsnachfrage stieg von etwa 372 Tonnen im Jahr 1970 auf etwa 911 Tonnen im Jahr 1977 und hat sich damit im Laufe des Jahrzehnts mehr als verdoppelt. Ab 1973 blieb die jährliche Investitionsnachfrage konstant im Bereich von 700–900 Tonnen, was auf eine anhaltende und hohe Beteiligung der Investoren schließen lässt. Man darf auch nicht vergessen, dass in den USA der private Goldbesitz erst am 31. Dezember 1974 wieder legalisiert wurde. An diesem Tag trat der *International Development Association Appropriations Act* in Kraft, der alle Beschränkungen des privaten Goldbesitzes aufhob, die durch die *Executive Order 6102* vom 5. April 1933 eingeführt worden waren. Heute gibt es trotz der Rekordpreise kaum Anzeichen für eine vergleichbare breit angelegte Umschichtung in westlichen Portfolios. Die Anleger denken vielleicht am Rande über Gold nach, aber die meisten haben ihre Allokation nicht wesentlich erhöht.

„*Life is a series of natural and spontaneous changes. Don't resist them; that only creates sorrow. Let reality be reality.*“

Lao Tzu

Wenn ein Umfeld anhält, das durch höhere Inflationsvolatilität, fiskalische Dominanz, abnehmendes Vertrauen in Institutionen und Schuldtitel sowie geopolitische Fragmentierung gekennzeichnet ist, werden anleihezentrierte Heuristiken zu bröckeln beginnen.

Das *Goldparadoxon* ist ein klassisches Beispiel verzögerter Anpassung. Doch strukturelle Umschichtungen beginnen selten mit Konsens — sie beginnen mit institutioneller Neuausrichtung. Was sich gerade abspielt, ist keine spekulative Welle, sondern eine schrittweise, von oben nach unten verlaufende Re-Legitimierung von Gold als strategische Komponente. **Gold ist keine Außenseiterposition mehr. Die institutionelle Rotation hat gerade erst begonnen.** ■



NEU AM MARKT MIT FOKUS AUF AMERIKA SILBER UND GOLD EXPLORATION UND ENTWICKLUNG

PROJEKT EL POTRERO

SIERRA MADRE BELT | DURANGO, MEXICO

AUF DEM DIREKTEN WEG ZUR PRODUKTION

ANLAGE VOR ORT

100-tpd-Anlage bereits vor Ort, kostengünstige Renovierung oder Wiederaufbau möglich.

Metallurgische Tests vermuten 7,7 g/t Au und 116 g/t Ag

HOCHGRADIG

Kleinbergbau-Minen bereinigt und systematisch kanalbeprobt.

Bis zu 50,3 g/t Au und 269 g/t AG über 1,7 Meter

UMFANGREICHES ADERSYSTEM

Drei Hauptminen entlang einer Streichlänge von 500 Metern stehen primär im Fokus.

Die Hauptader „Dos de Mayo“ bereits über eine Länge von 1.600 Metern nachverfolgt

Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des größten Goldmarktes der Welt



Key Takeaways

- Der indische Goldmarkt entwickelt sich von einem kulturellen, schmuckbezogenen Markt zu einem hybriden Markt aus Konsum-, Investitions- und Finanzprodukten und gewinnt zunehmend an Einfluss auf die globale Preisdynamik.
- Die Goldbestände der privaten Haushalte belaufen sich auf ca. 29.000–35.000 t, die einen Wert von über 4 Bill. USD haben. Das entspricht mehr als 100 % des indischen BIP. Sie werden als generationenübergreifende Wertanlage gehalten und sind daher weitgehend illiquide.
- Die langfristige Goldnachfrage Indiens bleibt strukturell robust (600–1.000 t/Jahr) und wird von Einkommenswachstum, Demographie und der hohen kulturellen Wertschätzung gestützt. Regulierungsvorgaben wie die obligatorische HUID-Punzierung, die Elektronische Goldquittungen (Electronic Gold Receipts (EGRs)) und die IIBX-Börse formalisieren den Markt, verringern die Spreads und führen Indien an globale Standards heran.
- „Gold Is the New Gold“: Interview mit Sachin Jain, Regional CEO Indien, World Gold Council.

Indian women didn't hoard gold. They quietly built the country's most consistent investment portfolio.

Harsh Goenka

Der indische Goldmarkt befindet sich in einem tiefgreifenden Wandel. Er ist heute das Ergebnis eines spannungsreichen Zusammenspiels aus demographischem Rückenwind, regulatorischen Reformen und einer zunehmenden Integration in das globale Finanzsystem. Wir analysieren im Folgenden das ökonomische und kulturelle Skelett des indischen *Love Trade*, das diesen Markt zum unverzichtbaren Anker der physischen Nachfrage macht.

Langfristige Nachfrage, Vermögensakkumulation und strukturelle Nachfragetreiber

„Gold is money. The poorest Indian knows this and that knowledge is power.“

Sridhar Vembu

Indiens Aufstieg zum globalen Schwergewicht der Goldnachfrage ist kein Zufall, sondern das Resultat einer kraftvollen Synergie aus demografischem Rückenwind und steigendem Wohlstand. Mit einer der jüngsten Bevölkerungen der Welt und einem wachsenden Anteil am globalen BIP festigt der Subkontinent seine Rolle als der entscheidende strukturelle Nachfragetreiber.

Dabei fungiert die einzigartige kulturelle Affinität zum Edelmetall – unser vielzitatierter „Love Trade“ – als verlässlicher Transmissionsriemen, der ökonomische Zuwächse unmittelbar in physische Goldakkumulation übersetzt. In Indien ist Gold nicht nur Schmuck, sondern ein privates, dezentrales Sozialversicherungssystem in Gelb.

Nachfragezyklen und strukturelle Widerstandsfähigkeit

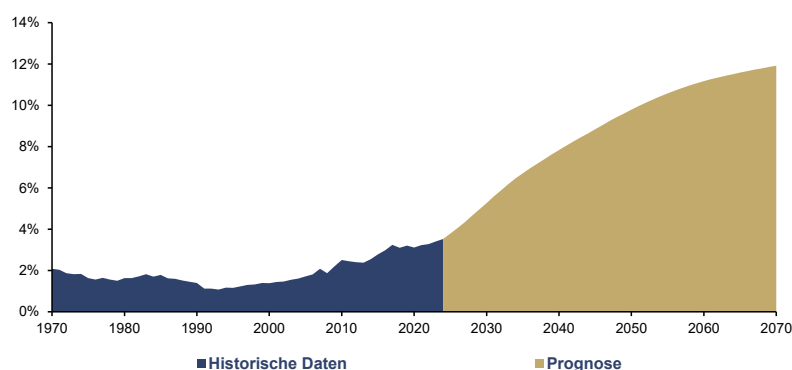
„Gold will remain relevant as a portfolio diversification mechanism.“

Anantha Nageswaran

Trotz makroökonomischer Volatilität bleibt die indische Goldnachfrage mit einem strukturellen Korridor von 600 bis 1.000 t pro Jahr ein verlässlicher Fels in der Brandung. Selbst die pandemische Zäsur von 2020, die die Käufe auf einen Tiefpunkt von 446 t drückte, erwies sich als bloße Momentaufnahme: Bis 2025 erholte sich das Volumen auf 711 t und markierte – befeuert durch die Preisrally – wertmäßig einen historischen Rekord.

Jüngste Schätzungen gehen davon aus, dass die indischen Haushalte Ende 2025 fast 35.000 t Gold besaßen. Der Goldbestand der indischen Zentralbank, der *Reserve Bank of India* (RBI), betrug Ende 2025 rund 880 t, der im Inland gelagerte Anteil mehr als 65,5 %. Der Goldanteil an den Devisenreserven ist damit etwas mehr als 17 %. Seit dem Start der Initiative „Make in India“ im Jahr 2014 konzentriert sich die Industriepolitik zunehmend auf die Ausweitung der inländischen Produktionskapazitäten durch produktionsbezogene Anreize, Steuerreformen und Infrastrukturinvestitionen, um ausländische Investitionen anzuziehen und die industrielle Basis Indiens zu vertiefen. Dieser Wandel zeigt sich beispielhaft in der schnellen Expansion der Elektronikfertigung. Die indische Elektronik- und IT-Hardware-Produktion legte von rund 221 Mrd. INR Ende der 1990er-Jahre auf rund 9,5 Bill. INR (ca. 115 Mrd. USD) im Jahr 2024 zu.

Indiens BIP, als Anteil am globalen BIP, 1970–2070e



Quelle: OECD, Weltbank, Incrementum AG



Goldvermögen der Haushalte

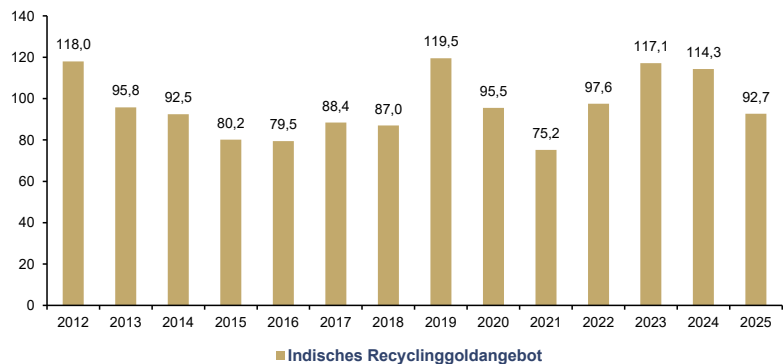
Der Anstieg des Goldpreises hat das Vermögen der privaten Haushalte deutlich erhöht. **Schätzungen deuten darauf hin, dass der Goldbestand der indischen Haushalte von etwa 23.000–24.000 t im Jahr 2015 bis Ende 2025 auf rund 35.000 t zulegen** wird. Per Ende März entsprach dies mehr als 4,0 Bill. USD und übertraf damit das indische BIP.

Nur ein kleiner Teil des Haushaltsgoldes gelangt bei Preisspitzen auf den Sekundärmarkt. **Wie das World Gold Council (WGC) hervorgehoben hat**, ziehen es die indischen Verbraucher vor, Gold selbst bei starken Preisanstiegen zu behalten. Sie betrachten Gold als generationenübergreifende Ersparnis und nicht als monetarisierbaren Vermögenswert.

” *Children should be taught that you should have all kinds of asset classes in your portfolio.*

Arundhati Bhattacharya

Indisches Recyclinggoldangebot, in Tonnen, 2012–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

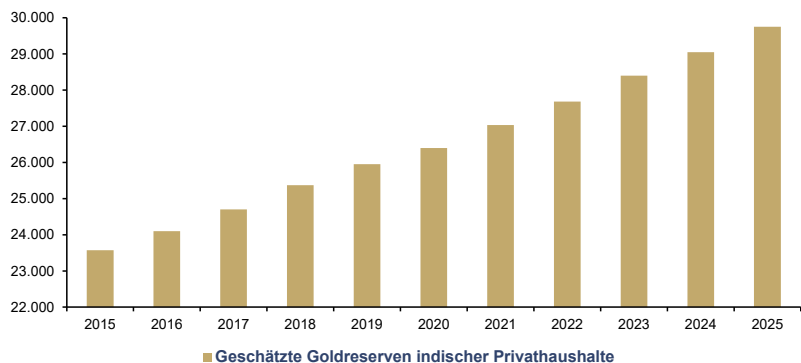


„Money is better than poverty, if only for financial reasons.“

Woody Allen

Trotz dynamischen Wachstums bleibt der Markt für Goldkredite mit rund 60 Mrd. USD – lediglich 1,7 % des privaten Goldbestands – erstaunlich unterentwickelt. Da Gold in Indien primär als generationenübergreifende Versicherung und nicht als kurzfristiges Konsumvehikel fungiert, bleibt der klassische Vermögenseffekt faktisch aus: Ein steigender Goldpreis polstert zwar die Haushaltsbilanzen auf, fungiert jedoch kaum als Transmissionsriemen für zusätzliche Ausgaben oder eine verstärkte Kreditaufnahme.

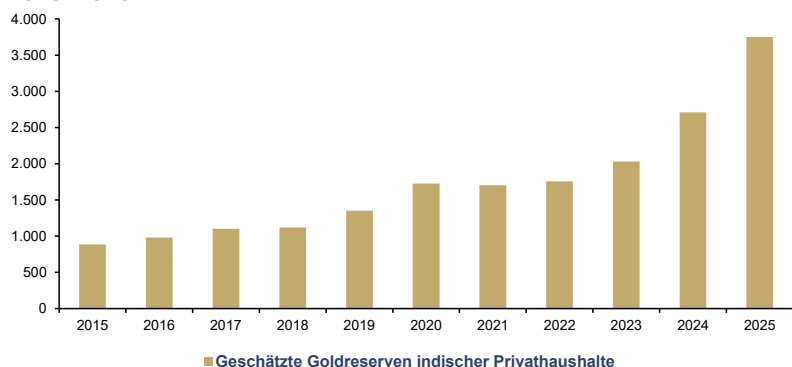
Geschätzte Goldreserven indischer Privathaushalte, in Tonnen, 2015–2025



Quelle: CLSA, World Gold Council, Incrementum AG



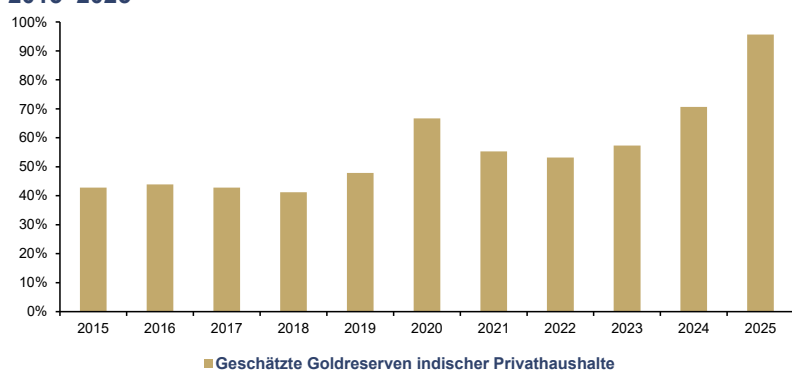
Geschätzte Goldreserven indischer Privathaushalte, in Mrd. USD, 2015–2025



Quelle: Bloomberg, CLSA, World Gold Council, Incrementum AG



Geschätzte Goldreserven indischer Privathaushalte, in % des BIP, 2015–2025



Quelle: CLSA, World Gold Council, Incrementum AG



Die nächsten zwanzig Jahre: Einkommen, Inflation und Formatelastizität

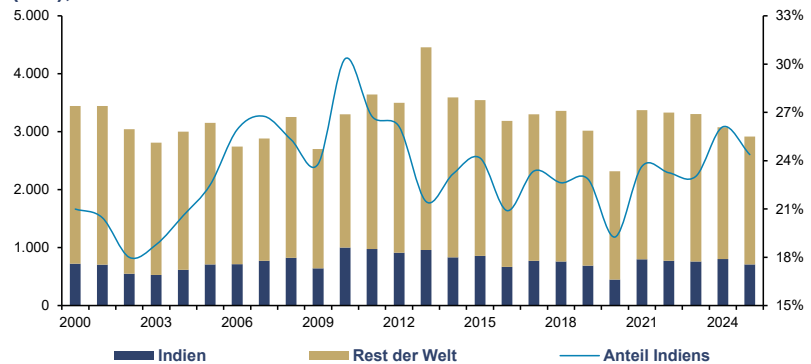
Berechnungen des WGC zeigen, dass ein Anstieg des Pro-Kopf-Einkommens um 1 % die Goldnachfrage um 0,9 % erhöht, während ein Anstieg der Inflation um 1 Prozentpunkt die Nachfrage um 2,6 % erhöht. Was die Struktur der Goldnachfrage betrifft, so wird sich der Mix weiter von ausschließlich Schmuck hin zu unterschiedlichen Finanzkanälen (ETFs/SGBs/EGRs) verschieben, da der Zugang zum formalen Goldmarkt zunehmen wird. Dieser Trend war bereits Ende 2025 und in Q1/2026 zu beobachten, als indische ETFs Zuflüsse verzeichneten und die Marktpenetration von elektronischen Goldquittungen (*Electronic Gold Receipts* (EGRs)) innerhalb eines regulierten Rahmens voranschritt.

Innerhalb Indiens sollte diese Finanzialisierung – neben der Rationalisierung der Zölle und der Durchsetzung von Gütesiegeln – die Prämien/Rabatte stabilisieren und die informellen Kanäle einengen, während die demographische Entwicklung, die Urbanisierung und die steigende finanzielle Beteiligung von Frauen die Konsumbasis stärken. Die aktuellen Prognosen deuten darauf hin, dass das indische BIP-Wachstum in den kommenden Jahren bei über 6 Prozent liegen dürfte.

„Gold loans allows households to unlock the economic value of gold while retaining emotional ownership.“

Shaji Varghese

Verbraucher-Goldnachfrage, in Tonnen (lhs), und Anteil Indiens (rhs), 2000–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Marktarchitektur, Formalisierung und regulatorische Entwicklung

Reformen in den Bereichen Import, Raffination und Vertrieb von 2000 bis 2025

„Ein einziger Schlag eines Schmieds gleicht hundert Schlägen eines Goldschmieds.“

Redewendung aus Bihar

Indiens Goldmarkt hat in den letzten zwei Jahrzehnten eine bemerkenswerte Metamorphose vollzogen: Weg von einem fragmentierten, opaken System, hin zu einer regulierten und börsengebundenen Architektur.

Das Ende der Intransparenz: Während die frühen 2000er-Jahre noch von einer geringen Transparenz in der Raffination und Prüfung geprägt waren, markierte die Zeit nach 1997 den Beginn einer schrittweisen Liberalisierung.

Die regulatorische Brechstange: Die *Interventionsphase* (2012–2013) brachte striktere Kontrollen und die berühmte 80:20-Importregel. Diese schrieb vor, dass 20 % des importierten Goldes wieder exportiert werden mussten. Zwar stabilisierte dies kurzfristig die Leistungsbilanz, förderte jedoch ungewollt den informellen Handel.

Struktureller Durchbruch: Im Zuge der *Transparenzphase* zwischen 2014 und 2018 professionalisierte sich der Sektor durch den massiven Ausbau von Raffineriekapazitäten und die Einführung moderner Risikomanagement-Tools wie Goldtermingeschäfte.

Dieser Reifeprozess hat den Grundstein für einen Markt gelegt, der heute Qualitätssicherung und institutionelles Vertrauen in den Mittelpunkt stellt und damit die Basis für den langfristigen *Love Trade* festigt.

Umstellung auf Punzierung, HUID und Qualitätssicherungssysteme

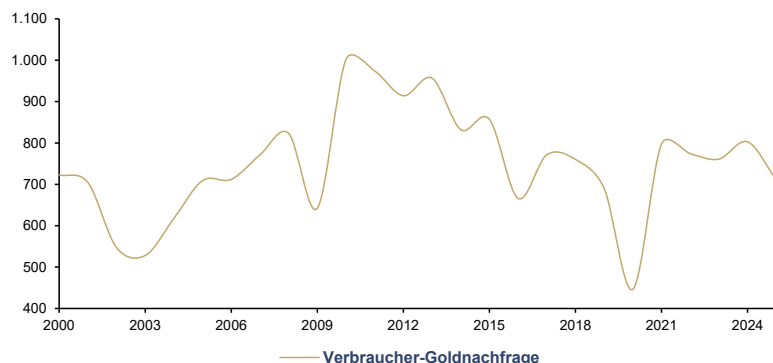
„India must have the world's best standards in jewellery. Customers must get Hallmark certified gold at earliest.“

Piyush Goyal

Die folgenreichsten Veränderungen ergaben sich durch die Reformen im Bereich der Qualitätssicherung. Das *indische Punzierungssystem*, das im Jahr 2000 vom *Bureau of Indian Standards* (BIS) eingeführt und später durch die obligatorische Einführung der *HUID*¹-basierten Punzierung ab Juni 2021 gestärkt wurde, hat die Rückverfolgbarkeit des Reinheitsgrades auf ein noch nie dagewesenes Niveau gehoben: Die Zahl der gepunzten Schmuckstücke stieg von 3,5 Crore (1 Crore = 10 Millionen) im Jahr 2020 auf 12 Crore im Jahr 2024, unterstützt durch die Zunahme der registrierten Juweliere von 35.000 auf 195.000.

1 Hallmark Unique Identification

Indische Verbraucher-Goldnachfrage, in Tonnen, 2000–2025



Quelle: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Incrementum AG



Börsengetriebene Modernisierung: IIBX, EGRs und Tresornetzwerke

Die parallelen Entwicklungen auf der Großhandelsseite waren ebenso **transformativ**. Mit dem Start der *India International Bullion Exchange* (IIBX) im Rahmen des *GIFT International Financial Services Centres* (GIFT IFSC) in Gujarat im Jahr 2022 wurde Indiens erster einheitlicher, regulierter Edelmetallhandelsplatz mit direkter Edelmetallabrechnung, 30-minütigen Clearing-Zyklen, Multi-Vault-Logistik und der Teilnahme von über 600 qualifizierten Juwelieren in 20 Bundesstaaten geschaffen.² Ergänzend zu diesen börsenbasierten Integrationen wurde die indische Importpolitik angepasst. Darauf aufbauende Mitteilungen der indischen Generaldirektion für Außenhandel im Mai und Juni 2025 bewirkten eine Reklassifizierung bestimmter Edelmetalllegierungen mit hohem Goldgehalt als „restricted“, d. h. lizenzpflichtig.

Zusammen mit der Einführung von elektronischen Goldquittungen (EGR), die das Fehlen einer regulierten Spotbörse in Indien beheben und die nationale Preisfindung verbessern, signalisieren diese Reformen einen entscheidenden Wandel hin zu einer börsenorientierten, verwahrergetesteten und interoperablen Marktstruktur. Darüber hinaus wurden die Goldzollkontingente (*gold tariff-rate quotas* (TRQs)) im Rahmen des 2022 geschlossenen „Umfassenden Wirtschaftspartnerschaftsabkommens zwischen den Vereinigten Arabischen Emiraten und Indien“ (*UAE-India Comprehensive Economic Partnership Agreement* (CEPA)) 2025 auf einen wettbewerbsorientierten Online-Ausschreibungsmechanismus umgestellt, der die früheren administrativen Zuteilungen ersetzt und den transparenten, marktbasieren Zugang zu Importen mit Präferenzzoll weiter fördert.

Vom Passagier zum Piloten: Indiens Weg zum globalen Preissetzer

Die institutionellen Weichen für Indiens Transformation vom passiven Preisnehmer zum regionalen Taktgeber sind endgültig gestellt. Vier zentrale Säulen bilden das Fundament dieser neuen Ära:

Institutionelle Transparenz: Die Kombination aus rückverfolgbarer Punzierung und digitalisierten Eigentumsnachweisen (Electronic Gold Receipts, EGR) schafft ein modernes, vertrauenswürdiges Marktumfeld.

Steuerlicher Befreiungsschlag: Die Senkung des Zollsatzes von 15 % auf 6 % entzieht dem informellen Sektor die Geschäftsgrundlage. Allerdings wurde die Steuersenkung im Mai rückgängig gemacht, um die infolge des kräftigen Anstiegs des Ölpreises unter Druck geratene Zahlungsbilanz und die deutlich an Wert verlierende Rupie zu schützen.

„India is a place where color is doubly bright. Pinks that scald your eyes, blues you could drown in.“

Kiran Millwood Hargrave

„India should be a price influencer and a price setter of gold.“

Premierminister Narendra Modi

2 Siehe „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In *Gold We Trust*-Report 2023

Die institutionellen Weichen für Indiens Transformation vom passiven Preisnehmer zum regionalen Taktgeber sind endgültig gestellt. Vier zentrale Säulen bilden das Fundament dieser neuen Ära.

Zudem rief Premierminister Narendra Modi die indische Bevölkerung dazu auf, für ein Jahr auf Goldkäufe zu verzichten, und bezeichnete einen derartigen Verzicht als „*patriotic*“.

Infrastrukturelle Exzellenz: Die IIBX fungiert als hocheffizientes Nervenzentrum, das Tresorlogistik, Großhandel und internationalen Handel integriert.

Globale Konvergenz: Durch die Angleichung an internationale Best-Practice-Standards wandelt sich Indien von einer

bankdominierten Marktarchitektur zu einem globalen Zentrum.

In den kommenden zwei Jahrzehnten wird Indien seine enorme Binnennachfrage als Hebel nutzen, um die globale Edelmetallarchitektur maßgeblich zu steuern. Der einstige „Love Trade“ wird damit zum Rückgrat einer neuen, regionalen Preisbildung.

Zeitleiste der wichtigsten Reformen (2000–2026)

- 1. Jänner 2000: Einführung des BIS-Punzierungssystems – BIS wird zur einzigen Punzierungsstelle bestimmt; Einführung eines freiwilligen Reinheitsgarantie-Systems.
- 1. Jänner 2005: Anpassung der Marktmikrostruktur – Einführung von Goldtermingeschäften und verlängerten Laufzeiten von Goldanleihen zur Unterstützung von Produktion und Risikomanagement.
- August 2012: Beginn der schrittweisen Anhebung der Zölle zur Eindämmung der Importe angesichts der markanten Verschlechterung der Leistungsbilanz.
- 14. August 2013: 80:20-Importregel – Goldimporte werden an Re-Exporte (20 %) gekoppelt; dadurch werden die offiziellen Zuflüsse gedämpft, die lokalen Prämien ausgeweitet und Anreize für informelle Transaktionen geschaffen.
- 1. Jänner 2014: *Transparenzphase* (2014–2018) – Ausweitung der Raffinierung, standardisierte Einfuhrprotokolle der benannten Banken; Umstellung von bürokratischen Beschränkungen auf Transparenz.
- 16. Juni 2021: Schrittweise obligatorische Punzierung & HUID – sechsstellige HUID auf jeder neuen Prägung; schnelle Registrierung von Juwelieren & Assaying & Hallmarking-Abdeckung.
- 29. Juli 2022: Eröffnung der IIBX (GIFT-IFSC) – Indiens erste Edelmetallbörse; BDR-Abwicklung, Tresornetzwerk, Zugang für qualifizierte Juweliere.
- 1. Juli 2024: Zollsenkung – der effektive Zoll wird von 15 % auf 6 % gesenkt, um die Spannen zu verringern und formelle Importe zu fördern; die Punzierung wird ausgeweitet (bis 2025 beibehalten).
- 29. April 2025: IFSCA-Bullionmarktregulierung – verlängerte IIBX-Handelszeiten, breitere Beteiligung; Einrichtung für zusätzliche Produkte.
- 2. Jänner 2026: *Aktualisierte IFSCA-Richtlinien* – umfassender Rahmen für Gold-/Silberimporte über die IIBX; klare Zulassungswege für qualifizierte Juweliere; laufende Überprüfung der Einhaltung der Vorschriften.

Aktuelle Marktdynamik (2025–2026): Preise, Verhaltensmuster und Importe

Der Preisanstieg und die Reaktion der Nachfrage

Die Goldpreise in Indien legten 2025 um fast 75 % auf 390.000 INR zu. Ende Jänner wurde mit knapp 500.000 INR das Allzeithoch erzielt. Bis Ende März gab der Goldpreis auf etwas über 435.000 INR nach.

Gold, in INR, 01/2025–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Volatilität, Abschläge und schnelle Normalisierung der Aufschläge

Die indische Nachfrage antwortete im Einklang mit den bekannten Elastizitäten. Die Goldnachfrage reagiert empfindlich sowohl auf das Preisniveau als auch auf die Volatilität: **Analysen zeigen**, dass ein Preisanstieg um 1 % die Nachfrage um 0,4 % verringert, während ein Preisrückgang um 1 % die Nachfrage um 1,2 % erhöht. Wie Uday Kotak einmal feststellte: „**The Indian housewife is the smartest fund manager.**“ In einem Jahr, in dem die Preise um mehr als 70 % stiegen und wilde Schwankungen auftraten, gaben ihm viele recht – sie wechselten still und leise von Hochzeitsschmuck zu Barren und Münzen. Als die Preise in Q4/2025 in die Höhe schnellten, **stiegen die inländischen Abschläge auf rund 30 USD**, und die Schmuckkäufe gingen stark zurück. Doch anstatt zu schrumpfen, passte sich der Markt an. **Die Nachfrage nach Barren und Münzen** legte von November bis Dezember 2025 auf fast 40 % zu.

„*The Indian housewife is the smartest fund manager.*“

Uday Kotak

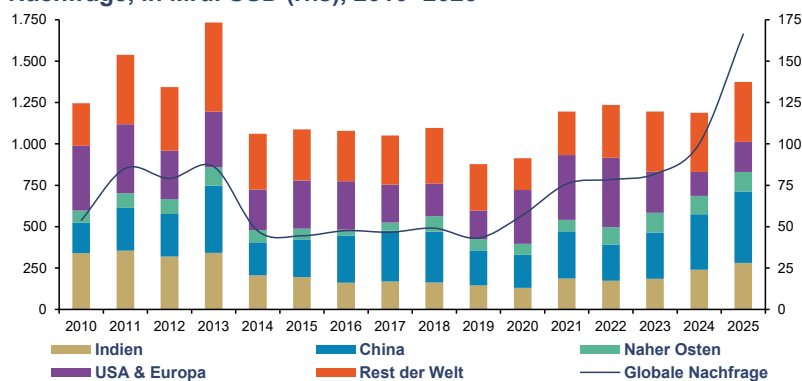
Anlageverhalten: Barren, Münzen und ETF

Die Investmentnachfrage verzeichnete in Indien einen der stärksten Zuwächse seit mehr als zehn Jahren. In zwei aufeinanderfolgenden Quartalen wurde die Marke von 90 t überschritten. Damit erreichten die jährlichen Investitionen den höchsten Stand seit mehr als zehn Jahren und angesichts der stark gestiegenen Preise ein noch nie dagewesenes Volumen von 32 Mrd. USD.

„*Worthy, you carry arrows and a bow; worthy, your necklace of gold coins, many-hued and brilliant.*“

Rig Veda

Goldbarren- und Münznachfrage, in Tonnen (lhs), und globale Nachfrage, in Mrd. USD (rhs), 2010–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Die auffälligste Entwicklung Anfang 2026 war die schnelle Erholung der Nachfrage, sobald die Volatilität nachließ. Als sich die Weltmarktpreise im Jänner stabilisierten, bewegte sich **der Goldpreis in Indien** innerhalb weniger Tage von Abschlägen in Höhe von rund 61 USD/oz zu Aufschlägen in Höhe von 15 USD/oz. **Ein Muster, das sich in China ebenfalls zeigte**, wo sich die Einzelhandelsaufschläge vor dem Neujahrsfest in den positiven Bereich normalisierten. Diese rasche Normalisierung unterstreicht, dass die indischen Verbraucher viel stärker auf Preisstabilität als auf absolute Preisniveaus reagieren. Das Timing überschneidet sich auch mit der indischen Hochsaison für Hochzeiten (Oktober–Februar), in der normalerweise 3 bis 4 Millionen Hochzeiten stattfinden, was den Aufschwung in der Schmuckherstellung verstärkte.

Die Investitionstätigkeit war im Jahr 2025 der wichtigste Stabilisator. **Die börsengehandelten Fonds (ETFs) verzeichneten im Dezember** mit 37 t den höchsten monatlichen Zufluss ihrer Geschichte und steigerten das verwaltete Vermögen auf 1.279 Mrd. INR, während die Käufe von digitalem Gold **von 8 Mrd. INR auf 21 Mrd. INR im Jahresvergleich anstiegen**.

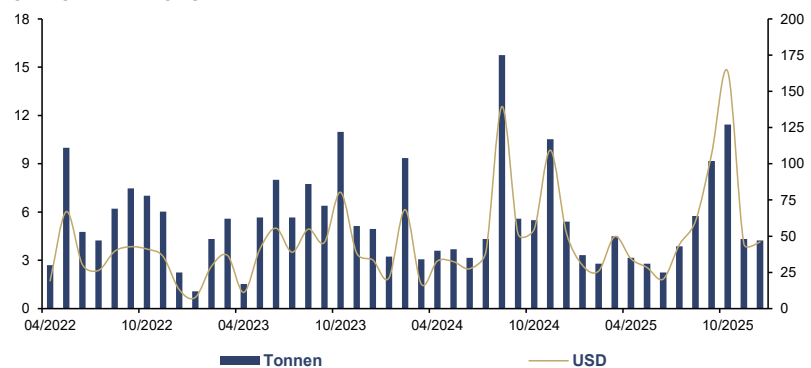
Importmuster und Arbitrage-Dynamik

» *Central banks who support high deficit funding may need to take a leaf from India, a net importer of store of value forever.*

Uday Kotak

Die Importe haben sich stark an die Marktbedingungen angepasst. Die offiziellen Zuflüsse fielen im Dezember 2025 auf nur noch 35–40 t, was den Druck auf die Leistungsbilanz verringerte. Diese Neuordnung der Nachfragekanäle trug in Verbindung mit einer gedämpften Schmuckherstellung und einem begrenzten Recycling zu einem deutlichen Rückgang des Gesamtgoldangebots auf 771,2 t im Jahr 2025 nach 933,8 t im Jahr 2024 bei, wobei die Zuflüsse von Standardbarren von 572,3 t auf 451,10 t, von Doré-Gold von 229,40 t auf 212,60 t und von recyceltem Gold von 114,31 t auf 92,74 t zurückgingen, **so die Daten des World Gold Council**. Der Goldbestand der Reserve Bank of India, der indischen Zentralbank, legte 2025 nur um 4 t zu und damit so wenig wie seit acht Jahren nicht mehr. **Ihre mehrjährige Strategie der Repatriierung und Umschichtung von Reserven setzte die RBI jedoch fort**, wodurch sich der Inlandsbestand auf rund 65 % erhöhte und Gold 13,9 % der Gesamtreserven ausmachte. Dies entspricht dem weltweiten Trend der Zentralbanken der Schwellenländer, sich von Vermögenswerten mit Gegenparteirisiko zu trennen. Die private Goldnachfrage, die in der Regel empfindlich auf Bewegungen der Rupie reagiert, ging Ende 2025 ungewöhnlich stark zurück, da die hohe Volatilität vorübergehend keine brauchbaren Arbitragefenster mehr zuließ.³

Indische Goldimporte, in Tonnen (lhs), und in Mrd. USD (rhs), 04/2022–12/2025



Quelle: Ministry of Commerce and Industry, Incrementum AG

 **incrementum**

Finanzialisierung und der Aufstieg von Anlagegold

ETF-Expansion und drei strukturelle Faktoren

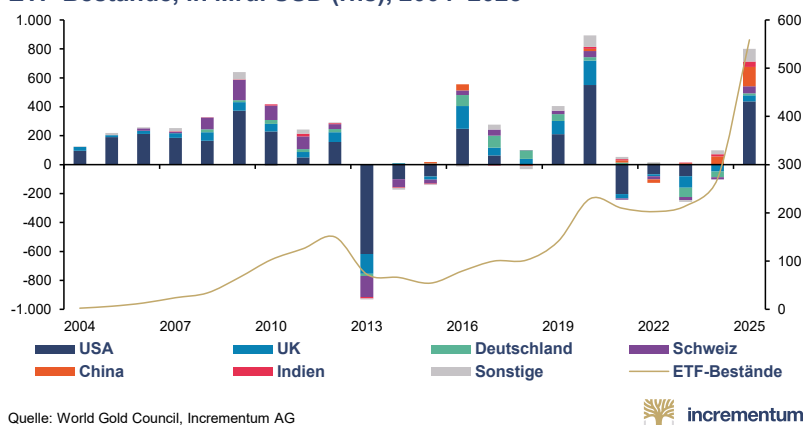
Der Markt für Anlagegold hat sich zu einer wichtigen antizyklischen Säule des Goldmarktes entwickelt, die die Schmucknachfrage in volatilen Phasen ergänzt und stabilisiert. Der sprunghafte Anstieg der ETF-Aktivitäten im Jahr 2025 unterstreicht die Reife der indischen Markttransformation. Allein im Dezember flossen netto 116 Mrd. INR in Gold-ETFs – ein historischer Rekordwert, der die Bestände auf 95 t hob. Diese Dynamik gipfelte im Gesamtjahr 2025 in einer Rekordnachfrage von 37 t und setzte sich bis Jänner 2026 mit Beständen von 110 t sowie einem AUM von 1.842 Mrd. INR fort.

Angetrieben von schwächelnden Aktienmärkten und makroökonomischer Unsicherheit wandelten sich urbane Inder fast über Nacht zu überzeugten ETF-Adepten. Es scheint, als hätte ein wenig Volatilität ausgereicht, um den traditionellen „Love Trade“ auf digitale Schienen zu heben – wer hätte gedacht, dass das „Yellow Metal“ so schnell zum Liebling der urbanen Portfolio-Manager avancieren würde?

„Gold has become a „mainstream asset“ from a traditionally influenced store of value.

Sachin Jain

Gold-ETF-Flows nach Ländern, in Tonnen (lhs) und Globale Gold-ETF-Bestände, in Mrd. USD (rhs), 2004–2025



Die Beteiligung von Privatanlegern nahm zu, weil sich der Zugang der Haushalte zu Investitionskanälen verbesserte. Seit 2014 wurden in Indien 482 Mio. Jan-Dhan-Bankkonten eröffnet, womit sich die Gesamtzahl auf 578 Mio. erhöhte; die Zahl der Demat-Konten für Aktien stieg von 24 Mio. auf 216 Mio. und die Zahl der Smartphone-Nutzer vervierfachte sich auf 950 Mio. Zusammengenommen haben diese Verschiebungen unzähligen Indern die Möglichkeit eröffnet, Anlagegold digital, nahtlos und regelmäßig kaufen zu können.

„The root of wealth is economic activity.

Chanakya

Gold-Staatsanleihen: Konzeption, Auswirkungen und Grenzen

Gold-Staatsanleihen (Sovereign Gold Bond (SGB)) verstärkten diese Dynamik noch zusätzlich. Mit einer jährlichen Verzinsung von 2,5 %, einer Befreiung von der Kapitalertragssteuer bei Fälligkeit und der Unterstützung durch die indische Regierung boten SGBs die kostengünstigste langfristige Goldanlage für indische Haushalte. Die hohe Liquidität durch den Sekundärmarkthandel erhöhte die Attraktivität der 2015 lancierten Gold-Staatsanleihen zusätzlich. Die kumulierte Emission erreichte 98 t, wobei sie besonders stark von städtischen, wohlhabenden und steuerbewussten Anlegern angenommen wurden. SGBs spiegelten den Mentalitätswandel wider, wonach Gold nicht nur als traditioneller Vermögenswert oder Schmuckstück betrachtet wird, sondern zunehmend auch als Finanzinstrument.

„Wealth creation is not a selfish pursuit; it is a responsibility.

Thiruvalluvar

» *There are seven lawful sources of income: inheritance, acquisition, purchase, conquest, investment, industry and receiving of proper gifts.*

Manusmriti

Das indische Gold-Staatsanleihenprogramm war einer der innovativsten Versuche der Regierung, das strukturelle makroökonomische Ungleichgewicht zu verringern, das durch große physische Goldimporte entsteht. Wie von *Goldman Sachs* hervorgehoben wurde, ist Gold nach Erdöl weiterhin Indiens zweitgrößter Importposten.⁴ Durch die Umlenkung eines Teils der Goldnachfrage der Haushalte in ein Finanzinstrument statt in importiertes Metall hofften die politischen Entscheidungsträger, die Abflüsse von US-Dollar zu verringern, den Druck auf die Leistungsbilanz zu mindern und die Volatilität der Rupie zu reduzieren.

SGBs waren als direkter finanzieller Ersatz für physisches Gold gedacht. Die von der RBI ausgegebenen und in Gramm denominierten Papiere hatten eine Laufzeit von acht Jahren, wobei eine vorzeitige Rückzahlung nach dem fünften Jahr zulässig war, mit einem Kupon von ursprünglich 2,75 %, der später auf 2,5 % gesenkt wurde – und mit einer Befreiung von der Kapitalertragssteuer bei Fälligkeit. Außerdem entfielen für die Anleger die Umsatzsteuer und die Gebühren für die Schmuckherstellung. Bei der Rückzahlung erhalten die Inhaber den aktuellen inländischen Goldpreis in Rupien, sodass sie in vollem Umfang von den Preissteigerungen profitieren können, ohne die mit Münzen, Barren oder Schmuck verbundenen Transaktionskosten.

Das SGB-Programm wurde mit Februar 2024 eingestellt. Bestehende Serien laufen noch bis 2032. Der Stopp spiegelt den Erfolg bei der Umschichtung von Ersparnissen der privaten Haushalte in Finanzgold wider, der durch die hohen fiskalischen Kosten aufgrund des starken Anstiegs des Goldpreises ausgeglichen wurde: Frühe Niedrigpreisemissionen werden jetzt nach jahrelangen Zinszahlungen zu einem viel höheren Goldpreis zurückgezahlt. Das System hat sich zu einem Altbestand an langfristigen Verpflichtungen entwickelt, der das künftige Verhältnis zwischen physischer und finanzieller Goldnachfrage prägt. **Rückblickend betrachtet waren die SGBs ein kluger politischer Schritt, der den Zugang zu Gold erweiterte, aber die traditionell verwurzelte physische Nachfrage des Massenmarktes kaum beeinträchtigte.**

Digitales Gold: Mikrosparen und die Akzeptanz durch junge Anleger

» *Accumulate wealth – it destroys the arrogance of your enemies; there is no weapon sharper.*

Thiruvalluvar

Digitales Gold steht am entgegengesetzten Ende des Spektrums: ein Massenmarkt, ein hochfrequentes Engagement, besonders beliebt bei jüngeren Nutzern zwischen 18 und 35 Jahren. Mit 5–6 Mio. aktiven Konten, die häufig Transaktionen in Stückelungen unter 500 INR (= ca. 4,60 EUR) durchführen, hat digitales Gold den Besitz demokratisiert und ein Mikro-Sparverhalten ermöglicht, das mit der explosionsartigen Verbreitung des indischen Echtzeitüberweisungssystems UPI und Zahlungsapps einhergeht. Dieses Segment führt auch Millionen von Erstspargern an Gold als Vermögenswert heran. Die UPI-basierten Käufe von digitalem Gold haben sich im Jahr 2025 mehr als verdoppelt und stiegen von 8 Mrd. INR im Jänner auf 21 Mrd. INR im Dezember, wobei im Laufe des Jahres schätzungsweise 13,5 t akkumuliert wurden. Selbst nach einer vorübergehenden Verlangsamung im Anschluss an die Warnung des *Securities and Exchange Board of India (SEBI)* vom November 2025 stiegen die Transaktionsvolumina schnell wieder an, was die Widerstandsfähigkeit und die wachsende Attraktivität von digitalem Gold bei jüngeren Sparern unterstreicht. **Seit Ende 2025 erlaubt die indische Aufsichtsbehörde für Pensionsfonds die Allokation in Gold-ETFs, und es wird erwartet, dass Versicherungsgesellschaften eine ähnliche Genehmigung erhalten.**

Elektronische Goldquittungen (EGR): Eine Brücke zwischen physischen und finanziellen Märkten

Elektronische Goldquittungen (EGR) ermöglichen den nicht-physischen Besitz von Gold in einem regulierten, börsengehandelten Markt. Dadurch werden physisches und finanzielles Gold durch Transparenz und Standardisierung miteinander verbunden und Indien an die globalen Benchmarks in Shanghai, London und Singapur angeglichen. Die 2025 von der SEBI verhängten Beschränkungen für unregulierte

⁴ Siehe Goldman Sachs Commodities Research: „India Gold Market: Household Holdings, Financialisation Trends, and Import Dynamics“, 17. August 2025

digitale Goldplattformen lenkten die Ströme in regulierte Kanäle, während die *International Financial Services Centres Authority* (IFSCA), die zuständige Aufsichtsbehörde, mit ihrem Vorstoß für Interoperabilität über die *India International Bullion Exchange* (IIBX) die Liquidität, Rückverfolgbarkeit und Tiefe verbessert hat. Anfang 2026 werden Börsen wie die NSE (National Stock Exchange) und die BSE (Bombay Stock Exchange) die Vorbereitungen fortsetzen und den Handel für EGR-Segmente simulieren, um diesen Rahmen voranzubringen.

Die Akzeptanz von Silber als Kreditsicherheit verspricht, beachtliches Haushaltsvermögen aus seinem Dornröschenschlaf zu wecken – insbesondere in ländlichen Regionen.

Expansion der Edelmetallkredite: Silber als Sicherheit

Im April 2026 unternahm Indien einen historischen Schritt bei der Vergabe von Edelmetallkrediten, indem es die Verwendung von Silberschmuck und Münzen als formale Kreditsicherheiten gemäß den neuen Richtlinien der RBI für die Kreditvergabe gegen Gold- und Silbersicherheiten zuließ. Parallel zu diesen Krediterweiterungen führte das *Bureau of Indian Standards* (BIS) die freiwillige HUID-basierte Punzierung für Silber nach dem überarbeiteten Standard IS 2112:2025 ein und erweiterte die verpflichtende Goldpunzierung auf 9-Karat-Schmuck. Mit dieser Politik wird Silber zum ersten Mal im modernen indischen Bankwesen der gleiche regulatorische Status wie Gold zuerkannt, sodass Haushalte bis zu 10 kg Silberschmuck oder 500 g Münzen verpfänden können, die nach den von der *India Bullion and Jewellers Association* (IBJA) oder der SEBI festgelegten Referenzpreisen bewertet werden. **Analysten bezeichnen diesen Schritt als eine bedeutende Remonetarisierung von Silber und stellen fest, dass formelle Kreditgeber Silber nun einheitlich als Sicherheit anerkennen, was zuvor nur für Gold galt.**

Es wird erwartet, dass durch die Akzeptanz von Silber als Kreditsicherheit erhebliches Haushaltsvermögen freigesetzt wird – das Silbervermögen der indischen Haushalte wird auf 34.600 t geschätzt –, insbesondere in ländlichen und kleinstädtischen Regionen. Dort ist der Besitz von Silber weiter verbreitet als der von Gold. Was bisher als totes Kapital galt, wird nun mobilisiert, womit Millionen von Erstkreditnehmern in das formale Kreditsystem aufgenommen werden.

„Buying metals like gold, and silver, signifies attracting the radiance and Ojas vitality energies of the cosmos.“

Spundhann

Einzelhandelsnachfrage, Herstellung und Verbraucherpsychologie

Hochzeitszyklen, Feste und nicht-diskretionäre Nachfrage

Der indische Schmuckmarkt ist nach wie vor einer der größten und strukturell widerstandsfähigsten der Welt, auch wenn die Schmucknachfrage im vergangenen Jahr um 24 % auf 430,5 t zurückging, den niedrigsten Stand seit fast drei Jahrzehnten. Dennoch liegen die Durchschnittswerte über mehrere Jahrzehnte hinweg durchwegs über 500 t jährlich. Hochzeiten sind der wichtigste Faktor für die Nachfrage: 50–55 % der Schmuckkäufe entfallen darauf. Festtage wie Akshaya Tritiya und Diwali sorgen für eine konzentrierte Nachfrage, die oft innerhalb weniger Tage um 40–60 t steigt. Diese zyklischen Anker sorgen dafür, dass Indien auch in Zeiten hoher Preise oder makroökonomischer Unsicherheit einen Grundstock an obligatorischen, traditionell motivierten Käufen aufrechterhält.



Quelle: Pexel

Ländliche Nachfrage, Monsunzyklen und landwirtschaftliche Einkommen

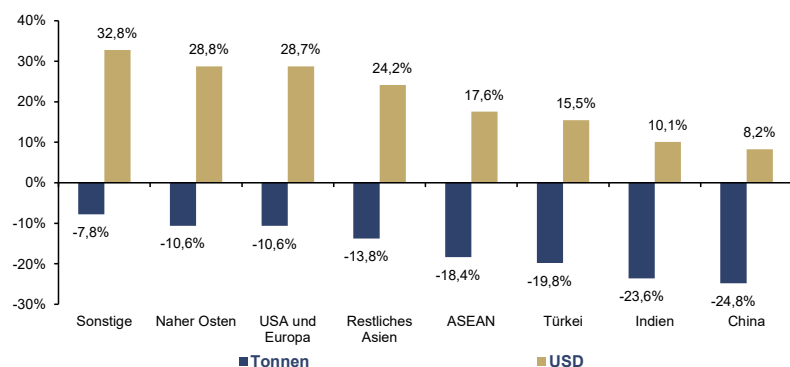
Die ländliche Wirtschaft spielt weiterhin eine entscheidende Rolle bei der Gestaltung des Schmuckvolumens. Trotz des rückläufigen Anteils der Landwirtschaft am BIP generieren ländliche Haushalte immer noch rund 55 % der Schmucknachfrage, was die enge Verbindung zwischen landwirtschaftlichen Einkommen, Erntezyklen und Goldausgaben widerspiegelt. Fast 70 % der ländlichen Haushalte sind von der Landwirtschaft abhängig, und die Niederschläge sind nach wie vor ein wichtiger Faktor für das verfügbare Einkommen: **um 1 % höhere Monsunniederschläge im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt erhöhen die Goldnachfrage um 0,2 %**. Umgekehrt dämpfen Perioden stagnierender Reallöhne auf dem Land – wie 2014–2020, als die Löhne um durchschnittlich 0,3 % sanken – vorübergehend die diskretionären Schmuckkäufe.

„Silver becomes gold when mixed with gold.“

Chanakya

Jüngste Rückmeldungen aus dem Handel deuten darauf hin, dass selbst in Zeiten schwächerer ländlicher Einkommen die obligatorische Hochzeitsnachfrage intakt bleibt, wenn auch in abgeschwächter Form. Die Haushalte passen ihre Nachfrage dahingehend an das höhere Preisniveau an, indem sie weniger opulente Designs und einen geringeren Reinheitsgrad wie 18 k und 14 k nachfragen. Einzelhändler berichten, dass mehr als 40 % der Schmuckverkäufe aus dem Umtausch von Altgold stammen, was verdeutlicht, wie sehr die Haushalte ihr Budget schonen und gleichzeitig ihren Verpflichtungen in der Hochzeitssaison nachkommen.

Goldschmucknachfrage, yoy, 2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

incrementum

Die Formalisierung des Einzelhandels und der Aufstieg der organisierten Ketten

„Good people and gold can be joined back together a hundred times. The bad are like a clay pitcher; one strike and they are done.“

Heiliger Kabir

Der indische Goldschmuckeinzelhandel hat einen der tiefgreifendsten Strukturwandel der letzten Jahrzehnte erlebt. Offizielle Lieferketten, die durch die Umsatzsteuer, den digitalen Zahlungsverkehr, die obligatorische Punzierung und das HUID-System gestärkt wurden, haben Marktanteile gewonnen – von etwa 30 % im Jahr 2015 auf schätzungsweise 36–40 % bis zum Fiskaljahr 2025 – und gleichzeitig die Reinheitsgarantie und das Vertrauen der Konsumenten verbessert. Die Branche, die in der Vergangenheit mit rund 10–15 % betrügerischer Fälle mit zu geringem Karatgewicht zu kämpfen hatte, nähert sich nun den globalen Standards an, sodass große nationale Anbieter wie *Tanishq* und *Malabar Gold & Diamonds* nach Größe und Umsatz zu den weltweit führenden Juwelieren zählen. Die Herstellung erfolgt nach wie vor handwerklich in 20.000–30.000 Werkstätten und Karigars, in denen etwa 55 % der Produktion von Hand gefertigt werden. Dies bietet eine unübertroffene Flexibilität bei der Umstellung von Designs und Gewichten bei Preisschwankungen – wie die rasche Umstellung auf ultraleichte Stücke während des Preisanstiegs im Jahr 2025 gezeigt hat.

Diese Formalisierung wird durch die Kapitalmärkte weiter beschleunigt: Im Fiskaljahr 2024–25 gab es 17 neue Börsennotierungen, und im Fiskaljahr 2025–26 werden Dutzende weiterer Juweliere und Hersteller Börsengänge beantragen oder vorantreiben – eine beispiellose Welle. Die Disziplin der öffentlichen Märkte erzwingt geprüfte Offenlegungen, Rückverfolgbarkeit und Governance-Standards, die undurchsichtige, bargeldintensive Praktiken ersetzen und Maßstäbe für Reinheit, Beschaffung und Service setzen. Der weltweite Aufstieg indischer Handelsketten in Verbindung mit dem Anstieg der Börsennotierungen markiert einen entscheidenden Übergang von einem fragmentierten, familiengeführten Einzelhandel zu einer modernen, transparenten und investitionsfähigen Branche, die das Vertrauen, den Verbraucherschutz und die Position Indiens als weltweites Schmuckzentrum stärkt.

” *Merchants increase the strength of a kingdom.*

Mahabharata

Makro, FX und Geopolitik: Die strategischen Grundlagen der Nachfrage

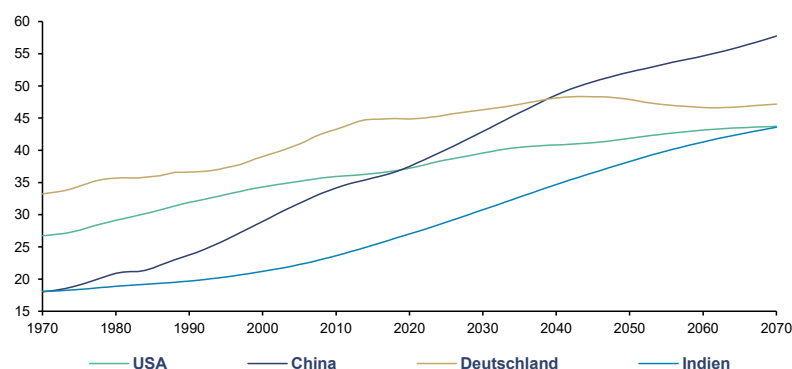
Einkommen, Urbanisierung und demographische Dynamik

Die Zukunft der indischen Goldnachfrage ist eine Funktion aus makroökonomischen und demographischen Trends. Mit einem BIP-Wachstum von konstant 6–7 %, einem Medianalter von 27 Jahren und einer Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, die bis 2041 jährlich um fast 7 Mio. Menschen wachsen soll, schafft Indien jedes Jahr Millionen neuer Erwerbstätiger und neuer Haushalte.

” *A country's jewels are these five: unfailing health, fertility, and joy, a sure defence, and wealth.*

Thiruvalluvar

Medianalter der Bevölkerung, 1970–2070e



Quelle: United Nations, Incrementum AG



incrementum

Dieser strukturelle Rückenwind verstärkt lebenszyklusbedingte Schmuckkäufe – Hochzeiten, Geburten, Feste und Übertragungen zwischen den Generationen – und vergrößert gleichzeitig den Pool der Sparer, die in Anlagegold investieren können. Die Urbanisierung, die sich von 18 % im Jahr 1960 auf aktuell ca. 38% nahezu verdoppelt hat, verstärkt diesen Effekt, indem sie den Zugang zu Banken, digitalen Zahlungen und organisiertem Einzelhandel verbessert und damit die Vertriebskanäle und den formalisierten Konsum erweitert. **Die Einkommenselastizität bleibt ein wesentlicher Faktor: Nach Analysen des WGC erhöht ein Anstieg des Pro-Kopf-Einkommens um 1 % die Goldnachfrage um 0,9 %.**

” *She laid out all her ornaments and many gold and silver coins in a heap at the entrance of the bedchamber and lit many lamps.*

Dhanteras-Legende

Inflation, Rupienzyklen und Gold als Absicherung

Die Wechselwirkung von Gold mit der Inflation und der Währungsdynamik unterstreicht seine Rolle in den Portfolios der indischen Haushalte. **Ein Anstieg der Inflation um 1 % erhöht historisch gesehen die Goldnachfrage um 2,6 %.** Die Abwertung

der Rupie erhöht die inländischen Renditen für Gold, was es sowohl als Konsumanlage als auch als Absicherung gegen Kaufkraftverlust attraktiv macht. Im Jahr 2025 verstärkte die Kombination aus hohen Weltmarktpreisen, der Stärke des USD und der Schwäche der INR den Aufwärtsdruck auf die lokalen Goldpreise, was die Attraktivität von Goldfinanzprodukten wie SGBs und ETFs erhöhte und die Verbraucher zu Altgoldtausch und leichterem Schmuck drängte. Diese makrofinanzielle Dynamik erklärt, warum die Investmentnachfrage selbst bei einer Abschwächung der Produktion robust blieb – ein Verhalten, das mit den über mehrere Jahrzehnte beobachteten, antizyklischen Goldinvestitionsmustern Indiens übereinstimmt.

Geopolitik, Reservestrategie und Verhalten der Zentralbanken

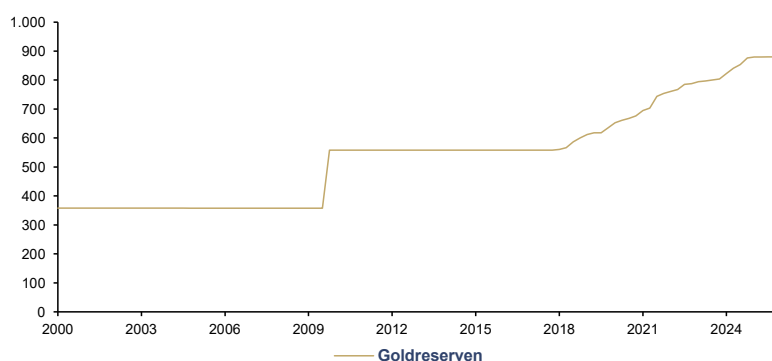
Indiens geopolitisches Umfeld fügt eine weitere Ebene der strategischen Nachfrage hinzu. Das Land ist mit vielen geopolitischen Herausforderungen konfrontiert. Für die privaten Haushalte bietet Gold Schutz vor Inflation, Währungsschwankungen und makroökonomischen Schocks; für den Staat bietet es eine Diversifizierung gegen das geopolitische Risiko, das in den Devisenreserven steckt. In diesem Umfeld fungiert Gold als doppelter Versicherungswert – mikroökonomisch für die Haushalte, makroökonomisch für den Staat.

» *We are building up gold reserves — that is a part of our reserve deployment.*

Ex-Gouverneur Shaktikanta Das, RBI

Die Reservestrategie der RBI spiegelt diese Logik wider und steht in engem Einklang mit dem Verhalten der globalen Zentralbanken. In den vergangenen vier Jahren hat die RBI etwa 280 t Gold repatriiert, im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2025–26 etwa 64 t hinzugefügt,⁵ ihr Engagement in US-Staatsanleihen reduziert und den Goldanteil an den Reserven auf rund 16 % erhöht. Diese Maßnahmen spiegeln einen breiteren Trend wider, auf den wir in früheren *In Gold We Trust*-Reporten hingewiesen haben: Die Zentralbanken – insbesondere in den Schwellenländern – bauen ihre Goldbestände aus, um sich gegen Gegenparteirisiken, Sanktionen und geopolitische Fragmentierung abzusichern.⁶ Im Jahr 2025 erhöhte die RBI ihre Goldbestände um lediglich 4 t Gold – so wenig wie seit acht Jahren nicht mehr. Dennoch ließen Bewertungseffekte den Anteil von Gold an den Devisenreserven innerhalb eines Jahres von 10 % auf 16 % ansteigen. **Diese Dynamik verdeutlicht, dass die Zusammensetzung der Reserven zunehmend von der Preissteigerung und nicht vom Mengenwachstum bestimmt wird.**

Goldreserven der Reserve Bank of India, in Tonnen, 2000–2025



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Einfuhrzölle, informelle Warenströme und Probleme bei der Einhaltung der Vorschriften

⁵ Siehe „Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung“, *In Gold We Trust-Report 2025*

⁶ Siehe u. a. „BRICS & das Ringen um eine neue Weltordnung: Geopolitische Verschiebungen im Jahr 2025“, *In Gold We Trust-Report 2025*; „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold“, *In Gold We Trust-Report 2024*; „De-Dollarization: Der finale Showdown?“, *In Gold We Trust-Report 2023*

Die Struktur der indischen Einfuhrzölle ist nach wie vor eine der wichtigsten politischen Determinanten der Dynamik des Inlandsmarktes. Die Anhebung der Zölle von 2 % auf 10 % in den Jahren 2012–2013 in Verbindung mit der befristeten „80:20-Regel“ **drückte die Nachfrage um etwa 1,2 % jährlich** und schuf starke Anreize für illegale Importe. Als sich die Preisunterschiede zwischen dem inländischen und dem internationalen Markt vergrößerten, stieg der Schmuggel 2013–14 auf schätzungsweise 335 t an und damit auf fast ein Viertel der gesamten indischen Goldnachfrage. Während die Verschärfung der Vorschriften und die verstärkte Durchsetzung der Gesetze die illegalen Importe in der Folge reduzierten, sind sie weiterhin sehr empfindlich gegenüber Auf- und Abschlagszyklen, Rupienbewegungen und globalen Arbitragebedingungen. Zölle sind nach wie vor ein entscheidender Hebel zur Verringerung von Preisverzerrungen und Spannen zwischen Inland und Ausland und zur Verbesserung der Wirksamkeit der legalen Importkanäle. Indien fördert derzeit nur 1–2 t Gold pro Jahr und ist damit einer der am stärksten von Importen abhängigen großen Goldmärkte der Welt. Die laufenden Reformen der Rahmenbedingungen für den Bergbau zielen jedoch darauf ab, die inländische Produktion in den nächsten zehn Jahren erheblich auszuweiten.

Der indische Goldmarkt kann jedoch nicht vollständig verstanden werden, ohne den informellen Markt zu berücksichtigen. Auf ländlichen und kleinstädtischen Märkten werden nach wie vor Einzelhandelstransaktionen in bar abgewickelt, wobei das Gold häufig mit Bargeld gekauft wird, das über lange Zeiträume angespart wurde. Die Lieferketten von den Goldschmieden, die größtenteils in kleinen Werkstätten angesiedelt sind, bis zu den Einzelhändlern verlaufen häufig außerhalb der formalen Fakturierungssysteme, was den Juwelieren zwar Flexibilität bietet, aber die Rückverfolgbarkeit und Überprüfung der Reinheit erschwert.

Das Recycling von Altgold fügt eine weitere strukturelle Ebene hinzu. Da 40–50 % der indischen Schmuckproduktion aus recyceltem inländischem Altgold bestehen, verkaufen die Haushalte in Zeiten hoher Preise routinemäßig Altschmuck, um an Liquidität zu gelangen. Durch diese Praxis werden die Produktionsmengen aufrechterhalten und gleichzeitig die offiziellen Importe reduziert, was die direkte Korrelation zwischen den Weltmarktpreisen und dem Inlandsverbrauch schwächt.

Diese sich überschneidenden informellen Kanäle schaffen eine Reihe von Schwierigkeiten bei der Einhaltung der Vorschriften. Transaktionen mit hohem Bargeldanteil, nicht registrierte Werkstätten und informelles Recycling erschweren die Geldwäschebekämpfung, die Durchsetzung von Punzierungen und den Übergang zu digitalen Rückverfolgbarkeitssystemen wie HUID. Die politischen Entscheidungsträger sind sich dessen bewusst, weshalb die Abschwächung der Zölle, eine verbesserte Aufsicht über die Raffinerien, die obligatorische Punzierung und die Ausweitung regulierter Plattformen wie der IIBX den Kern der laufenden Reformbemühungen bilden. Diese Initiativen zielen darauf ab, die Transparenz zu erhöhen, die Preisfindung zu harmonisieren und die Angleichung Indiens an die globalen Standards des Edelmetallmarktes zu verstärken.

Die politische Herausforderung für die Zukunft besteht darin, den Sektor zu formalisieren, ohne die Anpassungsfähigkeit zu untergraben, die Indiens Goldmarkt in der Vergangenheit so einzigartig gemacht hat. **Dieses Gleichgewicht – zwischen Transparenz und Flexibilität, Regulierung und Tradition – wird die langfristige Entwicklung der indischen Goldwirtschaft bestimmen.**

” *Those who love stealing can never be content with what they have.*

Thiruvalluvar

” *If a theory of justice is to guide reasoned choice of policies, strategies or institutions, then the identification of fully just social arrangements is neither necessary nor sufficient.*

Amartya Sen

Fazit: Indiens Goldmarkt an einem Wendepunkt

Vor zwanzig Jahren war der indische Goldmarkt riesig, aber strukturell zersplittert – dominiert von kleinen Familienjuwelieren, einem begrenzten formellen Einzelhandel, minimalen Raffineriekapazitäten und praktisch keinen Goldfinanzprodukten. Importzölle bestimmten sowohl die offiziellen als auch die inoffiziellen Goldströme. Hochzeiten und Erbschaften dominierten die Nachfrage, und Gold diente in erster Linie als

Die Struktur der indischen Einfuhrzölle ist nach wie vor eine der wichtigsten politischen Determinanten der Dynamik des Inlandsmarktes.

Schmuck, Familienvermögen und kulturelle Verpflichtung. Indien war der größte Verbraucher der Welt, blieb aber weitgehend ein passiver Teilnehmer an der globalen Golddynamik.

Heute ist der indische Goldmarkt deutlich professioneller, transparenter und einflussreicher. Der organisierte Einzelhandel hat seine Präsenz ausgeweitet, Punzierung und HUID haben die Reinheit und das Vertrauen erhöht, und die

Raffineriekapazitäten sind um ein Vielfaches gestiegen, wodurch Indien stärker in die globalen Lieferketten integriert wurde. Die Finanzialisierung hat Gold in eine moderne Anlageform verwandelt: ETFs, SGBs und EGRs stehen nun neben Schmuck, Münzen und Barren, während digitale Plattformen Millionen von Erstspargern den Zugang eröffnet haben. Das Verhalten des Marktes 2025 bis 2026 hat seine Anpassungsfähigkeit bewiesen: Es wurde niedrig-karatiger Schmuck nachgefragt und gegen Altgold eingetauscht; Anlagekanäle fingen die Volatilität auf; und tief verwurzelte kulturelle und psychologische Verankerungen hielten die Nachfrage selbst bei Rekordpreisen aufrecht.

„*I have tested all sorts of medicines, but nothing is comparable to Love. You just take one drop of it, and your whole being is transformed into pure gold.*“

Heiliger Kabir

Informelle Kanäle – vom bargeldbasierten Einzelhandel und kleinen Handwerksbetrieben bis hin zum Recycling in den Haushalten – haben nach wie vor einen großen Einfluss. Doch Reformen wie die obligatorische Punzierung, die GST, die Ausweitung des digitalen Zahlungsverkehrs, die verbesserte Aufsicht über die Raffinerien und die Entstehung der IIBX führen zu einer stetigen Angleichung Indiens an globale Standards und verringern den Raum für Verzerrungen.

Mit Blick auf die Zukunft ist die Entwicklung Indiens eindeutig. Steigende Einkommen, die demographische Dynamik, die rasche Verstädterung und die stärkere digitale und finanzielle Integration werden die Nachfrage weiter steigern und formalisieren. **Die kulturelle Kontinuität stellt sicher, dass Gold für Hochzeiten, Ersparnisse, Identität und den Vermögenstransfer zwischen den Generationen unverzichtbar bleiben wird.** In Kombination mit einer stärkeren Integration in globale Goldbarren-Netzwerke und einem sich entwickelnden börsenbasierten Handelssystem entwickelt sich Indien von einem der wichtigsten Verbrauchermärkte der Welt zu einem zunehmend einflussreichen Teilnehmer an der regionalen Preisfindung, den globalen Handelsströmen und der langfristigen Architektur des internationalen Goldsystems. ■

„Gold Is the New Gold“

Ein Interview mit Sachin Jain, Regional CEO India, World Gold Council

Dieses Interview wurde im Februar 2026 geführt. Wir drucken es hier im englischen Original ab.

IGWT: India has one of the world's deepest traditions of physical gold ownership. How do you explain its enduring strength today?

„*Physical ownership is still the emotional core of India's gold ecosystem. Gold is not treated as a luxury good – it is a way of life.*“

Sachin Jain

Sachin Jain: Physical ownership is still the emotional core of India's gold ecosystem. Gold is not treated as a luxury good; it is a way of life. In most families, you have a family doctor and a family jeweler. These jewelers are often century-old businesses, embedded across 350,000 locations in India. Trust, lineage, and cultural continuity keep households attached to physical gold, especially in rural areas where gold still equals „saving“, not „investment“.

Even today, brides in southern India commonly wear multiple kilograms of gold during wedding ceremonies. That physicality creates an emotional anchor no financial product can fully replace – but what's changing is that digital and financial forms are supplementing, not replacing, this core behavior.

IGWT: *Your data show remarkable growth in financial gold products like ETFs. Does this come at the cost of jewelry demand?*

Jain: Not at all – we see complementarity, not cannibalization. India's gold ETFs grew from 40 t AUM in January 2024 to nearly 100 t by January 2026, a 2.5x rise. That is extraordinary growth, but still small compared to India's ~800 t annual gold demand.

Financialization is rising because urban investors are looking for diversification, liquidity, and transparency. But the cultural functions of jewelry – wedding gifting, status, inheritance – remain untouched. Jewelry fulfills social obligations; ETFs and digital gold fulfill portfolio needs. Both segments grow for different reasons, driven by different consumers.

IGWT: *Rural and urban gold behavior seems to diverge sharply. What does this mean for future demand?*

Jain: Urban India is becoming more “investment-first”: Gold competes with equities, mutual funds, SIPs, and alternatives. Rural India remains “savings-first”: Gold is the most trusted store of value in regions with limited banking access. About 40% of India's gold demand still comes from rural households, and for them, gold is simpler than financial products. What you save in is what you hold in your hand.

This duality is actually India's strength. The income pyramid is rising – more Indians are entering the middle-income group, and historically a 1% rise in disposable income leads to a 1% increase in gold demand in value terms. India is not a saturated gold market like some others in Asia; it is expanding into new segments every year.

IGWT: *India has seen major regulatory changes – hallmarking, a duty cut, and changes in import rules. What is the government's evolving view on gold?*

Jain: For decades, gold was seen as a macroeconomic “problem” because it was the second-largest import after oil. Policymakers associated gold with current account pressure. That has changed fundamentally. India now has strong FX reserves, and the government recognizes that gold:

- employs 5mn people across the value chain,
- supports a vast artisanal ecosystem,
- is moving steadily into transparent, formal channels,
- can become a source of export value addition.

The hallmarking revolution – the HUID system – is one of the world's most advanced purity-traceability frameworks. And the 2024 duty cut from 15% to 6% essentially broke the back of the grey market overnight. Retail transparency is improving, and India is positioning itself as a future global jewelry hub, not just a consumer.

„ If there is one takeaway, it is this: Gold is no longer a „traditional“ asset. It is becoming a transparent, technological, globally relevant asset class.

Sachin Jain

IGWT: *Looking ahead, what is the most important shift you expect in India's gold market over the next decade?*

Sachin Jain: India is becoming a digital-first gold nation. With the world's cheapest mobile data and more than 800mn internet users, the next generation will not interact with gold the way their parents did. The future is a hybrid:

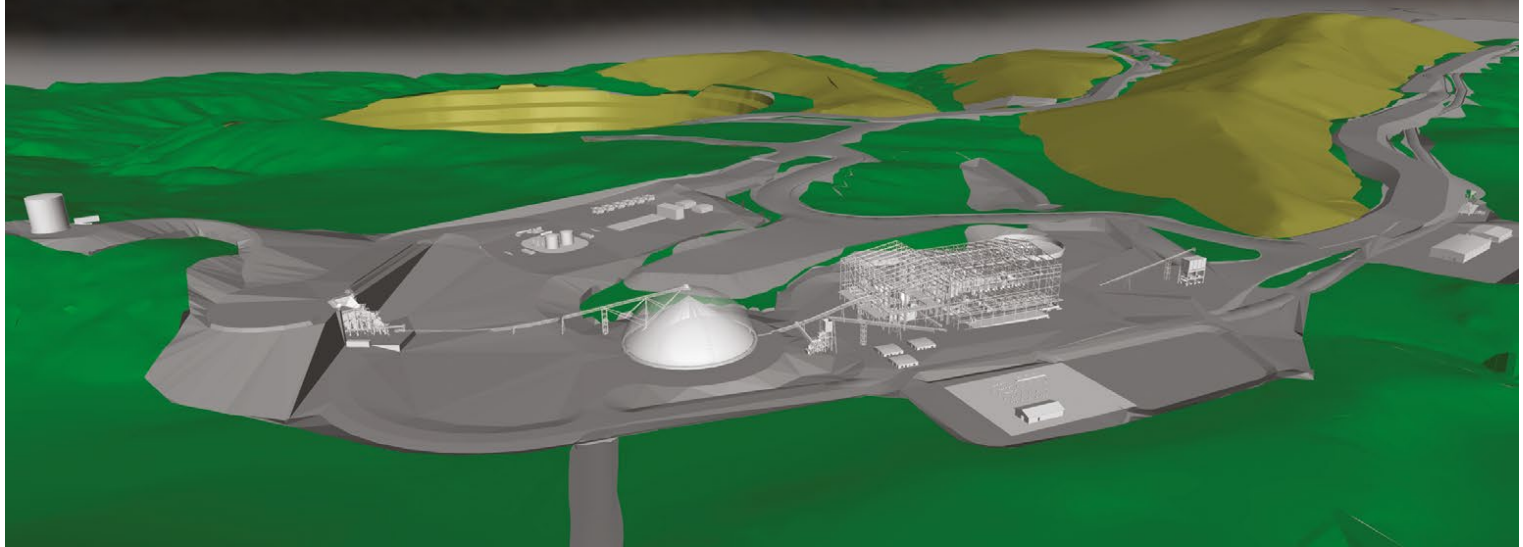
- physical jewelry for culture, identity, weddings and status;
- digital and financial gold for savings, liquidity and portfolio strategy;
- innovations in gold-backed pensions and provident funds;
- and industry-wide modernization through a planned Global Gold Innovation Centre in India – a first of its kind.

If there is one takeaway, it is this: Gold is no longer a „traditional“ asset. It is becoming a transparent, technological, globally relevant asset class. As I like to say, gold is the new gold – and it will stay the new gold for India's future. ■

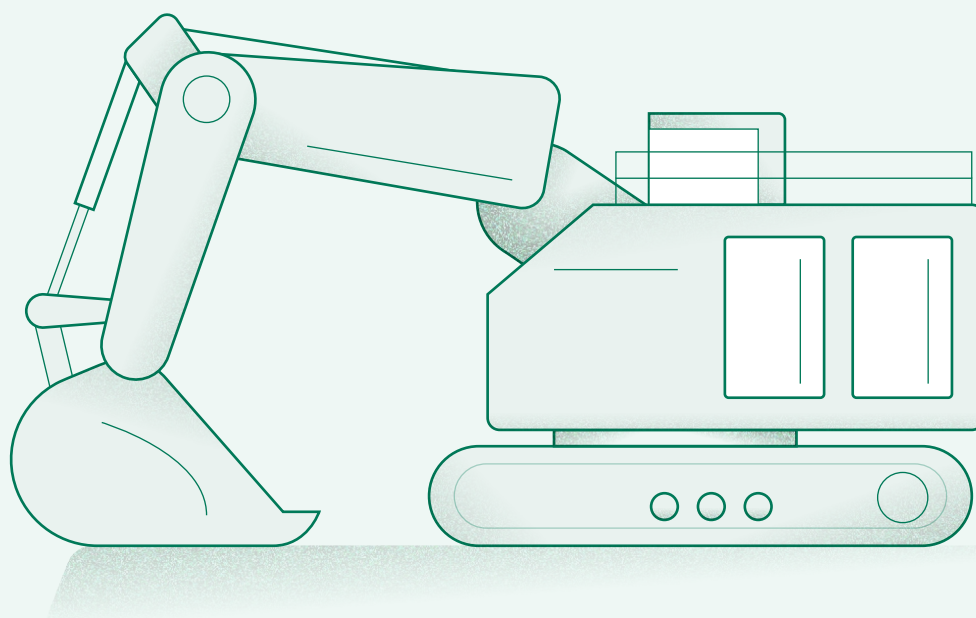


Fully Permitted Gold and Copper Project in the U.S.

U.S. Gold Corp. is an emerging U.S.-based gold-copper developer poised to become a 110,000+ oz/year producer. With a world-class gold and critical metals asset portfolio in Wyoming, Nevada, and Idaho – USAU offers a compelling mix of near-term production and large-scale exploration upside. The flagship CK Gold Project in Wyoming is fully permitted and advancing toward development.



Der Kollaps des Rohstoff-Betas



Key Takeaways

- Rohstoff-Beta – also ein breites Rohstoff-Exposure – eignet sich immer weniger als Knappheitsindikator, denn seit 2020 konzentriert sich die benchmark-relative Outperformance auf eine schrumpfende Zahl von Rohstoffen.
- Im Post-2020-Regime spaltet sich der Rohstoffsektor auf. In Engpassmärkten, d. h. in Märkten, in denen das Angebot nicht rasch skalieren kann, hält die Outperformance an. In Durchsatzmärkten, in denen das Angebot reagieren kann, bleibt die Performance zyklisch und kehrt zum Mittelwert zurück.
- Gold steht als Anker außerhalb des rohstoffübergreifenden Ringens um die beste Performance. Gold fungiert als monetärer Referenzwert, der das Vertrauen und die staatliche Nachfrage in der Bilanz stützt, selbst wenn die Renditeführerschaft in anderen Bereichen des Sektors wechselt.
- Die größten Kursbewegungen werden ausgelöst, wenn eine steigende Nachfrage auf ein träges Angebot trifft. Dünne Investorenbasis, Benchmark-Untergewichtungen und selektive Nachfrageimpulse können dann kleine Schocks in nichtlineare Preisbewegungen verwandeln.



We've under-invested in productive capacity... and we can't arrest that decline in five years.

Rick Rule

Einleitung

In den vergangenen *In Gold We Trust*-Reports haben wir folgenden makroökonomischen Bogen skizziert: Die geldpolitische Glaubwürdigkeit steht unter Druck, die Politik agiert unter strengeren Auflagen, und das globale System wird entlang fiskalischer Voraussetzungen, geopolitischer Präferenzen und Lieferkettennotwendigkeiten immer fragmentierter. Innerhalb dieses Bogens sind die Rohstoffe durch einen spezifischen Mechanismus wieder ins Rampenlicht gerückt: Nachfrageschocks treffen nun auf ein System mit geringen Lagerbeständen, längeren Vorlaufzeiten und einem stärker eingeschränkten Angebot. **Infolgedessen konzentriert sich der Preisdruck zunehmend auf bestimmte Engpässe und nicht mehr auf den gesamten Rohstoffsektor.**

„I'm sure that in 1985, plutonium is available in every corner drugstore, but in 1955, it's a little hard to come by.

Dr. Emmett Brown

Diese Verschiebung verändert für Investoren die Ertragsmöglichkeiten eines Exposures im Rohstoffsektor. Der Rohstoffsektor verhält sich nicht mehr wie ein einzelner makroökonomischer Korb, wie vielfach immer noch angenommen wird. Im Vergleich zu einer breiten Benchmark wie dem *Bloomberg Commodity Index* (BCOM) ist die Partizipation geringer geworden, und die Marktführerschaft hat sich verengt: Auf eine kleinere Gruppe von Märkten entfällt nun ein größerer Anteil der benchmark-relativen Outperformance, d. h. der Outperformance im Vergleich zum Index. Dabei handelt es sich nicht mehr um das klassische Rohstoff-Beta, sondern um das Knappheits-Alpha. Knappheit ist nicht verschwunden, sondern es ist schwieriger geworden, diese Knappheit durch ein Exposure auf Indexebene abzubilden, weil die maßgeblichen Engpässe (*binding constraints*) nun an bestimmten Knotenpunkten (*nodes*) wie der Förderung, dem Transport, der Verarbeitung, der Infrastruktur, den Lagerbeständen oder witterungsabhängigen Produktionszyklen sitzen, anstatt gleichmäßig über den Sektor verteilt zu sein. Wer diese strukturellen Engpässe richtig identifiziert, kann ein Knappheits-Alpha aufbauen und damit die Knappheitsprämie lukrieren – im Gegensatz zum reinen Rohstoff-Beta, das zunehmend enttäuscht.

„The cure for high prices is high prices. The cure for low prices is low prices. It always works.

Jim Rogers

Wir bezeichnen diese Lücke als den Zusammenbruch des Rohstoff-Betas¹: Ein breit gestreutes Exposure ist in einem makroökonomischen Regime, in dem Prämien für den maßgeblichen Engpass anfallen, zu einem schwächeren Proxy für Knappheit geworden. Wir testen diese These, indem wir den Rohstoffsektor als einen Querschnitt gegen BCOM behandeln. Wir interpretieren die daraus resultierende Verengung der Marktführerschaft anhand von zwei unterschiedlichen Angebots-Modi: einerseits

¹ Siehe „Bewertung und Beta des Goldminensektors“, *In Gold We Trust*-Report 2024

Durchsatzsysteme (throughput systems), in denen das lieferbare Angebot innerhalb des betrachteten Zeitraums problemlos erweitert werden kann (= elastisches Angebot), und andererseits *Engpasssysteme (bottleneck systems)*, in denen eine Ausweitung nicht möglich ist (= unelastisches Angebot).

Manche Engpässe lösen sich auf. Andere werden zur Outperformance...

Um diese Muster sichtbar zu machen, nehmen wir drei Analysen vor: 1.) die BCOM-bezogene Performance wichtiger Rohstoffe; 2.) die Erstellung einer Regime-Heatmap, die die relativen Renditen unter verschiedenen makroökonomischen Rahmenbedingungen abbildet; 3.) die Anwendung eines Indikators für Marktführerschaft und Konzentration, der zeigt, wie eng oder breit die Partizipation geworden ist. Zur leichteren Unterscheidung einer überwindbaren von einer mit größerer Wahrscheinlichkeit anhaltenden Knappheit präsentieren wir abschließend eine praktische „Knotenpunkt“-Checkliste.

Aktuell finden sich an einigen Stellen im Rohstoffsektor neuralgische Engpässe.

Der Druck baut sich an bestimmten Punkten in der Metall-, Energie- und Agrarindustrie auf, und die Marktführerschaft ergibt sich sowohl aus dem Ort als auch aus der Dauer der Verknappung. Die Konsequenzen unterscheiden sich fundamental: In Durchsatzsystemen löst sich der Engpass auf, die Marktführerschaft verändert sich. In Engpasssystemen halten hingegen die Knappheitsprämien lange genug an, um eine benchmark-relative Outperformance auszulösen. Der breite Indexkorb bietet zwar weiterhin Diversifikation, verwässert aber zunehmend das Exposure in Engpassmärkten. Das erklärt, warum die Ära nach 2020 von Streuung und Konzentration geprägt ist statt von breiter, einheitlicher Partizipation.

Warum Rohstoffe wieder ins Blickfeld geraten sind

Rohstoffe rücken immer dann in den makroökonomischen Fokus, wenn eine steigende Nachfrage auf niedrige Lagerbestände, lange Vorlaufzeiten und Kapazitätsengpässe trifft. Die 2010er-Jahre waren geprägt von einer disinflationären Flaute und einer raschen Reaktion des Grenzangebots. Seitdem hat sich das Umfeld fundamental verändert. Markträumende Kanäle werden nun zunehmend bestimmt von politischen Restriktionen, Sicherheitsprämien, langsameren Projektzyklen und zunehmender Wettervolatilität: Genehmigungen, Finanzierung, Schifffahrtswege, Verarbeitungskapazitäten, Vorratsaufbau. Wo sich diese Restriktionen verschärfen, konzentriert sich der Preisdruck. Die Marktführerschaft hängt daher davon ab, wo der bindende Engpass sitzt und wie schnell Lagerbestände wieder aufgebaut werden können.

Das makroökonomische Regime: Nachfrageimpulse treffen auf ein beschränktes Angebot

Der Policy-Mix reagiert nun spürbar empfindlicher auf Engpässe. Anhaltende Inflation, höhere Staatsausgaben, Reindustrialisierungsversuche und steigende Investitionsausgaben für die Energiewende erhöhen die Häufigkeit, mit der Nachfrageimpulse auf ein knappes Angebot treffen. Unter diesen Bedingungen hängt die Rohstoffpreisbildung stärker davon ab, wie rasch das Angebot reagieren kann und wie groß die Lagerbestände sind. In Stressphasen werden letztere, gemeinsam mit Reservekapazitäten, zum wichtigsten kurzfristigen Räumungsmechanismus.

Dieses Umfeld verlangt nach einer neuen Portfoliokonstruktion. Gesunkene reale Renditen und anhaltende Inflation erhöhen die Kosten der Bargeldhaltung und langfristiger Vermögenswerte, was die marginale Nachfrage in Richtung liquider Wertaufbewahrungsmittel drängt. Gleichzeitig untergraben die höhere Inflationsvolatilität

„We’ve exited the era of abundance — the 2010s. We’ve shifted into the era of scarcity.“

Tyler Rosenlicht

„It’s important to understand that there are environments where stocks do well, bonds do well, and environments where they both do badly.“

Ray Dalio

und Verschuldungsrestriktionen die Zuverlässigkeit der Duration als defensives Instrument, was die Relevanz von Exposures mit physischen Beschränkungen und Sicherheitsprämien erhöht.

Das Signal: Gold preist die Opportunitätskosten des Vertrauens wieder ein

Wenn Glaubwürdigkeit und Durationsrisiko neu bewertet werden, zeigen sich die ersten Signale bei jenem Vermögenswert, der dieser Verschiebung am direktesten ausgesetzt ist: Gold. Die Performance von Gold im Verhältnis zu Aktien und langfristigen Anleihen spiegelt die Opportunitätskosten des Vertrauens in durationsbasierte Finanzforderungen wider.

„Government bonds are no longer the foundation of an antifragile portfolio, as they have been for the last 40 years.“

In Gold We Trust-Report 2025

Im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ wird im Kapitel „Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen“ die Wertentwicklung von Gold mit der der wichtigsten Vermögenswerte verglichen, die den Kern des Standardportfolios des vorherigen makroökonomischen Regimes bildeten, insbesondere Aktien und langfristige Anleihen. Dabei wird die Stärke von Gold nicht nur gegenüber durationsbasierten Vermögenswerten hervorgehoben, sondern es werden auch jene Marktphasen identifiziert, in denen Gold besser performt als breite Rohstoffbenchmarks. Dieses Muster spiegelt den Charakter des Regimes wider: Eine höhere Inflationsvolatilität erhöht die Zinsunsicherheit, Schuldenregeln engen den fiskalischen Spielraum ein, und die Bedeutung der Duration als sicherer Hafen nimmt ab. Infolgedessen verlagert sich die Nachfrage auf einen bilanzierbaren Vermögenswert: Gold.

Davon ausgehend rückt die Frage realer Vermögenswerte unweigerlich zurück ins Zentrum der Portfoliokonstruktion. Sobald Glaubwürdigkeit neu bewertet wird, verschiebt sich die Aufmerksamkeit hin zu Assets, die fiskalischem Druck, geopolitischer Unsicherheit und physischen Engpässen ausgesetzt sind. Das wirft eine zentrale Frage für Rohstoffe auf: Wie breit kann die Beteiligung über den Sektor hinweg wirklich werden, wenn sich das makroökonomische Regime verschärft?

Eine breitere Partizipation ist möglich – aber nur unter bestimmten Bedingungen

Eine anhaltende Neubewertung der Glaubwürdigkeit geht häufig mit einer breiteren Partizipation realer Vermögenswerte einher, weil die Lagerbestände sinken und sich die Investitionszyklen verzögern. Dadurch gewinnen physische Angebotsengpässe für die Preisbildung auf einer größeren Anzahl von Märkten an Bedeutung. Diese breitere Partizipation tritt in der Regel ein, wenn der Glaubwürdigkeitsimpuls auf den Rohstoffmärkten die Bilanzenebene erreicht: Die Lagerbestände gehen zurück, die Wiederbeschaffungszyklen verlängern sich, und das Grenzangebot reagiert innerhalb des relevanten Zeitrahmens nicht unmittelbar.

Wir sind dennoch der Auffassung, dass der Spielraum für eine breitere Diversifizierung begrenzt bleibt – durch die Skalierbarkeit des Angebots und die Geschwindigkeit, mit der Systeme Lagerbestände wieder aufbauen können. Benchmark-relative Marktführerschaft wird daher davon abhängen, wo bindende Engpässe auftreten und wie lange sie anhalten.

Wo Engpässe auftreten: Zugangsbeschränkungen, Angebotsträgheit, Witterungsbedingungen

Knappheit wird ungleichmäßig übertragen, wenn die üblichen Anpassungsmechanismen wie (inter-)nationaler Handel, Substitution, Abbau der Lagerbestände und Kapitalinvestitionen

Schocks nicht mehr auffangen können. In einem solchen Fall werden Ungleichgewichte nicht mehr reibungslos über Regionen oder die Zeit hinweg ausgeglichen, sondern an bestimmten Engpässen. Je stärker die Markträumung an bestimmten Orten konzentriert wird, desto weniger verhält sich der Rohstoffmarkt wie ein einheitlicher Makrokorb.

Zugangsbeschränkungen

Die Geopolitik verursacht lokale Knappheiten, indem sie bestimmt, wer Zugang zu Ressourcen bekommt und wer diese in eine wirtschaftlich verwertbare Form weiterverarbeiten darf. Geopolitische Allianzen, Handelspolitik und strategische Prioritäten spielen eine wachsende Rolle bei der Bestimmung der Ressourcenverfügbarkeit, der Lieferketten und der Raffinerungsprozesse. Exportkontrollen, Sanktionsrisiken, Friendshoring und strategische Vorratshaltung erhöhen die Sicherheit. Dadurch wird die Markträumung weg von der Idee globaler Lieferketten und hin zu kontrollierten und kontrollierbaren Knotenpunkten in der Wertschöpfungskette verlagert.

Die politischen Entscheidungsträger verhalten sich bereits so, als ob das Rohstoff-Beta hinfällig wäre. Rohstoffe werden nicht mehr als fungibles Gut behandelt. Stattdessen wird die Politik zunehmend auf bestimmte Materialien und Engpässe hin ausgerichtet. In den USA wird die Bevorratung durch einen jährlichen Materialplan des *Strategic-Material-Programms* der *Defense Logistics Agency* operationalisiert. Dieser legt für jedes Material fest, welche Mengen erworben werden müssen und welche verbraucht werden können. Gleichzeitig veröffentlicht das US-Energieministerium eine *Liste kritischer Mineralien* und eine unterstützende Methodik zur Priorisierung energiekritischer Rohstoffe. Die Botschaft ist eindeutig: Die Planung der Versorgungssicherheit erfolgt jetzt Rohstoff für Rohstoff und nicht mehr pauschal für den gesamten Rohstoffsektor.

In Europa werden ebenfalls einschlägige Gesetze verabschiedet. Die *EU-Verordnung über kritische Rohstoffe* (CRMA) setzt bis 2030 explizite Benchmarks für die gesamte Produktionskette – Ziele für die inländische Gewinnung, Verarbeitung und das Recycling – sowie eine Diversifizierungsobergrenze, die die Abhängigkeit von einem einzigen Nicht-EU-Lieferanten begrenzen soll.

Im Wesentlichen spielen nun Herkunft, Transportweg und Verarbeitungseignung eine wichtige Rolle. Engpässe werden abgesichert, nicht der gesamte Sektor. Dies bestätigt den allgemeineren Punkt: **Knappheit wird jetzt an den Knotenpunkten und nicht mehr über den Index ausgeglichen.**

Angebotsträgheit: Schleppende Projekte, geringe Reservekapazitäten, anhaltende Knappheitsprämien

Die Trägheit des Angebots verstärkt die lokalen Knappheiten. Im Kapitel „*Capex-Comeback?*“ im *In Gold We Trust*-Report 2023 „*Showdown*“ argumentierten wir, dass nach einer langen Phase des Capex-Mangels allmählich wieder Kapital in den Rohstoffsektor fließt. Dabei stößt es jedoch auf nicht-marktbezogene Hindernisse, zu denen ESG-Vorgaben und geopolitische Faktoren zählen. Und es bestehen noch weitere Hürden: Verzögerungen bei der Erteilung von Genehmigungen, Kapitaldisziplin und – in Teilen des Minensektors – sinkende Erzqualität.

Der Manchester-United-Effekt: Die Aufholjagd wird erst dann so richtig wahrgenommen, wenn sie auf der Anzeigetafel aufleuchtet.

” *To decrease and preclude dependence upon foreign sources or single points of failure for strategic materials in times of national emergency.*

Defense Logistics Agency Strategic Materials, Mission Statement

” *Even when minerals are mined outside of China, they are almost always sent there for processing.*

Goldman Sachs

„We've under-invested in productive capacity... and we can't arrest that decline in five years.

Rick Rule

„What's obvious is obviously wrong.

Joe Granville

Damit ist die Verknappung eher strukturell als vorübergehend. Innerhalb des relevanten Preisbildungshorizonts kann das Angebot oft nicht schnell genug reagieren, sodass die Lagerbestände den größten Teil des Schocks auffangen. Angesichts der geringeren Anzahl großer Produzenten, geringerer Reservekapazitäten und längerer Zeiträume von der Entdeckung bis zur ersten Förderung von Rohstoffen bleibt das System angespannt, sobald die Lagerbestände schwinden. Knappheitsprämien können daher über mehrere Quartale hinweg bestehen bleiben.

Belastung durch Witterung: wiederholte Verringerung der Lagerbestände in biologisch begrenzten Systemen

Schlechte Witterung führt zu lokaler Verknappung, falls die Lagerbestände infolge wiederholter wetterbedingter Ausfälle nicht mehr aufgefüllt werden können, die normalerweise das Angebot ausgleichen. Am deutlichsten wird das bei Rohstoffen, die durch biologische Faktoren eingeschränkt sind, und daher kurzfristig begrenzte Flexibilität aufweisen. Wenn dieses Muster anhält, erscheint das, was normalerweise wie ein episodischer Engpass aussieht, zunehmend als strukturelles Problem – nicht, weil die betroffene Ware weltweit knapp ist, sondern weil sich die Lagerbestände nicht wieder auffüllen.

Engpasskanäle im Rohstoffsektor

Nachfrage strömt hinein, Engpässe treten hervor

Wenn Handel, Substitution, Lagerbestände und Investitionen Schocks nicht absorbieren können, entlädt sich Knappheit an spezifischen Knotenpunkten – nicht auf Indexebene.



Quelle: MiningVisuals, Incrementum AG

Ein breites Exposure verwässert; Engpässe verstärken sich

Zusammengenommen führen diese Beschränkungen zu einer naheliegenden Schlussfolgerung: Seit 2020 beschränkt sich die Outperformance der Benchmark auf spezifische Knotenpunkte und besteht nicht mehr im gesamten Rohstoffsektor, weil die üblichen güterübergreifenden Ausgleichsmechanismen wie Substitution, Lagerbestände und Reaktion des Grenzangebots nicht mehr wirken.

Die Verstärker: Abläufe, Untergewichtung und Chinas selektiver Impuls

Wenn in einem Engpassmarkt mit geringer Investorenbasis ein neuer Nachfrageimpuls auftritt, können die Preisbewegungen konvex werden, wobei kleine Nachfrageanstiege zu unverhältnismäßig großen Gewinnen führen. Der Mechanismus ist simpel. Das lieferbare Angebot ist begrenzt, die Liquidität ist gering, und die Produzenten können innerhalb des Preissetzungsfensters nicht schnell genug reagieren. Drei Kräfte verstärken diese Konvexität: eine dünne Kapitalbasis, verzögerte Umschichtungen und ein selektiver China-Impuls.

Das Rohstoffexposure wird durch die Indexstruktur, die Anlagerichtlinien und die Risikolimits der Banken und Vermögensverwalter beschränkt. Unseres Erachtens bedeutet dies nicht einfach „mehr Aufwärtspotenzial, weil zu wenig Aktien vorhanden sind“, sondern eine verzögerte und dann abrupte Reaktion bei der Allokation. Wenn ein Sektor nur einen kleinen Teil der Benchmark ausmacht, lösen verbesserte Fundamentaldaten selten sofortige Käufe aus. Eine Beteiligung erfolgt in der Regel erst, wenn sich die überdurchschnittliche Wertentwicklung bereits abzeichnet und der Engpass eindeutig relevant ist. **Nennen wir es den Manchester-United-Effekt: Die Aufholjagd wird erst dann so richtig wahrgenommen, wenn sie auf der Anzeigetafel aufleuchtet.** Zu diesem Zeitpunkt reagieren die Investoren weniger empfindlich auf den Preis, weil sich der Schwerpunkt von der Frage, ob ein Vermögenswert billig ist, zu „Wir brauchen ein Exposure“ verlagert. Wenn das Ziel nur noch darin besteht, sich ein Exposure zu sichern, ist der Zeitpunkt weniger wichtig als die Durchführung dieses Vorhabens.

Diese verzögerte Umschichtung wird durch die Gestaltung der Benchmarks noch verstärkt. Aktien-Benchmarks verschleiern oft, wie stark untergewichtet ein Sektor tatsächlich ist. Wenn die Gewichtung eines Sektors im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegt, kann er erheblich an Wert gewinnen, bevor Zuflüsse passiver Anleger ins Gewicht fallen. Auf Märkten mit begrenztem Angebotswachstum wird die Unterbeteiligung dadurch zu einem Verstärker: Der marginale Käufer kann die Preise deutlich nach oben treiben, insbesondere wenn der Streubesitz begrenzt und die Liquidität gering ist.

Der Liquiditätsimpuls Chinas kann zu zusätzlicher Konvexität führen, ist jedoch meist selektiv. Diese Selektivität ist von Bedeutung, da sie in der Regel in ein System eintritt, das an bestimmten Knotenpunkten bereits nahe seiner Kapazitätsgrenze arbeitet. **Wie Craig Tindale feststellt**, kann Liquidität die Nachfrage ankurbeln, aber sie kann die Produktion nicht sofort erhöhen. In der Praxis führt die durch einen Liquiditätsimpuls ausgelöste zusätzliche Nachfrage zunächst zu sinkenden Lagerbeständen, höheren Importen, Produktionsausweitungen und der Planung neuer Projekte. Der daraus resultierende Nachfragedruck zeigt sich häufig zuerst in den Spreads und in den Verarbeitungsmargen, bevor er in den Listenpreisen zum Tragen kommt. Von diesem Punkt ausgehend konzentriert er sich dort, wo die Lagerbestände am geringsten sind – sowohl in den sichtbaren Lagerbeständen als auch in den weniger sichtbaren, die sich noch „in der Pipeline“ befinden. Das Ergebnis ist eher eine Streuung über bestimmte Rohstoffe hinweg als ein breiter Anstieg im gesamten Sektor.

Rohstoff-Beta ist ein schwacher Indikator für Knappheit

Zusammengenommen erklären diese makroökonomischen Regimeverschiebungen, Engpässe und Verstärker, warum der Rohstoffaufschwung nach 2020 eher wie ein Streuungsregime als ein breiter Aufschwung aussieht. Es ist, als würde man die

” *The West optimized its industrial base for financial returns rather than physical endurance. Victory comes through delay and denial. The goal is to outlast or destroy the adversary's ability to procure materiel.*

Craig Tindale

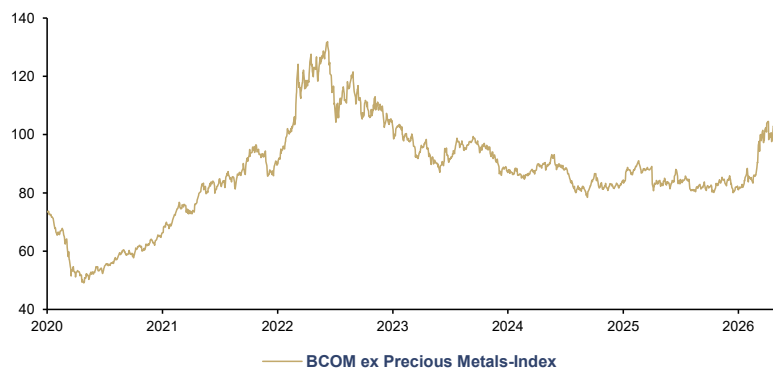
” *The wise man does not lay up his own treasures. The more he gives to others, the more he has for his own.*

Lao Tzu

landesweite Durchschnittstemperatur verwenden, um vorherzusagen, ob eine bestimmte Stadt eine Hitzewelle erleben wird: Der Durchschnitt mag zwar steigen, aber die Extremwerte können dennoch auf einige wenige Hotspots beschränkt sein. Analog dazu ist im neuen makroökonomischen Regime der Gewinn nicht gleichmäßig über den gesamten Sektor verteilt. Er konzentriert sich dort, wo das Angebot nicht rechtzeitig skaliert werden kann, weshalb das breite Rohstoff-Beta weniger von der Knappheitsprämie erfassen kann.

Man kann diese Ansicht einfach überprüfen, indem man Edelmetalle aus dem BCOM entfernt, so im Bloomberg Commodity ex-Precious Metals Index (BCOMXPM). Dieser umfasst Energie, Landwirtschaft und Industriemetalle und hat sich von Mitte 2023 bis zum Ausbruch des Iran-Kriegs weitgehend innerhalb einer überschaubaren Bandbreite bewegt. Diese geringe Schwankungsbreite unterstreicht, wie sehr sich die Stärke der Rohstoffmärkte in diesem Zeitraum auf eine geringe Anzahl von Teilmärkten konzentrierte und nicht auf den gesamten Sektor verteilt war.

BCOM ex Precious Metals-Index, 01/2020–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Makroökonomisches Rohstoffregime und der Kollaps des Rohstoff-Betas

» *Think, McFly! Think!*
Biff Tannen

Letztlich sagt das Rohstoff-Beta etwas über die Marktbreite aus: ein breiter Korb kann als Proxy für Knappheitsprämien dienen, da die meisten Rohstoffe partizipieren, wenn das Umfeld günstig ist. Um diese Aussage zu testen, drücken wir die Performance jedes Rohstoffs als Ratio zu einer breiten Benchmark wie dem BCOM aus. Da der BCOM regelmäßig neu gewichtet wird, ist die entscheidende Frage nicht, ob eine einzelne Gewichtung „richtig“ ist, sondern ob die relative Marktführerschaft gegenüber dem von Anlegern tatsächlich gehaltenen Index bestehen bleibt. Diese relative Betrachtungsweise verlagert den Fokus von den Preisen auf die Anteile innerhalb des Sektors, d. h. von den absoluten Renditen auf die benchmark-relative Marktführerschaft. Wir definieren Marktführerschaft in jedem makroökonomischen Regime strikt als positive Performance im Vergleich zum BCOM.

Diese benchmark-relative Verteilung der kumulativen Zuwächse beantwortet drei Fragen:

- Welche Rohstoffe schneiden besser ab als die Benchmark?
- Wie breit ist die Gruppe der Outperformer?
- Wie stark ist die gesamte Outperformance auf die Top-Performer konzentriert?

Bei absoluten Renditen werden diese Unterscheidungen oft verwischt, da allgemeine Preisbewegungen und rohstoffspezifische Marktführerschaft in ein und derselben Datenreihe enthalten sind. Die relative Betrachtung trennt sie voneinander. Jeder

Rohstoff gewinnt oder verliert im Laufe der Zeit an relativer Gewichtung im gesamten Sektor. Dadurch wird der konzeptionelle Mangel eines Rohstoff-Beta-Investments deutlicher: Die Breite wird geringer, die relativen kumulativen Zuwächse konzentrieren sich auf eine kleine Gruppe von Märkten und das Indexexposure verwässert die Performance der Gewinner zunehmend durch die vergleichsweise schlechtere Performance der Nachzügler.

Geteilte Marktführerschaft war ein Privileg funktionierender Ausgleichsmechanismen. Beides ist Geschichte.

Zwei Angebotsmodi: Durchsatz vs. Engpass

Eine breite Partizipation hängt von der Angebotselastizität ab, d. h. davon, wie schnell und zuverlässig ein Markt das Grenzangebot erhöhen kann, wenn die Preise über den Preisfestsetzungshorizont hinaus ansteigen. Bei Rohstoffen dominieren zwei Modi die Angebotsseite. Durchsatzsysteme vermindern den Druck, indem sie die Leistung erhöhen: höhere Auslastung, zusätzliche Kapazitäten und betriebliche Verbesserungen im Bereich der Logistik und der Verarbeitung. Engpasssysteme bauen den Druck langsamer ab, weil der Engpass an jenen Stellen vorzufinden ist, die nicht proportional zur Nachfrage skalierbar sind: Genehmigungen, langfristige Investitionen, Abnutzung, Konzentration in wenigen oder auch nur einem einzigen Staat oder unbehebbarer Midstream-Engpässe.

Durchsatzsysteme sind vergleichbar mit einer Autobahn, während Engpasssysteme in dieser Analogie eher einem Tunnel entsprechen. Einer Autobahn kann bei anhaltend stärkerem Verkehrsaufkommen viel leichter ein weiterer Fahrstreifen hinzugefügt werden als einem Tunnel. Die zugrundeliegende Beschränkung ist strukturell bedingt und eine weitläufige Umfahrung des Engpasses kostet viel Zeit.

Folglich verharrt das Engpasssystem länger nahe an seinem Kapazitätslimit. In der Praxis wird die Warteschlange durch die Erhöhung der Mautgebühren abgebaut: Der Preis reguliert die Nachfrage und kommt demjenigen zugute, der den Engpass kontrolliert. Aus diesem Grund kann die benchmark-relative Outperformance auch dann noch anhalten und sich konzentrieren, wenn der anfängliche makroökonomische Impuls auf breiter Basis verteilt ist.

Wichtig ist, dass die meisten Rohstoffe nicht dauerhaft derselben Kategorie zuordenbar sind. Die jeweilige Zuordenbarkeit ist abhängig davon, wo sich der Engpass-Knotenpunkt befindet. Knappheit tritt dort auf, wo der Knotenpunkt nicht skaliert werden kann, was dazu führt, dass sich Marktführerschaften ebenfalls dort konzentrieren.

Makroökonomisches Regime 1 und 2: Breite Partizipation

Wenn das Angebot schnell skaliert werden kann, kommt es tendenziell zu einem Wechsel in der Marktführerschaft und die Marktbreite bleibt groß. Ist eine schnelle Skalierung nicht möglich, bleibt die Marktführerschaft bestehen und die Breite verringert sich. Frühere makroökonomische Regime wiesen eine geteilte Marktführerschaft auf, weil die üblichen Ausgleichsmechanismen – Handel, Substitution, Abbau der Lagerbestände und schnellere Reaktion des Grenzangebots – dazu beitrugen, Schocks über den gesamten Rohstoffsektor zu verteilen. In langen Phasen der Globalisierung und in der Zeit nach der Krise verteilten sich die Gewinne daher auf viele Rohstoffe, auch wenn sich die sektorspezifischen Faktoren unterschieden. Die Lagerbestände und das Grenzangebot bauten sich in der Regel wieder auf, bevor es zu Engpässen kommen konnte, sodass sich die Märkte von einer angespannten Situation wieder in Richtung Gleichgewicht bewegen konnten, ohne dass eine kleine Anzahl von Rohstoffen lange Zeit dominierte. Es gab zwar immer noch relative Gewinner, aber die Marktführerschaft wechselte regelmäßig, anstatt konzentriert zu bleiben.

„Since the strength of the chain is determined by the weakest link, then the first step to improve an organization must be to identify the weakest link.

Eliyahu M. Goldratt

„An army marches on its stomach.

Napoleon Bonaparte

„Farming looks mighty easy when your plow is a pencil, and you're a thousand miles from the corn field.

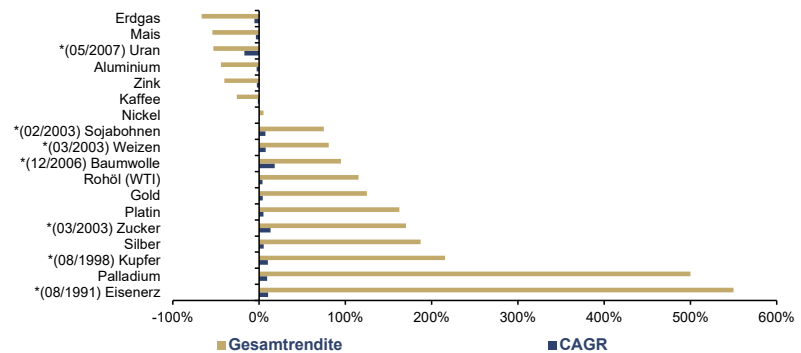
Dwight D. Eisenhower

„A rising tide lifts all boats.“

John F. Kennedy

Diese Struktur zeigt sich in der benchmark-relativen Performance von 1990 bis 2010. Die positiven relativen Erträge und durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) verteilen sich auf ein breites Spektrum von Rohstoffen, wobei keine Teilgruppe den Sektor durchgängig dominierte. Mit anderen Worten: Es gab zwar eine Marktführerschaft, aber sie war eher breit als konzentriert.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, Gesamtrendite und CAGR, 01/1991*–12/2010

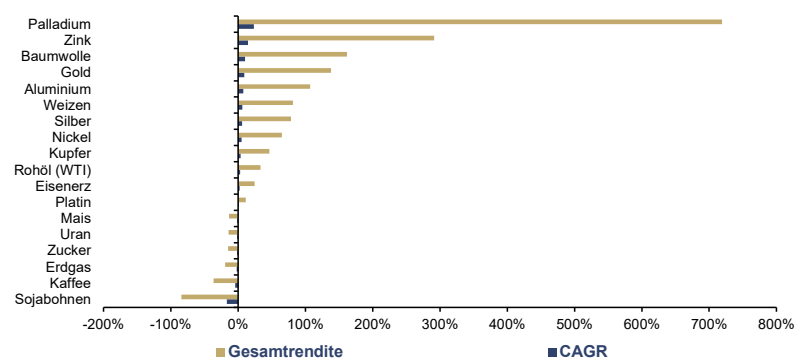


Quelle: TradingView, Incrementum AG

incrementum

Dieses Muster setzte sich in der Zeit nach der Weltfinanzkrise 2007/08 bis zur Corona-Pandemie weitgehend fort. Das makroökonomische Umfeld veränderte sich, doch die relative Wertentwicklung blieb weitgehend ausgeglichen. Die Streuung blieb begrenzt; die Marktführerschaft wechselte weiterhin; und die Märkte glichen sich durch Kapazitätsanpassungen, Substitutionen und Nachfragerückgänge aus, anstatt anhaltende Engpässe zu entwickeln. Das breite Exposure blieb daher ein adäquater Indikator dafür, wie Knappheit und Wachstumsimpulse auf den Rohstoffmärkten auftraten. Und wo sich Engpässe abzeichneten, bestanden sie selten lange genug, um die Renditestruktur zu dominieren.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, Gesamtrendite und CAGR, 01/2010–12/2019



Quelle: TradingView, Incrementum AG

incrementum

Makroökonomisches Regime 3: Kollaps der Breite und konzentrierte Marktführerschaft

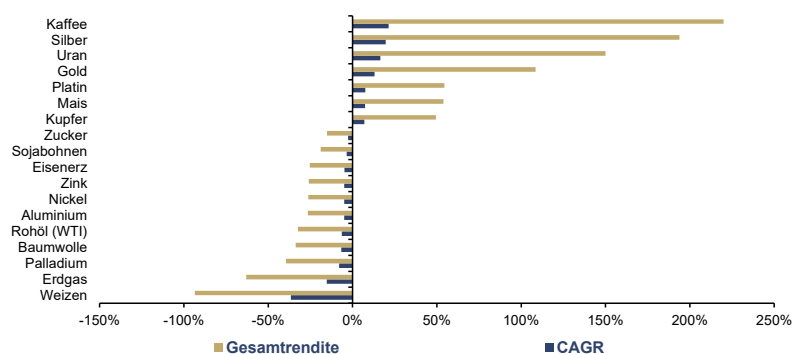
„It only takes a handful of big winners to make a lifetime of investing worthwhile.“

Peter Lynch

Der Zeitraum nach 2020 ist ein deutlicher Stresstest für das breite Rohstoff-exposure. Anstatt eines einzigen makroökonomischen Impulses, der den gesamten Rohstoffsektor ankurbelt, begannen sich an bestimmten Knotenpunkten der Lieferkette und der Verarbeitungsschritte selektive Engpässe abzuzeichnen. Als sich die

Angebotselastizitäten der einzelnen Rohstoffe begannen auseinanderzuentwickeln, wurde die Korrelation geringer, die Streuung nahm zu, und die Marktführerschaft konzentrierte sich auf eine kleinere Anzahl von Teilmärkten. Das benchmark-relative Ergebnis ist eindeutig: Eine schrumpfende Gruppe von Rohstoffen erzielte den größten Teil der Gewinne, während ein Großteil des Sektors trotz desselben makroökonomischen Umfelds zurückblieb. Der folgende Chart zeigt diese Verschiebung der Verteilung nach 2020.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, Gesamtrendite und CAGR, 01/2020–12/2025



Quelle: TradingView, Incrementum AG



Um das Marktführerschaftsmuster über die verschiedenen makroökonomischen Regime hinweg zu vergleichen, fassen wir die Verteilung der BCOM-relativen Gewinner in einer einzigen Kennzahl zusammen: dem *Commodity Leadership Concentration Index* (CLCI). Der CLCI beantwortet eine einfache Frage: Kam die Outperformance von vielen Rohstoffen oder nur von einigen wenigen? Nach 2020 hat die Konzentration stark zugenommen, wie der nächste Chart zeigt. Ein höherer CLCI bedeutet weniger Gewinner, wobei diese für einen größeren Anteil an den benchmark-relative Outperformance verantwortlich sind.

Bildlich gesprochen, kann man jedes makroökonomische Regime als eine Meisterschaftssaison und jeden Rohstoff als einen Fußballspieler betrachten. Der CLCI zeigt, ob die Tore des Teams über den gesamten Kader verteilt waren oder hauptsächlich von zwei oder drei Starstürmern erzielt wurden. Nach 2020 sieht es eher nach Letzterem aus: Die Torausbeute wird von einer kleinen Anzahl entscheidender Topspieler bestimmt.

» *What gets measured gets managed.*

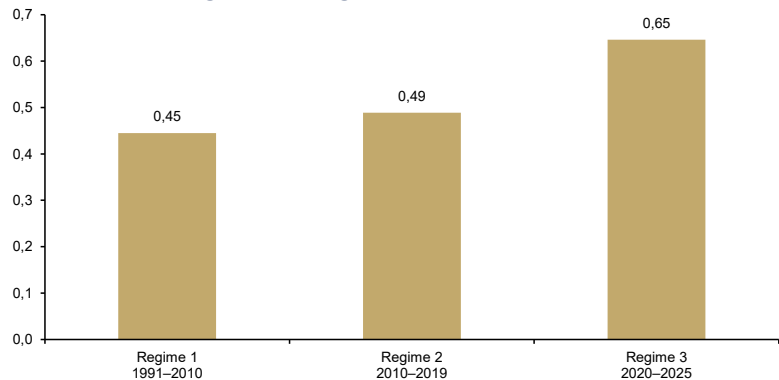
Peter Drucker

Der CLCI beginnt mit der Umrechnung der Performance in die anteilige Marktführerschaft. Innerhalb jedes Regimes nehmen wir nur Rohstoffe mit positiven BCOM-Renditen und drücken den Beitrag jedes Gewinners als dessen Anteil an der gesamten positiven BCOM-Rendite in einem makroökonomischen Regime aus. Anschließend messen wir die Konzentration mittels dreier sich ergänzender Methoden:

- **Der HHI** erfasst, wie konzentriert die Führungsposition unter den Top-Gewinnern ist. In unserer Fußball-Analogie entspricht der HHI der Abhängigkeit von Starspielern.
- **Die Shannon-Entropie (H)** erfasst, wie gleichmäßig die Marktführerschaft über die Gewinner verteilt ist. Das entspricht der Streuung der in einer Saison erzielten Tore über den gesamten Kader.
- **Die effektive Anzahl der Marktführer** wandelt diese Verteilung in eine intuitiv verständliche Zahl um: die Anzahl gleich großer Teilnehmer, die den gleichen Streuungsgrad erzeugen würde, wobei gilt: $N_{\text{eff}} = \exp(H)$.

Im Wesentlichen ist der CLCI ein gleichgewichtetes Kompositum aus diesen drei Messgrößen, das so skaliert ist, dass ein höherer Wert eine stärkere Konzentration anzeigt.

Commodity Leadership Concentration Index (CLCI) über verschiedene Regime hinweg, 01/1991–12/2025



Quelle: TradingView, Incrementum AG



Die Rolle von Gold: Anker, nicht Alpha

In diesem Umfeld fungiert Gold weniger als sektorübergreifender „Gewinner“, sondern vielmehr als Referenzwert. Seine Liquidität, Neutralität und Bilanzierungsfähigkeit machen Gold zum Anker, wenn Stress im makroökonomischen Regime eine Neubewertung von Finanz- und realen Vermögenswerten erzwingt. Mit anderen Worten: Gold operiert auf Systemebene, nicht aber im Rahmen des Wettbewerbs um die Marktführerschaft, der darüber entscheidet, welche Rohstoffe schneller im Wert steigen als die Benchmark. Gold bildet den monetären Hintergrund, vor dem Knappheitsprämien eingepreist werden, selbst wenn sich die benchmark-relative Marktführerschaft auf andere Bereiche des Rohstoffsektors konzentriert.

Im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ haben wir diesbezüglich ein Muster beschrieben: Gold verzeichnet oft als erstes Kursgewinne, gefolgt von Silber und Minenunternehmen. Eine breitere Partizipation des Rohstoffsektors erfolgt jedoch in der Regel erst dann, wenn der Impuls die Lagerbestände, Investitionen und physischen Flaschenhälse erreicht. Aus Sicht des Radsports ist Sicherheitsgold der Domestique, der, geprägt durch Schocks, die harte Arbeit bis zum „Hautacam-Moment“ leistet, wenn das Performance-Gold, d. h. Silber und die Minenunternehmen, den entscheidenden Antritt einleitet.

Anhand der Unterscheidung zwischen Durchsatz und Engpass wird das Muster klarer. In den Regimen 1 und 2 kam es zu einer rotierenden, breit angelegten Marktführerschaft, die das Rohstoff-Beta zu einem vernünftigen Proxy machte. Im Gegensatz dazu brach in Regime 3 die Breite zusammen, und die Marktführerschaft konzentrierte sich auf eine kleine Gruppe strukturell beschränkter Knotenpunkte. In allen drei makroökonomischen Regimen bewegte sich Gold in erster Linie über den monetären Kanal und fungierte im benchmark-relativen Wettbewerb eher als Anker denn als Marktführer.

» *There can be no other criterion, no other standard than gold. Yes, gold which never changes, which has no nationality and which is eternally and universally accepted as the unalterable fiduciary value par excellence.*

Charles de Gaulle

Das Post-2020-Regime trennt daher den Anker von der Marktführerschaft. Gold wird als monetärer Referenzwert zunächst neu bewertet, während sich die benchmark-relative Outperformance später auf die Engpass-Knotenpunkte konzentriert, in denen das Angebot nicht rechtzeitig skaliert werden kann. Es geht also nicht darum, zwischen Gold und Rohstoffen zu wählen, sondern den Anker von den Engpässen zu unterscheiden – und zu erkennen, wo Knappheit als dauerhafte Einschränkung und nicht als etwas Episodisches oder Zyklisches bewertet wird.

Wo sich Knappheit im gegenwärtigen makroökonomischen Regime ausdrückt

Knappheit wird sichtbar, wenn Druck angebotsseitig nicht innerhalb des für die Preisbildung maßgeblichen Zeitraums abgebaut werden kann, selbst dann nicht, wenn Kapital eingesetzt und Anstrengungen unternommen wurden, das lieferbare Angebot durch Koordination und Substitution zu erweitern. Im Post-2020-Regime konzentriert sich dieses Versagen tendenziell auf folgende Markträumungsknotenpunkte innerhalb jedes Systems: Ressourcenzugang, Infrastruktur, Verarbeitungsstufen, Lagerbestände und witterungsabhängige Produktionszyklen. An diesen Knotenpunkten konvergiert der Preisdruck, da sie die marginale, den Markt räumende Einheit bestimmen. Andere Teile des Rohstoffsektors verhalten sich hingegen nach wie vor wie skalierbare Angebotsysteme, die Schocks im Laufe der Zeit abfedern können.

Marginale Knappheit tritt auf, wenn die Lagerbestände knapper werden und das System zeigen muss, wie schnell das Grenzangebot reagieren kann. Diese Anpassung kann durch Investitionen, technologische Entwicklung, Entscheidungen über zusätzliche Anbauflächen, Importerhöhungen und politische Koordination erfolgen. In Systemen, in denen das Grenzangebot wiederholt über diese Kanäle bereitgestellt werden kann, zeigt sich in der Regel ein bekanntes Muster: Es entsteht Knappheit, wenn die Lagerbestände schwinden, und sie löst sich wieder auf, wenn diese wieder aufgebaut und die Kapazitäten ausgeweitet werden sowie Substitution einsetzt.

Systeme, die durch geologische Gegebenheiten, geographische Konzentration, Verarbeitungskapazitäten, starre Infrastruktur, regulatorische Hürden oder biologische Abläufe geprägt sind, folgen einem anderen Muster. Das lieferbare Angebot wächst nur langsam, die Lagerbestände tragen den größten Teil der Anpassungslast, und die Knappheitsprämien bleiben bestehen, da die Grenzkapazität über mehrere Quartale hinweg beschränkt bleibt. Zwischen diesen beiden Polen liegt eine dritte Gruppe von Märkten, wobei die Entwicklung von den Lagerbeständen, der Logistik und der regionalen Einflüssen bestimmt wird; Faktoren, die den maßgeblichen Engpass im Laufe der Zeit verschieben können.

Die nachstehende Klassifizierung ist daher nicht in Stein gemeißelt und es ist nicht ausgeschlossen, dass Güter zwischen den Kategorien wechseln.

Edelmetalle

Gold, Silber und Platinmetalle (PGMs) drücken ihre Knappheit über verschiedene Kanäle aus. In diesem makroökonomischen Regime ist die Schlüsselfrage nicht, ob sich die Edelmetalle korreliert entwickeln, sondern wo der limitierende Faktor liegt: in den Bilanzen, in den Lieferketten für Nebenprodukte oder in der geographischen Konzentration der Produktion.

- **Gold:** Der Knappheitskanal von Gold wird durch seine monetäre Nachfrage, seine Liquidität, seinen neutralen Charakter und seine Bilanztauglichkeit bestimmt. Gold agiert als Bewertungsanker und spendet als Reservewährung Vertrauen, ist aber nicht Ausdruck von Knappheit als Folge zusätzlichen Angebots. Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal, das in früheren *In Gold We Trust*-Reporten wiederholt erörtert wurde, ist die Stock-to-Flow-Ratio: Der oberirdische Goldbestand ist im Verhältnis zur jährlichen Neuförderung so groß, dass marginale Angebotszuwächse oder vorübergehende Förderunterbrechungen im Vergleich zur bereits bestehenden geförderten Gesamtmenge oft vernachlässigbar sind.² Dies ist von Bedeutung, weil Gold zumeist als Wertanlage gehalten wird, anstatt wie die meisten Rohstoffe verbraucht zu werden. Sein Preis wird daher weniger von der Angebotsknappheit als von den Opportunitätskosten des Vertrauens bestimmt.

” *Adversity does not build character, it reveals it.*

James Lane Allen

” *[PGMs are] a very small, esoteric market... But when they do recognize this, the price response tends to be quite spectacular.*

Shree Kargutkar, Sprott

² Siehe „Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, *In Gold We Trust*-Report 2014

Der Preis von Gold wird von den Opportunitätskosten des Vertrauens bestimmt, nicht von Angebotsknappheit .

- **Silber:** Silber weist teilweise die gleichen monetären Merkmale wie Gold auf. Doch seine Knappheit hängt stärker von der Angebotsdynamik bei Nebenprodukten und der industriellen Nachfrage ab. Daher neigt die Knappheit dazu, sich bei anziehender Nachfrage auf bestimmte Knotenpunkte zu konzentrieren.
- **Platinmetalle:** Eine konzentrierte

Produktion und begrenzte Substitutionsmöglichkeiten sorgen dafür, dass das Angebot nicht rasch ausgeweitet werden kann, sodass Engpässe auch bei Störungen bestehen bleiben.

Edelmetalle: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Gold	Engpass (monetärer Anker)	Monetäre Referenz; bilanzielle Nachfrage	Dient als Anker im System; nicht gleichbedeutend mit Alpha-Führung
Silber	Engpass (Dual-Use)	Als Nebenprodukt abhängiges Angebot; zunehmende industrielle Intensität	Höhere Sensitivität gegenüber lokalen Einschränkungen als Gold
Platingruppenmetalle (PGMs)	Engpass (geopolitisch)	Geographisch konzentrierte Produktion; begrenzte Substitution	Physische und politische Engpässe

Quelle: eigene Darstellung

Energie

Die Energiemärkte sind eher als Durchsatzsysteme anzusehen – bis Infrastruktur, Politik oder Engpässe im Brennstoffkreislauf die Markträumung an bestimmten Knotenpunkten erzwingen. Unter den derzeitigen Bedingungen treten Engpässe im Energiesektor nicht einheitlich auf. Die Verknappung zeigt sich vielmehr für jeden Rohstoff auf unterschiedliche Weise.

- **Rohöl:** Es gibt umfassende Produktionskapazitäten und das tatsächliche Angebot wird häufig durch Investitionsdisziplin, Geopolitik und politische Koordination beeinflusst. Knappheit tritt daher normalerweise in Wellen auf, wenn Investitionszyklus und politische Zwänge mit der Nachfrage interagieren.
- **Erdgas:** Die regionale Infrastruktur regelt die verfügbaren Lieferkapazitäten durch Verflüssigungskapazitäten, Pipelines, Speicherkapazitäten und Netzinfrastuktur, was trotz des großen Angebots zu einer Segmentierung der Preisbildung führt.
- **Uran:** Engpässe treten entlang des gesamten Brennstoffkreislaufs auf, vom Abbau und der Konversion über die Anreicherung bis hin zur Herstellung –, sodass der Druck bestehen bleibt, selbst wenn die Einschränkungen an einem Knotenpunkt nachlassen.

Energie: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Rohöl	Durchsatz (Managed Constraint)	Förderung in großen Mengen; politische Koordinierung; Investitionszyklus	Episodische Beschränkung; hauptsächlich zyklisch
Erdgas	Gemischt	Durch Infrastruktur definierte regionale Märkte	Segmentierte Märkte; Engpässe variieren je nach Region
Uran	Engpass (Brennstoffkreislauf)	Lange Vorlaufzeiten; Engpässe bei Umwandlung und Anreicherung	Engpässe erstrecken sich potenziell vom Abbau bis zur Verarbeitung

Quelle: eigene Darstellung

Basismetalle und Industriemetalle

Industriemetalle bewegen sich innerhalb einer gewissen Bandbreite. Einige können durch den Einsatz von Kapital und Energie skaliert werden, während andere durch Zeitvorgaben, Erzqualität und Verarbeitungsbeschränkungen eingeschränkt sind. Diese Beschränkungen halten das Grenzangebot innerhalb des Preisfensters knapp. Die folgenden Unterscheidungen verdeutlichen, wo Knappheit am ehesten fortbestehen und wo sie eher verschwinden wird.

” *Lords are gold and knights steel,
but two links can't make a chain.
You also need silver and iron
and lead, tin and copper and
bronze and all the rest...*

George R.R. Martin

- **Kupfer:** Lange Projektlaufzeiten, abnehmende Erzqualität sowie Genehmigungs- und Infrastrukturbeschränkungen schwächen die Reaktionsfähigkeit entlang der gesamten Lieferkette und verzögern eine Ausweitung des Grenzangebots.
- **Aluminium:** Die Produktion ist geographisch flexibel, jedoch stellt zuverlässige, günstige Energie den maßgeblichen Engpass dar, wodurch eine etwaige Knappheit von der Energiepolitik sowie der Verfügbarkeit günstiger Energie abhängt.
- **Nickel:** Die Elastizität des Angebots hängt von der Verarbeitungsmethode sowie dem Reinheitsgrad ab. Eine deutliche Ausweitung des Angebots hat nicht automatisch zur Folge, dass Nickel in hinreichend guter Qualität gefördert werden kann, sodass die qualitätsspezifische Knappheit bestehen bleibt.
- **Zink:** Ein ausgereiftes Abbauprofil und zyklische Investitionen prägen die Angebotsseite, wobei sich die Engpässe vor allem in Zeiten von Störungen verstärken, die die Lagerbestände schrumpfen lassen.

Energie: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Kupfer	Neigung zum Engpass	Lange Projektfristen; abnehmende Erzqualität; Probleme bei der Infrastruktur und Genehmigungsverfahren	Kombiniert Masse mit anhaltenden Engpässen
Aluminium	Durchsatz	Energieintensive, aber geographisch flexible Produktion	Kapazität passt sich der Verfügbarkeit von Energie an
Nickel	Gemischt (sortenspezifisch)	Starres Angebot in Batteriequalität	Verarbeitungsbeschränkungen dominieren das Grenzangebot
Zink	Durchsatz	Zyklisch; reife Bergbauprofile	Das Angebot reagiert auf Preis und Investitionen

Quelle: eigene Darstellung

Agrarrohstoffe

Agrarrohstoffe (*Softs*) funktionieren oft reibungslos, was Anbauflächen, Erträge und Handel angeht, bis Witterung, Lagerbestände und Probleme in der Logistik die Lagerbestände gleichzeitig abbauen. In solchen Fällen ist Knappheit weniger eine Frage der globalen Gesamtmenge als vielmehr eine Frage des Zeitpunkts im Anbau-Ernte-Zyklus, der regionalen Betroffenheit und der Reaktionsgeschwindigkeit.

” *The time will come that gold will
hold no comparison in value to a
bushel of wheat.*

Brigham Young

- **Mais:** Anbauflächen und Erträge stellen den primären Anpassungskanal dar. Jedoch entstehen Engpässe, wenn sich ungünstige Witterungsbedingungen, Lagerbestände und logistische Herausforderungen gleichzeitig verschärfen.
- **Schüttgetreide:** Den Ausgleichsmechanismus bilden in der Regel Entscheidungen über Handel, Substitution und Anbauflächen. Dabei verstärken sich Knappheitsepisoden, wenn mehrere Erzeugerregionen gleichzeitig aus geopolitischen oder witterungsbedingten Gründen unter Druck geraten.
- **Kaffee:** Der Anbau-Ernte-Zyklus bestimmt die Reaktionsfunktion, während regionale Konzentration und Wettervolatilität die Knappheit durch langsame Wiederbepflanzungszyklen verlängern können.
- **Sonstige Agrarrohstoffe:** Knappheitsepisoden sind abhängig von witterungsbedingten und sonstigen regionalen Einflüssen, wobei das Andauern einer solchen Situation davon bestimmt wird, wie oft der Stressor wieder auftritt und wie lange er anhält.

Eine kleine Gruppe von Märkten generiert dauerhafte benchmark-relative Outperformance, während eine breitere Gruppe eine schwache oder wechselhafte Performance zeigt.

Agrarrohstoffe: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Mais	Gemischt	Anbaufläche/Ertragsflexibilität wird durch Vorräte, Logistik und Witterung eingeschränkt	Engpassverhalten bei lokalem Stress
Schüttgutgetreide	Durchsatz	Anbaufläche, Ertrag und Handelsanpassung	Engpässe werden durch Substitution beseitigt
Kaffee	Engpassanfälligkeit	Regionale Konzentration; Anbau-Ernte-Zyklus	Fortbestehen der Beschränkung durch Witterung und Geographie
Sonstige Agrarrohstoffe	Episodische Engpässe	Witterung und regionale Betroffenheit	Die Dauer des Engpasses variiert je nach Pflanzenart

Quelle: eigene Darstellung

Was die Karte über die Erträge aussagt

„It is better to know some of the questions than all of the answers.“

James Thurber

Die obige Klassifizierung hilft zu erklären, warum die Outperformance im Vergleich zur Benchmark sowohl geringer als auch beständiger geworden ist. Zwar können *Durchsatzschocks* immer noch zu starken Schwankungen führen, jedoch folgt in der Regel auf diese Schwankungen eine Angebotsreaktion – in Form von Kapazitätserweiterungen, Substitution und Wiederaufbau von Lagerbeständen –, die die relative Aufstockung innerhalb des Preisfensters begrenzt. *Engpasschocks* verhalten sich anders. Da sich die Entlastung am Engpass-Knotenpunkt verzögert, bleibt die Verknappung bestehen, sodass sich eine benchmark-relative Outperformance über einen längeren Zeitraum aufbauen kann.

Ein breites Indexexposure schwächt diese Dynamik naturgemäß ab. Ein breites Portfolio umfasst viele skalierbare Märkte, deren relative Gewinne sich wieder dem Mittelwert annähern, sobald das Angebot reagiert, während ein kleinerer Teil bei dauerhaften Engpässen weiter steigt. **Es ist, als würde man einen Obstsalat kaufen, um einen Vitamin-C-Schub zu bekommen, obwohl man eigentlich nur die Orangen – ein Engpassgut – benötigt hätte. Stattdessen isst man sich an Melonen – einem Durchsatzgut – satt, die wässrig und in jedem Obstsalat großzügig vorhanden sind. Somit wird die Knappheitsprämie durch alles im Portfolio – am Teller –, das skaliert werden kann, verringert.**

„Once you recognize that supply and demand are totally out of whack, and you make your move, you will get very lucky.“

Jim Rogers

Die folgende Tabelle veranschaulicht diese Verteilung. Sie zeigt die BCOM-relativen CAGRs nach Rohstoffen und makroökonomischen Regimen. Positive Werte zeigen eine anhaltende Outperformance des Index an, negative Werte hingegen anhaltende unterdurchschnittliche Renditen. Das Muster ist klar: Eine kleine Gruppe von Märkten generiert dauerhafte benchmark-relative Outperformance, während eine breitere Gruppe eine schwache oder wechselhafte Performance zeigt, da sich ihre Verknappung in der Regel durch eine angebotsseitige Reaktion und nicht durch anhaltende Knappheitsprämien auflöst.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, CAGR, 01/1991*–12/2025

Rohstoff	Regime 1 1990–2010	Regime 2 2010–2019	Regime 3 2020–2025
Kaffee	-1,5%	-4,4%	21,4%
Silber	5,4%	6,0%	19,7%
*(05/2007) Uran	-17,2%	-1,5%	16,5%
Gold	4,1%	9,1%	13,0%
Platin	4,9%	1,1%	7,5%
Mais	-3,8%	-1,4%	7,4%
*(08/1998) Kupfer	10,1%	3,9%	6,9%
*(03/2003) Zucker	13,2%	-1,6%	-2,7%
*(02/2003) Sojabohnen	7,2%	-16,9%	-3,4%
*(08/1991) Eisenerz	10,4%	2,2%	-4,8%
Zink	-2,5%	14,6%	-4,9%
Nickel	0,2%	5,1%	-4,9%
Aluminium	-2,9%	7,5%	-5,0%
Rohöl (WTI)	3,9%	2,9%	-6,3%
*(12/2006) Baumwolle	18,2%	10,1%	-6,6%
Palladium	9,4%	23,4%	-8,0%
Erdgas	-5,3%	-2,1%	-15,3%
*(03/2003) Weizen	7,7%	6,1%	-36,6%

Quelle: TradingView, Incrementum AG

Von Beta zu Engpässen: Das Playbook für die Allokation nach 2020

Im Post-2020-Regime hat sich das Rohstoff-Beta zu einer Methode entwickelt, die die Erträge verwässert. Breite Rohstoffkörbe spiegeln zunehmend die durchschnittliche Performance skalierbarer Versorgungssysteme wider und nicht mehr die Mehrerträge, die von den wenigen Märkten erwirtschaftet werden, die maßgebliche Engpässe aufweisen. Die Knappheit ist nicht verschwunden, sie hat sich nur konzentriert. Die Marktführerschaft konzentriert sich nun dort, wo das Angebot innerhalb des Zeithorizonts, der den Preis bestimmt, nicht skaliert werden kann – unabhängig davon, ob der Engpass nun bei den Genehmigungen, der Verarbeitung, der Infrastruktur, der Rechtsprechung oder der Witterung liegt –, während die Durchsatzmärkte dazu neigen, sich dem Mittelwert anzunähern, sobald eine angebotsseitige Reaktion einsetzt. Der Vorteil hat sich also von Rohstoffen im weitesten Sinne zu den Engpassstellen verlagert. Die Aufgabe besteht nun darin, den Engpass zu identifizieren, das Exposure bewusst zu bemessen und nicht mehr zu erwarten, dass der Index die Knappheitsprämie des Sektors erfasst. An diesem Punkt kommt die Hantelstrategie ins Spiel.

” The essence of strategy is choosing what not to do.

Michael Porter

Die Hantel: Verteidigung, Angriff und die Überlagerung

Die Rohstoffallokation für die Zeit nach 2020 ähnelt eher einer Hantel (*barbell*) als einem „Rohstoff-Sleeve“, also einem Teil des Rohstoffsektors.

Gold = Verteidigung (Tormann)

In diesem Zusammenhang ist Gold nicht dazu da, das „Anlagespiel“ zu gewinnen, sondern dazu, eine Niederlage zu verhindern. Man kann sich Gold als den Tormann des Portfolios vorstellen, das für das makroökonomische Rohstoffregime nach 2020 konzipiert ist. Wenn die Absicherung von Aktien und Anleihen von der jeweiligen Lage abhängig wird und die politische Volatilität wie auch Inflationsvolatilität zunimmt, braucht man eine Position, deren Aufgabe es ist, den Spielstand zu stabilisieren. Das ist die Aufgabe von Gold. Es verankert den Bewertungsrahmen des Portfolios und bindet

” I swore to protect you. Look after you. A shield against all your enemies.

Gianluigi Buffon

Die Aufgabe besteht nun darin, den Engpass zu identifizieren, das Exposure bewusst zu bemessen und nicht mehr zu erwarten, dass der Index die Knappheitsprämie des Sektors erfasst.

die Nachfrage nach Vertrauen in die Bilanz, ohne von industrieller Produktion abhängig zu sein. Das ist wichtig, denn der Rest des Rohstoffsektors zerfällt in lokale, knotenspezifische Engpasssysteme.

Operative Rolle:

- Gold bildet den Bewertungsrahmen des Portfolios, indem es einen stabilen monetären Referenzwert bietet, wenn das Vertrauen in Finanzforderungen neu bewertet wird.
- Es federt makroökonomischen Stress ab, indem es zur Stabilisierung des Portfolios beiträgt, wenn die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen unzuverlässig wird und die Volatilität in Politik oder Inflation zunimmt.
- Es sichert die Risikobereitschaft in anderen Bereichen ab, indem es eine defensive Basis schafft, die ein aggressiveres Exposure in Engpassvermögenswerten ermöglicht, ohne die Gesamtstruktur des Portfolios zu schwächen.

Kurz gesagt, Gold hält das Spiel am Laufen, damit die Engpass-„Stürmer“ dort Risiken eingehen können, wo sie tatsächlich belohnt werden.

Engpass-Sleeve = Offensive (Stürmer)

Wenn Gold der Tormann ist, dann ist der Engpass-Sleeve – der Teil des Portfolios, der in strukturelle Versorgungsengpässe investiert ist – die Angriffslinie: die Stürmer, die die Tore erzielen. Hier findet die benchmark-relative Outperformance zunehmend statt. Die Chance liegt in spezifischen Engpässen, die auch dann noch bestehen bleiben, wenn der Markt sich so verhält, wie man es normalerweise von ihm erwarten würde: Preise steigen, Kapital fließt zu, Substitutionsmöglichkeiten werden vorgeschlagen und Investitionsankündigungen bekanntgegeben. In einem Durchsatzmarkt reduziert dies normalerweise den Druck. In einem Engpassmarkt ist dies oft nicht der Fall, weil der Engpass an einem Knotenpunkt liegt, der nicht schnell genug skaliert werden kann. In einem solchen Fall werden die Renditen konvex: Geringfügige Veränderungen der Nachfrage oder Eigentumsverhältnisse können überproportionale Entwicklungen verursachen.

Operative Rolle:

- Der Engpass-Sleeve zielt auf den maßgeblichen Knotenpunkt ab, indem er den Fokus auf jene Bereiche des Exposures legt, in denen das Angebot innerhalb des Preisbildungsfensters nicht schnell genug skalieren kann.
- Er erfasst die Knappheitskonvexität, indem er sich auf die Märkte konzentriert, in denen die Knappheit am ehesten anhält und der Preis für den Ausgleich sorgen muss.
- Er greift einer langsamen Umschichtung vor, indem er Positionen aufbaut, bevor Kapital in nennenswertem Umfang zufließt und eine benchmark-relative Outperformance offensichtlich wird.

Kurz gesagt: Im Engpass-Sleeve versucht man zu gewinnen. Das funktioniert jedoch nur, wenn es einen Tormann (Gold) gibt, denn selbst die besten Stürmer sind nutzlos, wenn man jedes Mal ein Tor kassiert, sobald sich das makroökonomische Regime ändert.

Breite Rohstoffkörbe = Ersatzspieler (taktischer Einsatz, nicht in der Startelf)

Wenn Gold der Tormann ist und der Engpass-Sleeve die Offensive, dann sind breite Rohstoffkörbe die Ersatzspieler: nützlich und, wenn im richtigen Moment eingewechselt, spielentscheidend, aber nicht die Art von Spieler, nach denen man die Saison ausrichtet. Sie können dennoch eine wichtige Rolle spielen, wenn das makroökonomische Szenario klar ist; zum Beispiel während einer Reflation, in Phasen allgemeiner Risikobereitschaft, bei Lagerengpässen, oder bei Inflationsimpulsen, die die meisten Rohstoffe gemeinsam nach oben treiben. In solchen Momenten bieten breite Rohstoffkörbe ein allgemeines Exposure in Bezug auf das bestehende Tempo und die bestehende Richtung des Spiels.

Als Investment in Zeiten struktureller Knappheit verlieren sie jedoch zunehmend an Zuverlässigkeit. Ein Index neigt dazu, jene Märkte überzugewichten, deren Angebotskurven sich steiler gestalten können, deren Substitutionsmöglichkeiten bestehen bleiben und deren Lagerbestände wieder aufgebaut werden können. Mit anderen Worten, breite Portfolios sind mit Durchsatzsystemen gefüllt, die genau die Engpass-Knappheitsprämie verwässern, die man eigentlich anstrebt.

Operative Rolle:

- Breite Rohstoffkörbe spiegeln den allgemeinen makroökonomischen Impuls wider, indem sie ein allgemeines Exposure ermöglichen, wenn Reflation, Risikobereitschaft oder Lagerverknappung einen Großteil des Sektors ansteigen lassen.
- Sie sorgen für ein taktisches Rohstoff-Beta, indem sie eine kurzfristige Beteiligung an allgemeinen Rohstoffentwicklungen ermöglichen, wenn Präzision weniger wichtig ist als das Gesamtexposure.
- Sie ergänzen das Exposure in Engpässen, anstatt es zu ersetzen.

Kurz gesagt, breite Rohstoffkörbe sind immer noch taktisch wertvoll, doch in diesem makroökonomischen Regime spielen sie nur eine Nebenrolle und sind nicht der zentrale Ausdruck von Knappheit.

Die „Melonenliste“: Was zu vermeiden ist

Wenn das Ziel ist, diese Knappheitsprämie zu lukrieren, ist es notwendig, Rohstoffe nicht mehr als eine einzige Kategorie zu betrachten. Stattdessen müssen die Vermögenswerte, bei denen sich die Knappheit konzentriert, von jenen getrennt werden, die die Performance verwässern. In diesem makroökonomischen Regime besteht einer der größten unbeabsichtigten Fehler darin, für den ganzen metaphorischen Obstsalat zu bezahlen, obwohl man eigentlich nur eine bestimmte Frucht wollte – nur um dann festzustellen, dass das Produkt größtenteils aus wässrigen und voluminösen Melonen besteht. In Bezug auf Rohstoffe steht die „Melone“ für ein Exposure in Durchsatz-Märkten.

Von folgenden Faktoren dominiertes Exposure sollte vermieden oder zumindest als taktisches Exposure herabgestuft werden:

- Breite Rohstoffindizes als strategische Position
- Märkte mit kurzer Angebotsreaktionszeit
- Hohe und leicht wiederaufbaubare Lagerbestände
- Hohe marginale Substituierbarkeit
- „Reflationskörbe“, die sich in Wirklichkeit als „Knappheitskörbe“ entpuppen

Der letzte Punkt bedarf einer Erläuterung. Viele Investments entwickeln sich während des anfänglichen Impulses gut, geben dann aber relative Zuwächse wieder ab, sobald die Angebotsreaktion den Markt bereinigt. Das ist nicht notwendigerweise ein schlechter Trade, sondern einfach ein anderer. Der Fehler besteht darin, das als Knappheit zu bezeichnen, was in Wirklichkeit ein Makro-Beta in einer Obstsalat-Verpackung ist.

Eine nützliche Faustregel: Wenn ein Markt wiederholt Verknappung durch eine angebotsseitige Reaktion ausgleicht, handelt es sich nicht um einen strukturellen Engpass. Es handelt sich um eine zyklische Entwicklung, getarnt als Knappheit.

” *Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts.*

William Bruce Cameron

” *The true Southern watermelon is a boon apart, and not to be mentioned with commoner things. It is chief of this world's luxuries, king by grace of God over all the fruits of the earth.*

Mark Twain

” *In resources, you are either a contrarian or you are going to be a victim.*

Rick Rule

Der Fehler besteht darin, das als Knappheit zu bezeichnen, was in Wirklichkeit ein Makro-Beta in einer Obstsalat-Verpackung ist.

Engpass-Screening: Worauf es ankommt

Es geht nicht darum, einen „Superzyklus“ vorherzusagen. Gesucht werden Märkte, auf denen die Engpässe auch dann noch bestehen, wenn die üblichen Anpassungsmechanismen versagt haben. Wenn Bankberater anfangen, einen Superzyklus anzukündigen, ist dies in der Regel ein

Zeichen dafür, selektiver zu werden und das Risiko einzuschränken. Entscheidend sind Engpässe, die mindestens drei der folgenden Merkmale aufweisen – je mehr, desto besser:

A) Zeitliche Wettbewerbsvorteile

- Genehmigungshürden und lange Vorlaufzeiten, einschließlich mehrjähriger Genehmigungsverfahren und langsamer Bauzyklen.
- Lange Entwicklungszeiträume von der Exploration über Machbarkeitsstudien und Finanzierung, bis hin zur Konstruktion und Inbetriebnahme.

B) Engpässe in der Wertschöpfungskette

- Konzentration in der Verarbeitung oder Raffinierung, z. B. Monopol- oder Oligopolstrukturen im Midstream-Bereich oder die Dominanz eines einzelnen Staates.
- Begrenzte Verarbeitungskapazitäten, bei denen zwar Rohstoffe vorhanden sind, aber die benötigte Form einen Engpass darstellt.

C) Kontrolle und Gerichtsbarkeit

- Konzentration des Zuständigkeitsbereichs, bei der sich das Angebot auf eine kleine Anzahl von Produzenten oder Regionen konzentriert.
- Risiko von Exportkontrollen oder Ressourcennationalismus, bei dem politische Maßnahmen das Angebot schneller einschränken können, als es durch Investitionen erweitert werden kann.
- Strategische Bevorratung, die bei steigendem Druck die verfügbare Menge verringert.

D) Geologische Gegebenheiten

- Sinkende Erzgehalte oder Auswirkung der Ressourcenerschöpfung.
- Komplexe metallurgische Verfahren, die eine rasche Ausweitung des Angebots verhindern.
- Abhängigkeit von Nebenprodukten, wobei der Preis dieses Rohstoffs selbst nicht Haupttreiber für das Angebot ist.

E) Anfälligkeit der Lagerbestände

- Geringe Lagerbestände.
- Geringe Reservekapazitäten und begrenzte Ausgleichsangebote.

F) Begrenzte Substituierbarkeit

- Geringe marginale Substituierbarkeit aufgrund technischer Einschränkungen, Qualifikationszyklen oder Sicherheits- und Regulierungsvorgaben.

- Starre Nachfrage bei wichtigen Endanwendungen, bei denen ein Ersatz langsamer erfolgt.

G) Abhängigkeit von der Infrastruktur

- Einzelne Schwachstellen in Häfen, im Schienenverkehr, bei der Energie- oder Wasserversorgung.
- Logistische Schwachstellen, deretwegen grundsätzlich verfügbare Vorräte dennoch nicht geliefert werden können.

H) Kapitalschwierigkeiten

- Kapitalmangel durch Anlagerichtlinien oder politische Beschränkungen, die die Kapitalbildung verzögern.
- Capex-Mangel kombiniert mit langsamer Reallokation.

Die entscheidende Frage lautet: An welchem Knotenpunkt wird der Markt geräumt? Wenn er an einem Engpass sitzt, wie z. B. Genehmigungsverfahren, Verarbeitung, Infrastruktur, Kontrolle und Witterung, statt an einer skalierbaren Angebotsreaktion, dann kommt man den strukturellen Gewinnern des Systems schon näher.

” *People are too quick to accept conventional wisdom, because it sounds basically true. Many things ‘everybody knows’ turn out to be wrong.*

Jim Rogers

Ein Test: 7 Fragen zur Unterscheidung von Engpass- und Durchsatz-Gütern

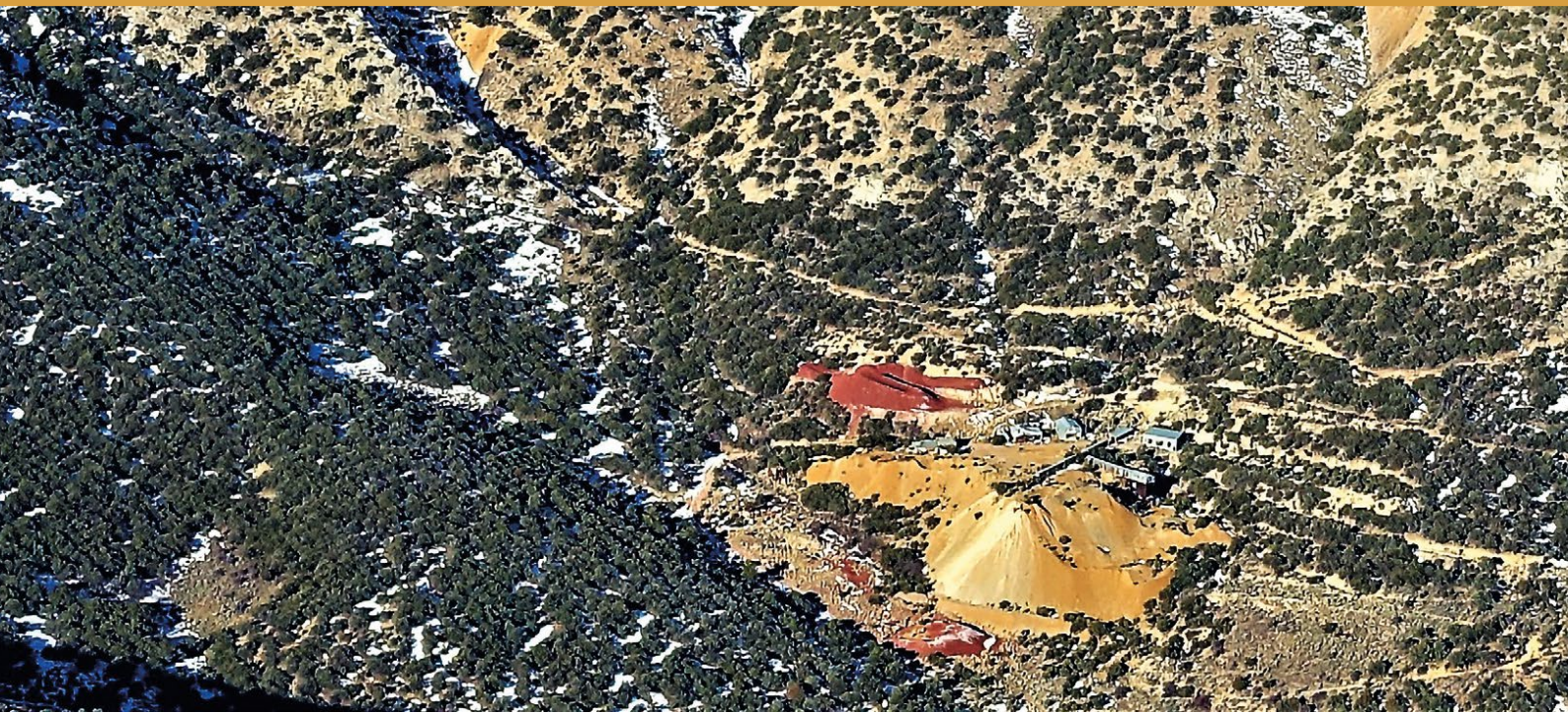
Als Service für unsere Leser haben wir das Durchsatz-Engpass-Framework in sieben praktische Fragen zusammengefasst, die auf jedes Rohstoffthema anwendbar sind. Das Ziel: Vor einem Investment zyklisches Reflations-Beta von echtem Knappheitsexposure trennen zu können.

” *I skate to where the puck is going to be, not where it has been.*

Wayne Gretzky

- Was will ich tatsächlich besitzen: Reflations-Beta oder Knappheits-Alpha?
- Handelt es sich bei diesem Markt um ein Durchsatz- oder Engpasssystem?
- Wo liegen die Beschränkungen: Ressourcenzugang, Genehmigungsverfahren, Verarbeitung, Infrastruktur, Rechtsprechung oder Witterung?
- Kann das Angebot innerhalb des preisbestimmenden Zeitraums reagieren? Wenn ja, ist diese Reaktion eher als zyklisch statt als strukturell zu betrachten.
- Sind die Lagerbestände und Reservekapazitäten groß genug, um Schocks aufzufangen und wiederhergestellt zu werden? Wenn ja, ist es wahrscheinlicher, dass Knappheitsprämien verschwinden.
- Ist die marginale Substitution real oder nur ein leeres Versprechen? Wie lange würde es dauern, um Alternativen zu identifizieren?
- Was müsste sich ändern, damit dieser Markt kein Engpass mehr ist: neue Verarbeitungskapazitäten, eine politische Kehrtwende, ein Ausbau der Infrastruktur, technologische Substitution oder eine Reform des Genehmigungsverfahrens?

Wenn Sie diese Fragen nicht eindeutig beantworten können, sollten Sie den Trade als das behandeln, was er ist: ein narratives Beta, kein Knappheitsrisiko. In diesem makroökonomischen Regime ist der Index das Aushängeschild, während die Knappheitsprämie am Engpass selbst verdient wird – dort, wo der Durchsatz versagt und das Grenzangebot nicht rechtzeitig ankommen kann. Machen Sie sich den Engpass zu eigen, oder akzeptieren Sie, dass der Korb genau die Entwicklungen verwässert, die Sie zu lukrieren versuchen. ■



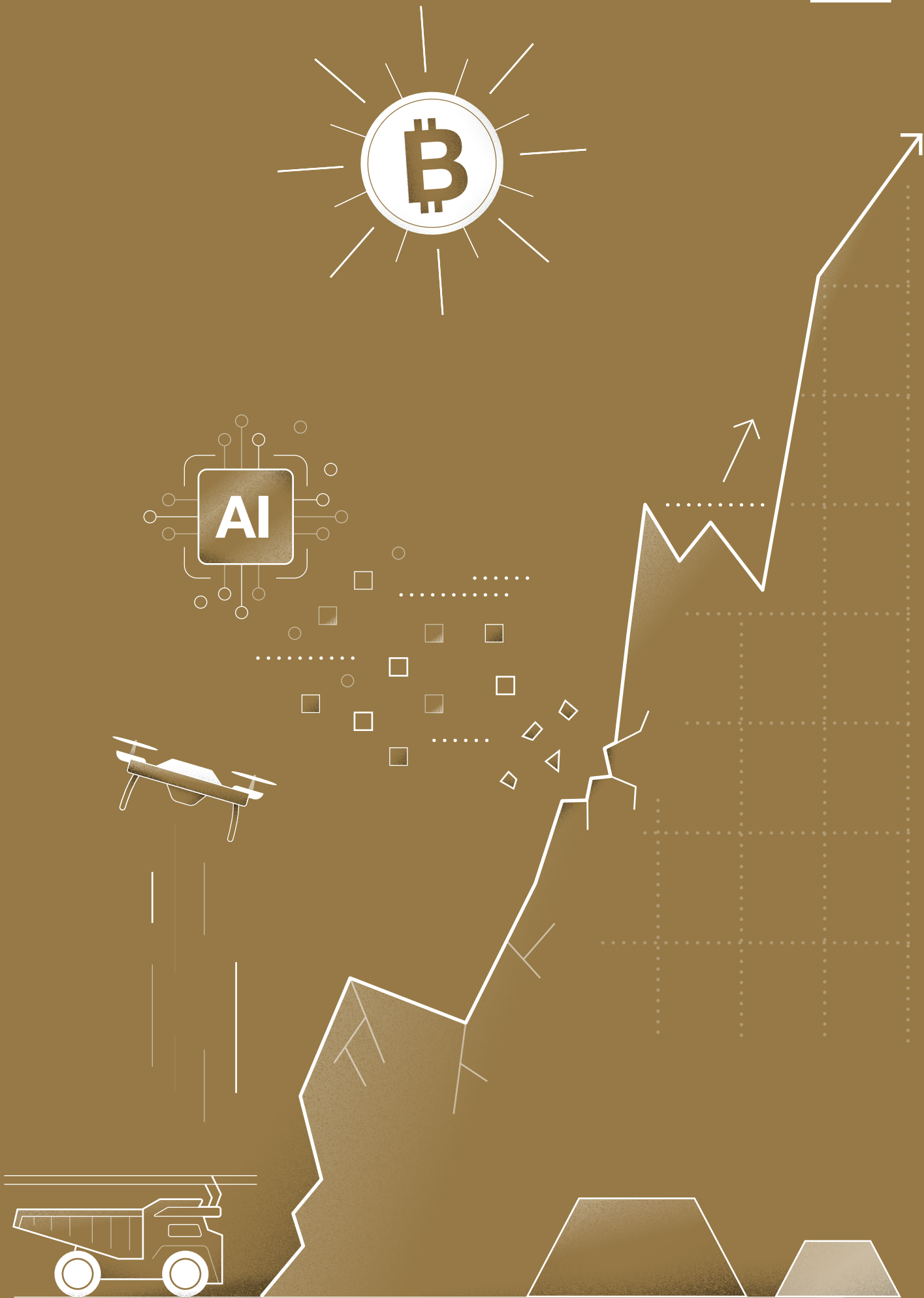
North Peak Resources is a junior exploration company backed by Harry Dobson, founder of Kirkland Lake Gold and Rupert Resources.

It is developing the fully permitted Prospect Mountain property, which is located in the unexplored center of the historic high-grade gold and polymetallic mining camp of Eureka, Nevada, USA.

The property had been in private family hands for over 40 years and North Peak is applying modern exploration techniques for the first time in its history.

Prospect Mountain is unique, with around 10 miles of underground tunnels providing a clear insight into the fault system that appears to be driving the mineralisation in the camp. Surrounded by billion dollar companies who are actively deploying capital and exploring, the camp has an endowment of over 8 million ounces of gold and growing.





Performance-Gold

Bitcoins Rolle in der Zukunft des Geldes 344

Die anfänglichen Herausforderungen hat Bitcoin bewältigt. Nun müssen das systemische Risiko, das Governance-Risiko und das Marktstrukturrisiko gelöst werden. Bitcoin kann als neutrales und regelbasiertes Netzwerk eine der entscheidenden Herausforderungen unserer Zeit lösen: den Vertrauensverlust.

Silber nach dem Höhenflug: „Stairway to Heaven“ oder „Highway to Hell“? 368

Die signifikante Rally von Silber in den vergangenen Quartalen ist trotz der Rücksetzer seit dem Hoch bei 121 USD fundamental intakt. So wird der Silbermarkt 2026 zum 7. Mal in Folge ein Angebotsdefizit ausweisen.

Die KI hält Einzug in den Minensektor 388

Die KI hat eine breite Anwendungspalette: von der Optimierung des Explorationsprozesses und der Betriebsabläufe über einen verbesserten Schutz für Minenarbeiter bis zu höheren Umweltstandards. Sogar ein autonomer Minenbetrieb scheint möglich.

Innovieren oder untergehen: Der Minensektor am Scheideweg 398

Innovationen im Bereich der Dekarbonisierung, der Explorationsarbeiten oder auch zur Aufbereitung und im Abfallmanagement sind die Antwort auf zahlreiche Herausforderungen wie sinkende Erzgehalte, Wasserknappheit oder höhere Energiekosten.

Der Corporate Gold Standard: Warum Miner ihre eigenen Edelmetalle halten sollten 410

Minenunternehmen sollten ihren eigenen Rat befolgen und 5–10 % ihrer Produktion in Gold und/oder Silber halten. Gold ist die natürliche Absicherung gegen die Kosteninflation, da Gold und AISC mit $R^2 = 0,97$ korrelieren.

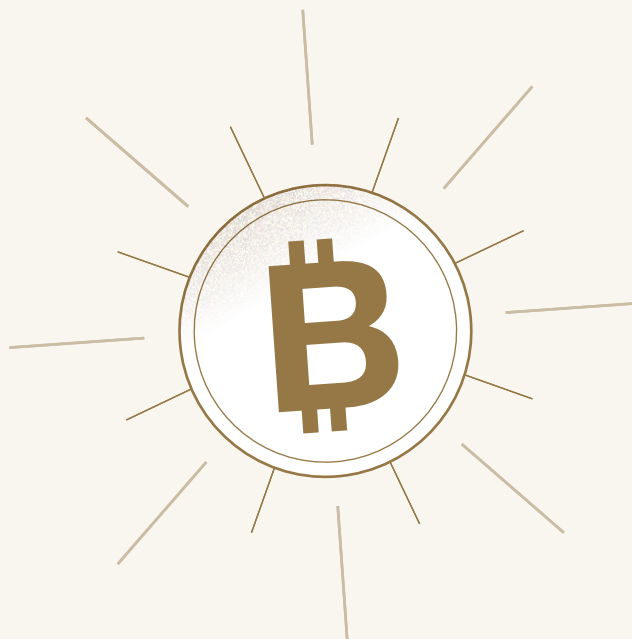
Gold- und Silberminer: Vom Problemkind zum Musterschüler 422

2025 war das profitabelste Jahr der Goldminen-Geschichte. Kapitaldisziplin, Verschuldungsabbau und transparente Ausschüttungspolitik haben den Minensektor vom Problemkind zum Musterschüler verwandelt.

Technische Analyse 442

Kurzfristig durchatmen, mittelfristig höher, langfristig zurück ins Zentrum des Geldsystems: Bis zum Frühsommer erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung in der Bandbreite 4.500–4.950 USD.

Bitcoins Rolle in der Zukunft des Geldes



Key Takeaways

- Da die anfänglichen Herausforderungen von Bitcoin nun weitgehend hinter uns liegen, identifizieren wir drei Kategorien von Bitcoin-Risiken: systemisches Risiko, Governance-Risiko und Marktstrukturrisiko.
- Das Quantenrisiko, derzeit das am meisten diskutierte Bitcoin-Risiko, ist in unserem Rahmenkonzept eine Unterkategorie des Governance-Risikos. Es geht dabei weniger um einen unmittelbar bevorstehenden kryptografischen Einbruch als vielmehr um die Fähigkeit von Bitcoin, unter Stress zeitnahe Upgrades zu koordinieren.
- Die finanzielle Integration von Bitcoin hat die Relevanz des Marktstrukturrisikos erhöht, wobei bei Liquiditätsschocks weiterhin starke Kursrückgänge möglich sind. Der Ausverkauf im Februar 2026 zeigt jedoch, dass langfristige Anleger bei Kursrückgängen nachkauften.
- Gold und Bitcoin bleiben komplementäre Sachwerte, keine Konkurrenten. Ihre unterschiedlichen Nachfragetreiber sorgen weiterhin für eine geringe Korrelation und stärken eine kombinierte Allokation im Rahmen des „Debasement-Trades“.
- Im Kern kann Bitcoin eine der entscheidenden Herausforderungen unserer Zeit lösen: den Vertrauensverlust – zwischen Nationen, zwischen Bürgern und Staaten sowie innerhalb der Währungssysteme selbst. Als neutrales und regelbasiertes Netzwerk könnte Bitcoin zu einer Säule der Zukunft des Geldes werden.

The root problem with conventional currency is all the trust that's required to make it work.

Satoshi Nakamoto

Risiken und Reserven: Bitcoin an der Schwelle zu einer neuen Ära

Bitcoin ist fast achtzehn Jahre alt, und wie bei allen Achtzehnjährigen bestehen kaum noch Ähnlichkeiten zum Aussehen bei der Geburt. Mit dem Eintritt ins Erwachsenenalter beginnt seine institutionelle Phase ernsthaft an Fahrt zu gewinnen. Während seine grundlegenden Fundamentaldaten unverändert bleiben, ist Bitcoin nicht mehr derselbe Vermögenswert wie noch vor wenigen Jahren. Die Akteure, die es halten, die Infrastruktur, die es umgibt, und die darin eingebetteten Risiken haben sich alle gewandelt.

„There's always a million reasons to put off Bitcoin. Yesterday it was the SEC. Today it's quantum. But neither the fundamental nor technical legitimacy of Bitcoin is ever determined by science. It's determined by the will of the community and self-preservation is a superpower.“

Jeff Park

Wenn das Leitmotiv des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports „Back to the Monetary Future“ lautet, dann steht Gold im Zentrum dieser Vision. Wir glauben, dass seine Rolle innerhalb des globalen Währungssystems wieder an Bedeutung gewinnen wird, da Vertrauen, Neutralität und monetäre Widerstandsfähigkeit neu bewertet werden. Dennoch wird die Zukunft des Geldes wahrscheinlich nicht allein dem Gold gehören.

Mit der Entdeckung von Bitcoin hat sich die geldpolitische Zeitachse bereits verändert. Es lässt sich nicht mehr rückgängig machen, und seine Auswirkungen werden sich von hier aus weiter entfalten. Nachdem Bitcoin in seiner Jugendphase einen langen Weg zurückgelegt hat, ist es in weniger als zwei Jahrzehnten in die Riege der zehn größten Vermögenswerte der Welt nach Marktkapitalisierung aufgestiegen. Mit Blick auf die Zukunft kann man sich ein Szenario vorstellen, in dem institutionelle Anleger ernsthaft in Bitcoin investieren, Kreditmärkte zunehmend darauf aufbauen und souveräne Staaten beginnen, es zu horten. In einem solchen System könnte Bitcoin Gold als alternative Reservewährung und Zahlungsmittel ergänzen und in einer zunehmend digitalen und vernetzten Welt deutliche Vorteile hinsichtlich Portabilität, Teilbarkeit, Überprüfbarkeit und einfacher Übertragbarkeit bieten.

„Ich finde Ihren Mangel an Vertrauen beunruhigend.“

Darth Vader

Für Anleger birgt diese neue Phase in der Entwicklung von Bitcoin sowohl Risiken als auch Chancen. Woher wird die nächste Nachfragewelle kommen? Bringt die Institutionalisierung neue Schwachstellen mit sich, die Anleger verstehen sollten? Welche altbekannten Bedenken können ad acta gelegt werden, und welche verdienen eine erneute Prüfung?

Über den Investitionsaspekt hinaus könnte Bitcoin auch als Antwort auf ein allgemeines globales Vertrauensdefizit an Bedeutung gewinnen. In einer Welt, die von geopolitischer Fragmentierung, Handelskonflikten und wachsender Skepsis gegenüber staatlichen Währungen und Institutionen geprägt ist, könnte ein neutrales, grenzenloses und regelbasiertes Währungsnetzwerk zunehmend an Wert gewinnen. Auf den folgenden Seiten untersuchen wir, was sich für Bitcoin im vergangenen Jahr verändert hat, welche zentralen Risiken in diesem neuen Marktumfeld diskutiert werden, wie die institutionelle Nachfrage die Marktstruktur neu gestaltet und warum das Narrativ vom „digitalen Gold“ sowohl verteidigt als auch weiterentwickelt werden sollte.

Was sich ändert, ist nicht das Ausmaß der Kritik an Bitcoin, sondern ihr Ziel.

Wachstumsschmerzen: Die drei Risikokategorien der Reifung von Bitcoin

Im Laufe der Jahre hat Bitcoin eine ganze Reihe existenzieller Bedrohungen überstanden. Im Folgenden sind einige der größten Bedenken aufgeführt, die in den vergangenen Jahren intensiv diskutiert wurden, nun aber offenbar gelöst sind oder an Bedeutung verloren haben:

- Jahrelang hing die Aussicht auf ein Bitcoin-Verbot wie ein Damoklesschwert über der Anlage und wurde von potenziellen Investoren häufig als Hauptgrund genannt, sich herauszuhalten. Mit der Zulassung von Spot-Bitcoin-ETFs in den Vereinigten Staaten wurde klar, dass – zumindest in westlichen Rechtsräumen – ein vollständiges Verbot kein glaubwürdiges Basisszenario für Bitcoin mehr darstellt.
- Das Wechselkursrisiko, das nach der Insolvenz von Mt. Gox einst mit Bitcoin gleichgesetzt wurde, wurde durch regulierte Verwahrungsinfrastrukturen und das Spot-ETF-System erheblich gemindert.

Umweltkritik zählte lange Zeit zu den hartnäckigsten Einwänden gegen Bitcoin und wurde oft als Beweis dafür angeführt, dass eine großflächige Einführung auf politische und institutionelle Grenzen stoßen würde. Die Umweltargumentation verlor deutlich an Bedeutung, als der Anteil nachhaltiger Energie am Bitcoin-Mining laut vor kurzem veröffentlichten Schätzungen der Universität Cambridge auf über 50 % stieg.

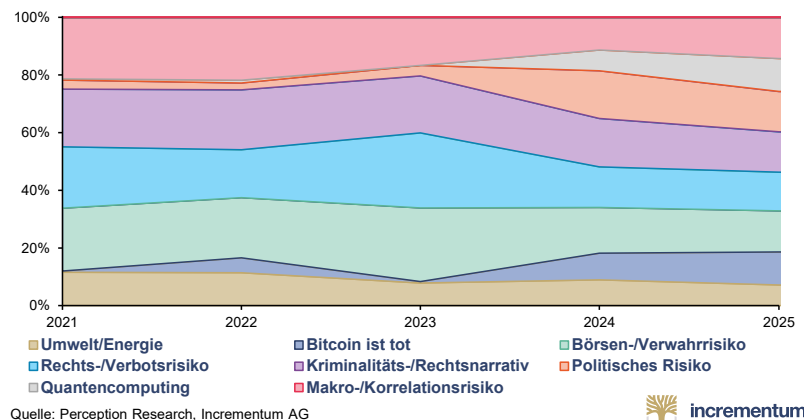
Bemerkenswert ist, dass jedes der in den Anfangsjahren identifizierten Hauptrisiken entweder beseitigt oder erheblich gemindert wurde.

Man könnte annehmen, dass die *FUD* (Angst, Unsicherheit und Zweifel; *fear, uncertainty, doubt*) in Bezug auf Bitcoin mit zunehmender Reife des Vermögenswerts abnehmen würde. Die Daten zeichnen jedoch ein anderes Bild: *FUD* unterliegt Schwankungen. Die Analyse von *Perception Research* von 356.000 Medien-erwähnungen aus 653 Quellen ergab, dass die negative Stimmung insgesamt bis 2025 strukturell stabil bei 12–18 % blieb. Die Medien scheinen der Berichterstattung über Bitcoin ein in etwa festes „Negativitätsbudget“ zuzuweisen. Was sich ändert, ist nicht das Ausmaß der Kritik, sondern ihr Ziel.

„One way or another, the war will end, life will move on & governments will keep printing... Bitcoin will continue to gain adoption and the power law will assert itself as a response. Zoom out and consider the value of catching a bottom versus missing the opportunity.

Dave Weisberger

FUD-Aufmerksamkeitsrotation: Anteil der FUD-Erwähnungen, 2021–2025



„ Wer mit fünfzig die Welt noch genauso sieht wie mit zwanzig, hat dreißig Jahre seines Lebens verschwendet.

Muhammad Ali

Das gestapelte Chart veranschaulicht anhand von Daten von *Perception Research*, wie sich die Bitcoin-bezogene FUD in den letzten fünf Jahren verlagert hat. Die Kategorien, die 2021–2023 dominierten – ökologische Bedenken, Ängste vor Verboten und Bedenken hinsichtlich makroökonomischer Korrelationen – machten den Großteil der negativen Aufmerksamkeit aus. Bis 2025 war ihr kombinierter Anteil gesunken, obwohl sie nach wie vor einen hohen Stellenwert einnehmen.

Ökologische FUD, einst eine Hauptangriffsfläche, verlor an Relevanz, da neuere Daten zum Energiemix des Minings dieses Narrativ in Frage stellten. Ebenso ist der immer wiederkehrende Slogan „Bitcoin ist tot“ zunehmend zu einem Clickbait von Contrarians rund um neue Allzeithochs geworden, anstatt eine ernsthafte Kritiklinie darzustellen.

An ihre Stelle sind neue Narrative getreten, die die Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben. Das politische Risiko ist stark gestiegen – es konzentriert sich nicht mehr auf die Angst vor einem vollständigen Verbot, sondern auf Behauptungen, dass Bitcoin politisch mit Persönlichkeiten wie Präsident Trump oder der breiteren politischen Rechten verbunden sei. Quantencomputing hat sich als neue Kategorie von Bedenken herauskristallisiert. Unterdessen blieben Kriminalität und rechtliche Einordnung ein Dauerthema und wurden laut den Stimmungsdaten von Perception im Laufe des Jahres 2025 deutlich feindseliger.

Der allgemeine Wandel ist bezeichnend: Kritiker argumentierten einst, Bitcoin habe keinen Wert und würde verschwinden. Zunehmend hat sich die Debatte darauf verlagert, wie Bitcoin gesteuert, reguliert oder politisch interpretiert werden sollte – was an sich schon ein Zeichen dafür ist, dass der Vermögenswert nun als dauerhaft und nicht mehr als vorübergehend angesehen wird.

Heute scheint das am meisten diskutierte Risiko das Quantenrisiko zu sein. Das NIST hat 2024 drei Standards für Post-Quanten-Kryptographie erstellt und empfohlen, dass Organisationen bereits weit vor 2035 damit beginnen, von quantenangreifbaren Algorithmen wegzuziehen. Für Bitcoin ist die Bedrohung real, aber nicht unmittelbar: Kryptografisch relevante Quantencomputer, die in der Lage sind, die Kryptografie auf elliptischen Kurven zu knacken, werden voraussichtlich zwischen 2030 und 2035 auf den Markt kommen, und die Bitcoin-Entwickler-Community evaluiert bereits quantenresistente Signaturschemata.

Über das viel diskutierte Quantenrisiko hinaus, das wir in erster Linie als **Governance-Risiko** einstufen, identifizieren wir zwei weitere Kategorien, die die Aufmerksamkeit der Anleger verdienen: das **systemische Risiko**, das sich auf Netzwerk-, Protokoll- oder Konsensausfälle bezieht; und das **Marktstrukturrisiko**, bei dem institutionelle Kapitalströme, Makrokorrelationen und die DAT-Hebelwirkung die Volatilität verstärken und Kursrückgänge verschärfen könnten.



Bitcoin-Risikoframework

Risikokategorie	Definition	Zentrale Unterkategorien / Beispiele
Systemisches Risiko	Risiken auf Protokoll-, Netzwerk- oder Konsensebene, die die Kernfunktionalität von Bitcoin beeinträchtigen könnten.	• Konsensversagen / Chain Split • Kritischer Softwarefehler • Anhaltende Netzwerkstörung • Mining-Zentralisierung / Zensurdruck • Fehlfunktion des Fee-Marktes / Sicherheitsbudget-Bedenken
Governance-Risiko	Risiken im Zusammenhang mit Koordination, Anreizen und der Fähigkeit des Ökosystems, notwendige Änderungen umzusetzen. Umfasst auch das viel diskutierte Quantenrisiko.	• Quantenrisiko (Upgrade-Koordination unter Druck) • Governance-Konflikte bei Soft Forks / Hard Forks • Blockade im BIP-Prozess • Fragmentierung des sozialen Konsenses • Eigentumsrechtsfragen (z. B. eingefrorene oder umstrittene Coins)
Marktstruktur-Risiko	Risiken, die aus der tieferen Integration von Bitcoin in das traditionelle Finanzsystem und aus der sich wandelnden Markt-Mikrostruktur entstehen. Diese Dynamiken können Volatilität und Drawdowns verstärken.	• Volatilität durch institutionelle Kapitalflüsse • ETF-Konzentrationsrisiko • Makro-Korrelation (z. B. Nasdaq / DXY / Liquiditätsschocks) • DAT-Leverage (schuldenfinanzierte Treasury-Strategien) • Zwangsverkäufe / Liquidationskaskaden • Basis-Trade- / Derivaterisiken • Historische Drawdown-Tiefe vs. Marktreife

Quelle: Incrementum AG

Schließlich bleibt die Volatilität selbst ein fester Bestandteil von Bitcoin – kein Fehler, der wegkonstruiert werden kann, sondern ein strukturelles Merkmal eines Vermögenswerts, der sich noch in den frühen Phasen der globalen Preisbildung befindet. Wie bei Gold bleibt jeder nicht-inflationäre Inhaberwert, der nicht auf Fiat-Währung lautet, per Definition volatil, solange er nicht weit verbreitet als Recheneinheit verwendet wird. Solange Güter, Verbindlichkeiten und Finanzkontrakte primär auf Staatswährung lauten müssen, verankert der staatliche Währungsstandard weiterhin die relative Preisbildung.

Governance-Risiken: Quantencomputing – mehr als nur eine technische Bedrohung

Die Aussicht, dass Quantencomputer die Kryptografie von Bitcoin knacken könnten, hat zunehmend Aufmerksamkeit auf sich gezogen, angetrieben durch den technologischen Fortschritt und verstärkt durch Verhaltensverzerrungen bei institutionellen Anlegern. Im Jahr 2025 trugen Quantenbedenken zu einer größeren institutionellen Vorsicht bei – getrieben eher von Verlustangst und Herdenmentalität als von einer nüchternen Einschätzung des tatsächlichen Stands der Technologie.

Es ist wichtig, zu unterscheiden, was durch Quantencomputer bedroht werden kann und was nicht. Die Obergrenze von 21 Millionen Bitcoins wird durch Konsens und nicht durch Kryptografie durchgesetzt, und Quantencomputer können keine gefälschten Bitcoins erzeugen. Coins, deren öffentliche Schlüssel nie offengelegt wurden, sind wesentlich besser geschützt, da die für einen Angriff erforderlichen Informationen nie bekannt wurden. Die Schwachstelle liegt in den frühesten Transaktionsformaten von Bitcoin: Der Tracker von Project Eleven schätzt, dass 1,7 Mio. BTC in alten P2PK-Adressen – darunter 1 Mio. aus dem Mining der Satoshi-Ära – gefährdet sind. Laut Analysen von CoinShares entspricht dies etwa 8 % des Gesamtangebots – deutlich weniger als die 4 Mio. BTC, die in der öffentlichen Diskussion häufig genannt werden.

Die Quanten-Debatte wird oft als kryptografischer Notfall dargestellt, doch ihre größte Herausforderung liegt in der Governance. Bitcoin hat in den letzten zehn Jahren nur zwei größere Protokoll-Upgrades vorgenommen, die jeweils Jahre in Anspruch nahmen. Ein Post-Quantum-Soft-Fork wäre weitaus komplexer. Nic Carter behauptet, dass die Entwicklungskultur von Bitcoin dieses Risiko nur zögerlich angegangen sei, wobei BIP-360 – der wichtigste Vorschlag zur Quantensicherheit – von einem relativen Außenseiter geleitet wurde. Dennoch erklärte Core-Entwickler Matt Corallo in einem Interview im Februar 2026, dass sich mittlerweile 30–40 % der Beiträge in der

„Quantum computing is still very far from any meaningful risk of breaking Bitcoin cryptography. Quantum resistant addresses will eventually be added to Bitcoin before there is any serious threat. All people alive (and that have access to their wallets) will move Bitcoin into new quantum resistant addresses. Any Bitcoin in lost wallets, including Satoshi (if not alive), will be hacked and put back in circulation.“

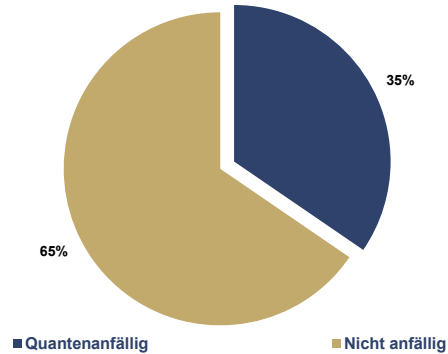
Paolo Ardoino

„If it happens gradually, we can still transition to something stronger. When you run the updated software for the first time, it will re-sign all your money with the new, stronger signing algorithm.“

Satoshi Nakamoto, BitcoinTalk-Forum, Juli 2010

Bitcoin-Dev-Mailingliste mit Post-Quantum-Vorschlägen befassen, wobei sich ein Konsens um hashbasierte Signaturen als ersten Schritt bildet – eine praktisch kostenlose Versicherungspolice, die aktiviert werden könnte, wenn die Bedrohung akut wird.

Anteil des zirkulierenden Bitcoin-Angebots mit potenzieller Quantenanfälligkeit, 05/2026



Quelle: Galaxy Research, Project Eleven, Incrementum AG

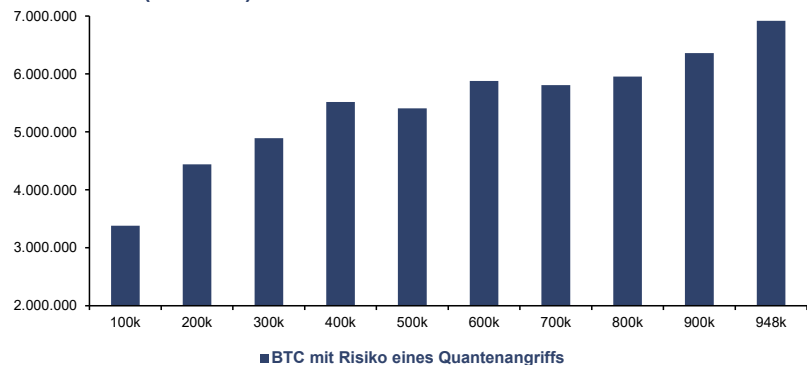


„Wir arbeiten sehr intensiv an diesem äußerst ernstesten Problem und sind der Meinung, dass es sich dabei um die schwerwiegendste Sorge handelt, die Menschen in Bezug auf Bitcoin geäußert haben.“

Hunter Beast, Bitcoin-Entwickler und Mitautor von BIP 360

Die umfassende Analyse von Galaxy Research vom März 2026 unterscheidet zwischen zwei Kategorien von Quantenrisiken, die Anleger verstehen sollten. „Long Exposure“-Coins sind solche, deren öffentliche Schlüssel bereits in der Blockchain sichtbar sind – alte P2PK-Outputs, wiederverwendete Adressen und zuvor ausgegebene Outputs. Ein Angreifer mit einem CRQC hätte praktisch unbegrenzt Zeit, um aus diesen offengelegten öffentlichen Schlüsseln private Schlüssel abzuleiten. „Short-Exposure“-Coins hingegen geben ihre öffentlichen Schlüssel erst im Moment der Ausgabe preis, was bedeutet, dass ein Angreifer den Schlüssel ableiten und die Transaktion während des kurzen Bestätigungsfensters im Mempool vorwegnehmen müsste. Diese Unterscheidung ist wichtig, da sie bedeutet, dass die überwiegende Mehrheit der Bitcoins, die in modernen Wallet-Formaten gehalten werden, nicht anfällig für eine „Harvest now, decrypt later“-Strategie ist – nur die Kategorie der Long-Exposure-Coins ist dieser Bedrohung ausgesetzt.

BTC mit Risiko eines Quantenangriffs (y-Achse), und Blockhöhe (x-Achse)



Quelle: Galaxy Research, Project Eleven, Incrementum AG



„I think I can safely say that nobody understands quantum mechanics.“

Richard Feynman

Die vielleicht interessanteste Frage ist, was mit Coins geschieht, die nicht migriert werden können. Satoshis Coins und die der frühen Teilnehmer, die ihre Schlüssel verloren haben, werden niemals auf neue Adressformate umgestellt werden. Die meisten gehen davon aus, dass diese Coins einfach von quantenfähigen Einrichtungen wiederhergestellt werden. Doch wie Jameson Lopp schreibt, wird die Community vor der Wahl zwischen zwei Verletzungen von Eigentumsrechten stehen:

- Die Zulassung der Quantenwiederherstellung führt zu einer Umverteilung des Reichtums zugunsten der wenigen Organisationen mit Milliarden-Quantenkapazitäten oder
- das Einfrieren anfälliger Coins vernichtet Eigentum dauerhaft ohne Zustimmung.

So oder so wird ein unantastbares Eigentumsrecht von Bitcoin verletzt. Lopp bezeichnet dies als die bedeutendste Governance-Entscheidung, vor der Bitcoin seit den Blockgrößenkriegen steht. Investoren sollten dieses Thema genau beobachten, aber bedenken, dass Pläne bereits lange vor einer tatsächlichen Bedrohung diskutiert werden.

Quantencomputing wird oft als existenzielle Bedrohung für Bitcoin dargestellt. Diese Darstellung ist übertrieben. Die unmittelbare Herausforderung besteht nicht darin, ob Quantencomputer morgen Signaturen knacken können, sondern ob die dezentrale Governance von Bitcoin eine glaubwürdige Reaktion koordinieren kann, bevor dies geschieht. Die gute Nachricht ist, dass das Thema bereits Jahre vor einer nachweisbaren groß angelegten Bedrohung diskutiert wird. Technische Wege existieren, und der Anteil wirklich anfälliger Coins ist weitaus geringer, als viele Schlagzeilen vermuten lassen.

Für Investoren ist die wichtigste Erkenntnis klar: Das Quantenrisiko sollte ernsthaft beobachtet, aber richtig verstanden werden. Es handelt sich weniger um ein plötzliches Aussterben als um einen langfristigen Governance-Test für ein reifendes Währungsnetzwerk.

Quantencomputing ist weniger eine plötzliche Bedrohung als ein langfristiger Governance-Test — das eigentliche Reifezeugnis eines Währungsnetzwerks ist seine Fähigkeit, sich selbst zu reparieren.

”I, for one, am not interested in rewarding quantum-capable entities by inflating the circulating money supply just because some people lost their keys long ago and some laggards are not upgrading their Bitcoin wallet’s security.

Jameson Lopp

Risiken der Marktstruktur: „Normale Volatilität“ vs. maximale Drawdowns

Der Ausverkauf am 5. Februar 2026 war ein Paradebeispiel dafür, wie die neue Marktstruktur von Bitcoin die Volatilität verstärken kann. Der Kursrückgang von Bitcoin um 13,2 % an einem einzigen Tag war kein bitcoinspezifisches Ereignis – es handelte sich um eine Kettenreaktion über mehrere Anlageklassen hinweg, die deutlich machte, wie tief Bitcoin mittlerweile in das traditionelle Finanzsystem integriert ist.

Die Mechanismen waren aufschlussreich. Der Prime-Brokerage-Desk von Goldman Sachs berichtete, dass der 4. Februar einer der schlimmsten Tage für Multi-Strategie-Fonds war, mit einem Z-Score von 3,5 – ein Ereignis mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,05 %, das zehnmal seltener ist als eine Drei-Sigma-Bewegung. Als Risikomanager bei Multi-Strategie-Pods wahllose De-Grossing-Maßnahmen anordneten, geriet Bitcoin ins Kreuzfeuer. Der CME-Basis-Trade, ein Favorit institutioneller Akteure wie Millennium und Citadel, wurde aufgelöst – die kurzfristige Basis sprang von 3,3 % am 5. Februar auf atemberaubende 9 % am 6. Februar, einer der größten Sprünge seit der Einführung des ETF.

Das Bemerkenswerteste an dieser Episode war jedoch das, was nicht geschah: Es gab keine Nettoabflüsse. Trotz eines Rekordhandelsvolumens beim IBIT (über 10 Mrd. USD, doppelt so viel wie der bisherige Höchststand) und einer von Put-Optionen angeführten Optionsaktivität wurden beim IBIT etwa 6 Millionen neue Anteile geschaffen, was zu einem Anstieg des verwalteten Vermögens (AUM) um 230 Mio. USD führte. Der gesamte Bitcoin-ETF-Komplex verzeichnete Zuflüsse in Höhe von 300 Mio. USD.

”Prediction: bitcoiners being able to empirically say „yeah, Bitcoin’s property rights guarantees are so strong that it didn’t even fork to save the creator’s 1 million coins from quantum attack“ will be a huge narrative win and reinforce bitcoin’s uniqueness as the hardest money.

Dan McArdle

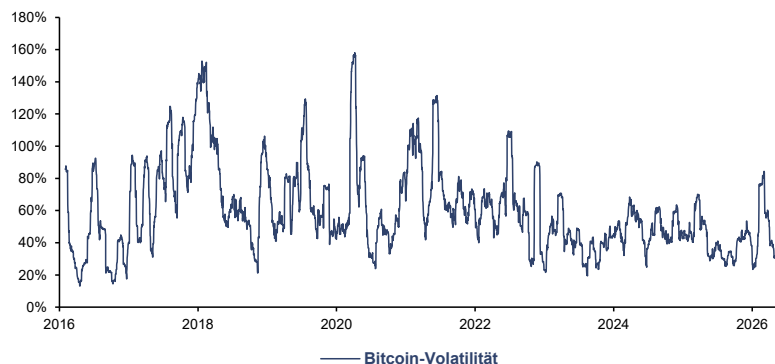
„When the upside gamma squeeze comes, it will be fantastic. And it can happen at any time, for no obvious reason.

Samson Mow

Der Auslöser war das Risikominderungsstreben der traditionellen Finanzwelt, das Bitcoin auf ein Niveau drückte, auf dem Short-Gamma den Rückgang beschleunigte, doch der Einbruch wurde durch Käufe von offenbar authentischen langfristigen Anlegern aufgefangen.

Dennoch zeigt eine längerfristige Betrachtung der Volatilität von Bitcoin, dass diese nicht im Einklang mit der steigenden Marktkapitalisierung zurückgegangen ist. Die rollierende Volatilität hat sich weitgehend seitwärts bewegt, selbst als die Marktkapitalisierung während des jüngsten Bullenmarktes wuchs.

Rollierende Bitcoin-Volatilität (30 Tage), 01/2016–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

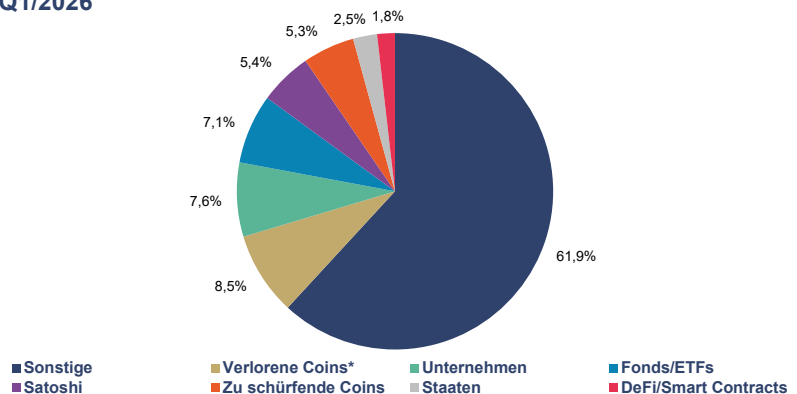


„We know the past but cannot control it. We control the future but cannot know it.

Claude Shannon

Die Marktstruktur hat sich vor kurzem erheblich verändert. ETF-Inhaber und Unternehmensinhaber, meist über Digital Asset Treasury Companies, haben ihren Anteil am gesamten Bitcoin-Angebot dramatisch erhöht. Zusammen halten diese beiden Gruppen derzeit mehr als 14 % aller verfügbaren Bitcoins. Die Konzentration von Bitcoin auf relativ homogene Anlegergruppen erhöht das Risiko eines übermäßigen Kursrückgangs, sollte ein Ereignis weitreichende Verkäufe in einer oder beiden Gruppen auslösen.

Verteilung des Bitcoin-Bestandes, in % des Gesamtbestandes, Q1/2026

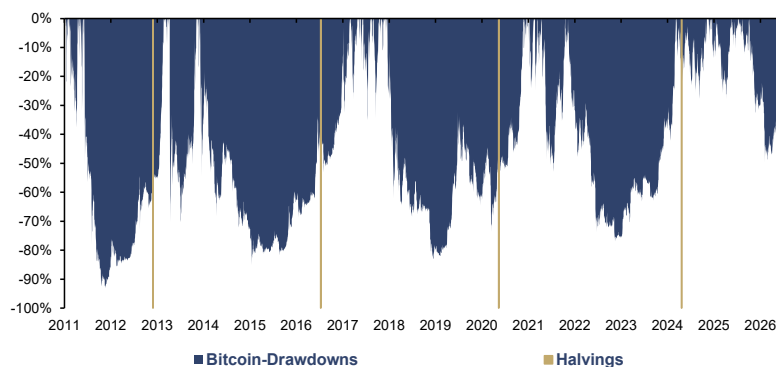


Quelle: bitcointreasuries.net, Chainalysis, Fortune, Incrementum AG
*Schätzungen von Chainalysis und Fortune



Der aktuelle Bärenmarkt war bislang weniger brutal als frühere Abschwünge. Man könnte argumentieren, dass jeder nachfolgende Bärenmarkt historisch gesehen etwas flacher ausfiel als der vorherige. Wir möchten jedoch darauf hinweisen, dass dieses Muster geringerer Kursrückgänge durchbrochen werden könnte, sollte ein Liquiditätsereignis eine Verkaufswelle durch ETFs und/oder Digital Asset Treasuries (DATs) auslösen. Es ist ebenso möglich, dass ein solches Ereignis erst in einem zukünftigen Zyklus eintritt und dass der aktuelle Bärenmarkt bereits näher an seinem Ende ist, als es der traditionelle Vierjahreszyklus vermuten lassen würde, sofern kein solcher Liquiditätsschock eintritt.

Bitcoin-Drawdowns vom Allzeithoch, in USD, 01/2011–05/2026



Quelle: blockchain.com, LSEG, Incrementum AG



Um das Ausmaß früherer Bärenmärkte zu erreichen, müsste sich der aktuelle Kursrückgang gegenüber dem aktuellen Niveau noch deutlich verstärken. Ein Rückgang in Richtung der historischen Spanne früherer Zyklustiefs würde deutlich niedrigere Preise bedeuten als die, die bisher in diesem Abschwung zu beobachten waren. In vergangenen Zyklen kam es zu Kursrückgängen von über 80 %; sollte dieser Zyklus einem „typischen“ historischen Bärenmarkt entsprechen, würde BTC 25.254 USD erreichen, wenn es von seinem Höchststand von 126.272 USD im Oktober 2025 um 80 % fallen würde. Zwar ist ein solches Ergebnis ohne einen Auslöser nicht unser Basisszenario, doch würde es im Falle eines umfassenderen Liquiditätsschocks, der zu wahllosen Verkäufen bei ETFs, gehebelten Strukturen und Digital Asset Treasuries führt, deutlich plausibler werden.

Die Lehre für Anleger lautet nicht, Bitcoin zu meiden, sondern sich auf eine andere Art von Volatilität vorzubereiten. Die Anfälligkeit der Margin-Regeln der traditionellen Finanzwelt – und die Volatilität, die sie erzeugen können – wird besonders interessant zu beobachten sein, wenn der nächste Melt-up eintritt. Da die Nasdaq die Limits für offene Positionen bei IBIT-Optionen bereits angehoben hat, könnte sich jeder Aufwärtsdruck als ebenso heftig erweisen wie frühere Abwärtsphasen.

„If you make every game a life-and-death proposition, you're going to have problems. For one thing, you'll be dead a lot.

Dean Smith

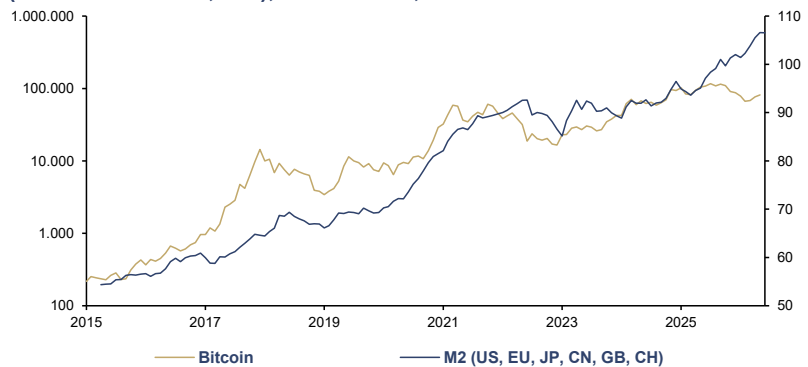
ETFs und Digital Asset Treasuries haben Bitcoins Volatilität gedämpft — und sie zugleich in eine neue, konzentriertere Form von Liquiditätsrisiko überführt.

Makro-Korrelationsrisiko: Korrelationsregime und der Orange Swan

Nach unserer aktualisierten Kategorisierung wird das Makro-Korrelationsrisiko als wichtige Unterkategorie des breiteren Marktstrukturrisikos behandelt, was die wachsende Sensitivität von Bitcoin gegenüber assetübergreifender Liquidität und Risikoregimen widerspiegelt.

Vor 2025 lag die Korrelation von Bitcoin mit der globalen M2-Geldmenge auf verzögerter Basis bei etwa 83 %. Diese Beziehung hat sich seitdem verschlechtert, und Bitcoin folgt nun dem Nasdaq-100-Index genauer als dem Index für US-Dollar. Für Anleger, die ihre Bitcoin-These an der M2-Erzählung ausgerichtet haben, erfordert diese Verschiebung besondere Aufmerksamkeit.

Bitcoin (log, lhs), in USD, und M2 (US, EU, JP, CN, GB, CH) (3 Monate voraus, rhs), in Bill. USD, 01/2015–06/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



„If you don't like something, change it. If you can't change it, change your attitude.“

Maya Angelou

„We're seeing capital controls ... taking place all over the world today, and who will experience that is questionable. So, we are on the brink — that doesn't mean we are in [a capital war now], but it means that it's a logical concern.“

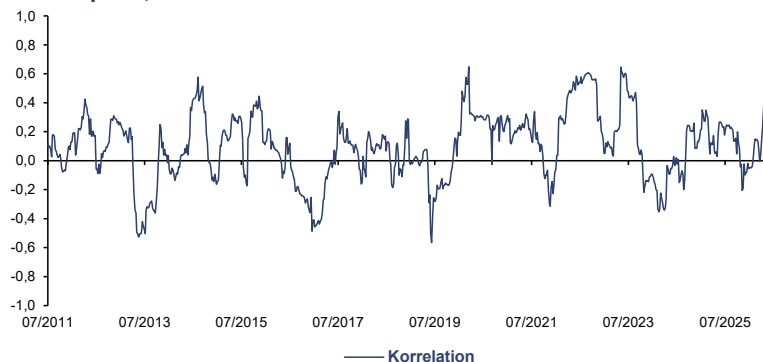
Ray Dalio

Die unvorhersehbaren politischen Entscheidungen der Trump-Regierung – der „orange Schwan“ – fügen eine zusätzliche Ebene makroökonomischer Risiken hinzu. Wenn traditionelle Risikoanlagen aufgrund geopolitischer oder politischer Schocks stark abverkauft werden, wird auch Bitcoin mitverkauft, zumindest kurzfristig. Die Ernennung des hawkischen Kevin Warsh zum Vorsitzenden der Federal Reserve verkompliziert die Aussichten für alle risikosensitiven Anlagen weiter.

Allerdings birgt das makroökonomische Umfeld auch starke Rückenwindfaktoren. Wir stehen nicht am Anfang eines Zinserhöhungszyklus, sondern am Ende eines solchen. Selbst wenn es den westlichen Zentralbanken angesichts erneuter Inflationsrisiken schwerer fallen könnte, Zinssenkungen durchzuführen, und sie von einer aggressiven Lockerung absehen, sind die Realrenditen die entscheidende Variable für Anleger. Da die Inflation die Nominalzinsen übersteigt, dürften die Realrenditen sinken – de facto eine Form der Lockerung. Vor dem Hintergrund der strukturellen Entwicklung des US-Defizits, die wir in diesem und früheren *In Gold We Trust*-Reports ausführlich untersucht haben, sprechen die mittel- bis langfristigen Aussichten weiterhin für Sachwerte.

Wenn die gleichzeitige Nachfrage nach Gold und Bitcoin tatsächlich einen „Devaluation Trade“ darstellt, wie JPMorgan angedeutet hat, sollte sich jeder, der glaubt, dass die strukturellen Faktoren, die diesen Handel attraktiv machen, bestehen bleiben, fragen: Warum lauten praktisch alle langfristigen Sparinstrumente immer noch vollständig auf die Währung, die abgewertet wird?

Wöchentliche rollierende 6-Monats-Korrelation von Bitcoin und Nasdaq 100, 07/2011–05/2026



Digital Asset Treasury Companies: Boom, Bust und darüber hinaus

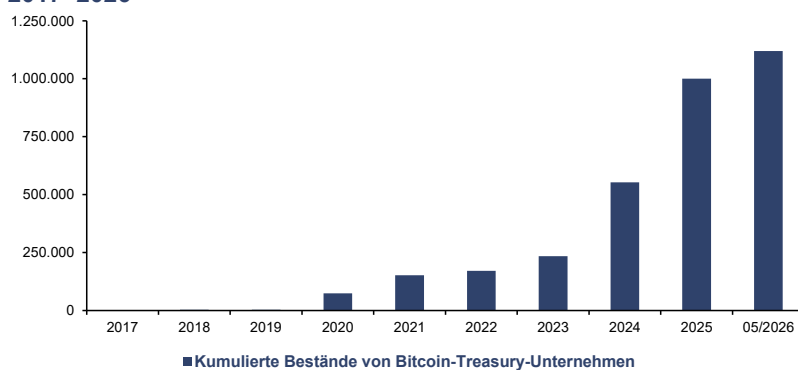
Nach unserer aktualisierten Kategorisierung wirkt sich der Aufstieg der Digital Asset Treasury Companies (DATs) durch Hebelwirkung, Abhängigkeit von den Kapitalmärkten, Refinanzierungsbedarf und reflexive Bilanznachfrage direkt auf eine sich wandelnde Marktstruktur aus.

2025 war das Jahr der Digital-Asset-Treasury-Unternehmen (DATs); 2026 wird entscheiden, welche von ihnen Bestand haben werden. Unter DATs verstehen wir börsennotierte Unternehmen, die Bitcoin als zentrales Treasury-Asset nutzen und auf Aktien- oder Anleihemärkte zugreifen, um dieses Engagement auszubauen, sei es durch einfache Bilanzakkumulation oder durch strukturiertere Kapitalvehikel. Die Bitcoin-Bestände börsennotierter Unternehmen stiegen im Jahresvergleich um 82 % auf 1,08 Mio. BTC, während die Zahl der börsennotierten Inhaber von 69 auf über 191 zulegte. Unternehmen kontrollieren nun mindestens 6,4 % des gesamten Bitcoin-Angebots. Strategy bleibt mit 780.897 BTC, das entspricht rund 69 % aller Bestände börsennotierter Unternehmen, weiterhin dominierend, doch hat sich der Trend deutlich verbreitert. Ohne Strategy stiegen die Unternehmensbestände im Jahresvergleich um 189 %, wobei neue Marktteilnehmer wie *Twenty One Capital* und *Bitcoin Standard Treasury Company* in die Spitzenränge aufstiegen.

„Bitcoin has two things going for it as collateral. It's very easy to collect against because it is fungible, liquid, verifiable, transparent, and divisible. And over time, it has tended to appreciate very powerfully.

Andrew Hohns

Kumulierte Bestände von Bitcoin-Treasury-Unternehmen, in BTC, 2017–2026



„63% of [business owners buying bitcoin] plan to hold indefinitely... These are real operating business owners buying Bitcoin to preserve the wealth of their business for the long term with no plans to sell.

Alex Leishman

„Don't lose the Bitcoin. That's what everybody wants. Rule one, rule two, don't lose the Bitcoin.

Alex Blum

„USD 5nb in cumulative revenue in 7 months, faster than virtually any product, including the iPhone.

Phong Le

DATs sind nicht zufällig entstanden. Sie bieten Anlegern eine vertraute Form der Beteiligung an Bitcoin, können Mandaten entsprechen, die den direkten Besitz von Token einschränken, und können von Vorteilen in Bezug auf Steuern, Liquidität oder Kapitalmärkte profitieren, die auf Spotmärkten nicht verfügbar sind. In diesem Sinne stellen sie einen Weg dar, über den Bitcoin in die traditionelle Finanzwelt integriert wird. Das von Strategy entwickelte Modell – Kapitalbeschaffung zum Erwerb von Bitcoin und Erfolgsmessung anhand des BTC-Wertes pro verwässerter Aktie – hat ein globales Ökosystem von Nachahmern hervorgebracht.

Im Jahr 2025 wurden DATs zum spekulativen Proxy-Trade des Marktes: Sie stiegen auf euphorische Höchststände, bevor sie scharf einbrachen, während sich Bitcoin selbst erneut als der beständige Vermögenswert erwies.

Ein zentrales Konzept ist die mNAV-Ratio: das Verhältnis des Marktwerts eines Unternehmens zum Nettowert seiner Bitcoin-Bestände. Ein Aufschlag kann wertsteigernde Kapitalbeschaffungen ermöglichen, während ein Abschlag diese Möglichkeit vollständig zunichte machen kann. Aufschläge können Liquidität, Nachfrage am Optionsmarkt, Glaubwürdigkeit des Managements, Aufnahme in Indizes oder einen leichteren Zugang als bei direkten Bitcoin-Besitzern widerspiegeln.

Das Modell entwickelt sich ebenfalls weiter. Die **STRC-Vorzugsaktie von Strategy**, die darauf ausgelegt ist, nahe dem Nennwert gehandelt zu werden und gleichzeitig eine variable Dividende auszuschütten, markierte eine Verlagerung hin zu Bitcoin-gebundenen Kreditprodukten. Andere Firmen folgten mit ihren eigenen Vorzugsstrukturen, während neue Vehikel nun **DAT-Wertpapiere in ETPs** und sogar **in Stablecoins bündeln**, die durch Körbe von DAT-Vorzugsaktien gedeckt sind. Was als Bitcoin-Akkumulation von Unternehmen begann, entwickelt sich zu einem breiteren Ökosystem der Kapitalmärkte.

Einige Unternehmen sind besser positioniert als andere. Stärkere DATs dürften niedrige Finanzierungskosten, hohe Liquidität, disziplinierte Emissionen und ein glaubwürdiges Management vereinen. Schwächere Emittenten sind möglicherweise auf teures Kapital, wiederholte Verwässerungen, geringe Handelsliquidität oder ein fragiles Marktvertrauen angewiesen.

Der DAT-Zyklus 2025 hat diese Dynamik deutlich aufgezeigt. Unternehmen, die mit extremen mNAV-Prämien gehandelt wurden, konnten Aktien ausgeben und die BTC-pro-Aktie-Kennzahlen steigern, doch dieser Prozess hing von einer anhaltenden Multiplikatorausweitung ab. Bis zum Jahresende waren mehrere große DATs um mehr als 90 % gegenüber ihren Höchstständen gefallen, obwohl Bitcoin neue Höchststände erreichte.

Im Kern ist das DAT-Phänomen Finanzengineering: die Verbriefung verschiedener Bitcoin-Risiko-Rendite-Profile in Aktien, Vorzugsaktien, Wandelanleihen, strukturierte Produkte und synthetische Renditeinstrumente. Es gibt wahrscheinlich Platz für eine kleine Anzahl glaubwürdiger, gut kapitalisierter Emittenten. Darüber hinaus droht dem Modell die Sättigung. Für viele Anleger sind Hebelwirkung, Rollover-Risiko und ineinandergreifende Gegenparteirisiken möglicherweise weitaus weniger transparent als der direkte Besitz von Bitcoin. Der direkte Besitz von Bitcoin entfernt diese Ebenen; DATs fügen sie wieder hinzu. **Die Chance ist real, aber ebenso real ist die Rückkehr der finanziellen Komplexität, der Bitcoin eigentlich entkommen sollte.**

Digital Gold Revisited: Komplementär, nicht konkurrierend

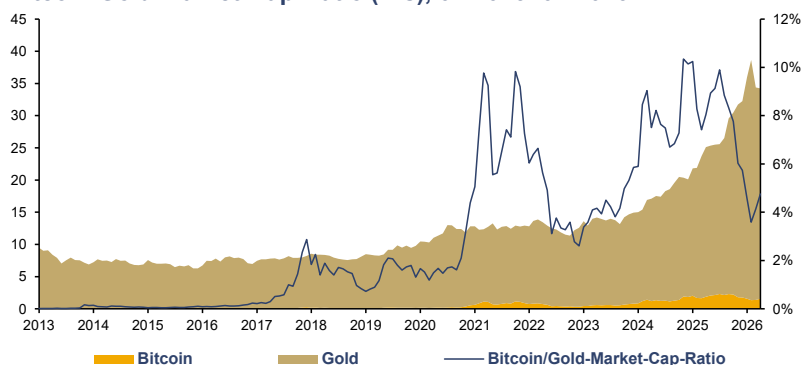
Die These vom „digitalen Gold“ ist 2025 und Anfang 2026 unter Beschuss geraten, da Gold Bitcoin in diesem Zeitraum deutlich übertroffen hat. Kritiker haben diese Divergenz als Beweis dafür angeführt, dass die These scheitert. Diese Kritik verwechselt ähnliche monetäre Eigenschaften mit identischem Marktverhalten.

Gold und Bitcoin haben zwar Knappheit, Beständigkeit und Widerstandsfähigkeit gegen Geldentwertung gemeinsam, unterliegen jedoch völlig unterschiedlichen Marktstrukturen. Gold verzeichnet eine außerordentlich hohe Nachfrage seitens der Zentralbanken im Osten – eine geopolitisch motivierte Nachfrage seitens konservativer institutioneller Anleger.

Diese Divergenz bei den Nachfragetreibern ist keine Schwäche der These der doppelten Hartwährung – sie ist aus Sicht der Portfoliokonstruktion ihre größte Stärke. Die Nachfrage nach Gold ist verankert in der Reserveakkumulation der Zentralbanken, dem Schmuckkonsum in Asien und seiner Rolle als Krisenabsicherung mit jahrtausendealtem institutionellem Vertrauen. Die Nachfrage nach Bitcoin hingegen wird durch die Akzeptanz im Privatkundenbereich in westlichen Märkten, den generationsübergreifenden Vermögenstransfer von Babyboomern zu digital affinen Millennials, die Integration von ETFs in Modellportfolios und seine sich abzeichnende Rolle als neutrale Abwicklungsschicht für staatliche Akteure angetrieben. Da diese Nachfragetreiber strukturell unabhängig voneinander sind, reagieren die beiden Vermögenswerte auf unterschiedliche Katalysatoren und Stressszenarien: Goldkäufe der Zentralbanken stehen nicht in Konkurrenz zur Bitcoin-Akkumulation der Millennials, und die Schmucknachfrage in Indien hat keinen Einfluss auf das Tempo der ETF-Zuflüsse.

Für Anleger bedeutet dies, dass eine kombinierte Allokation in Gold und Bitcoin ein Engagement im breiteren Währungsabwertungs-Trade ermöglicht und gleichzeitig eine Diversifizierung über zwei unterschiedliche Akzeptanzkurven, Käufergruppen und Risikoprofile hinweg bietet. Beide Vermögenswerte sind Hartgeld, allerdings Hartgeld für unterschiedliche Zielgruppen und unterschiedliche Anwendungsfälle.

Marktkapitalisierung von Bitcoin und Gold (lhs), in Bill. USD, und Bitcoin/Gold-Market-Cap-Ratio (rhs), 01/2013–04/2026



Quelle: coinmarketcap.com, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG



incrementum

Die gleitende Korrelation zwischen Gold und Bitcoin war historisch gesehen niedrig und instabil. Seit 2015 schwankte die 90-Tage-Korrelation zwischen $-0,37$ und $+0,57$, wobei der langfristige Durchschnitt bei etwa $0,10$ lag. Im März 2026 erreichte die Korrelation mit $-0,88$ ihren niedrigsten Stand seit dem Bärenmarkt im November 2022. Dieser anhaltende Mangel an Korrelation ist kein Versagen der „Digitales Gold“-These; vielmehr ist er eines ihrer stärksten Argumente. Zwei Vermögenswerte, die dieselben monetären Eigenschaften Knappheit, Beständigkeit, Widerstandsfähigkeit

„We're converting capital into credit. We're converting economic wealth into a stream of cash flows.

Michael Saylor

„I believe this will be the ultimate fate of BTC looking good here.

Kyle Soska

„Whatever assumes a monetary role will have a reliably high stock-to-flow ratio.

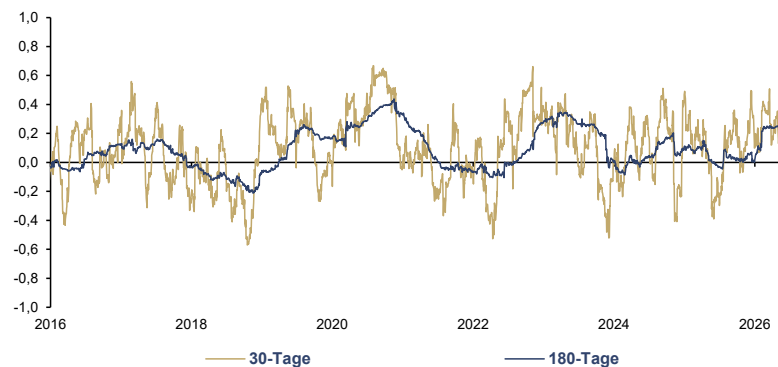
Saifedean Ammous

Zwei Hartwährungen, zwei Akzeptanzkurven, zwei Käufergruppen — und ein gemeinsames Engagement im Debasement-Trade.

gegen Entwertung teilen, aber eine geringe Korrelation zueinander aufweisen, bieten echte Diversifizierungsvorteile innerhalb eines Portfolios. Wir erwarten nicht, dass diese Korrelation in naher Zukunft nennenswert ansteigen wird. Damit sich das Preisverhalten von Bitcoin dem von Gold angleicht, müsste seine Marktkapitalisierung auf eine vergleichbare Größenordnung anwachsen – und selbst dann würden die unterschiedlichen Käufergruppen und Marktstrukturen der beiden Vermögenswerte wahrscheinlich weiterhin für erhebliche

Abweichungen sorgen.

Rollierende Bitcoin/Gold-Korrelation, 01/2016–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Bitcoin wird im Westen stark von Privatanlegern gehandelt, von Hedgefonds, die es als Risikoanlage betrachten, sowie über ETF-Strukturen, die neben Softwareaktien in Modellportfolios integriert sind. Die Tatsache, dass Bitcoin den Nasdaq enger nachbildet als Gold, spiegelt unterschiedliche Käufergruppen in verschiedenen Phasen der Akzeptanz wider.

Die Nachfragetreiber der nächsten zwanzig Jahre

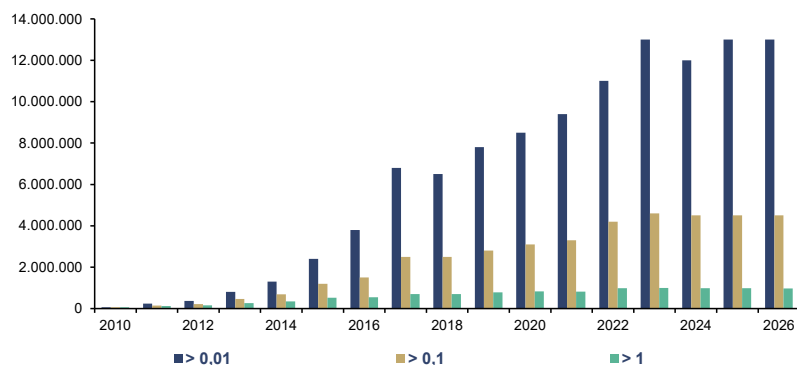
„Eine neue wissenschaftliche Wahrheit pflügt sich nicht in der Weise durchzusetzen, daß ihre Gegner überzeugt werden und sich als belehrt erklären, sondern vielmehr dadurch, daß ihre Gegner allmählich aussterben und daß die heranwachsende Generation von vornherein mit der Wahrheit vertraut gemacht ist.“

Max Planck

Mit Blick auf den 20-Jahres-Horizont lassen sich mehrere strukturelle Nachfragefaktoren für Bitcoin kaum ignorieren.

Erstens kehrt sich die Bevölkerungspyramide um. Wie das Team von Epoch VC dokumentiert, wird die alternde Bevölkerung in der westlichen Welt Bitcoin in den nächsten zwei Jahrzehnten einen natürlichen Rückenwind verschaffen, da 105 Bill. USD bis 2048 vererbt werden. **Weniger als 5 % der über 65-Jährigen besitzen Bitcoin, während der Anteil bei der Generation X bei 5–10 % und bei den Millennials bei 20–25 % liegt.** Wenn jüngere Generationen die Kontrolle über das geerbte Vermögen übernehmen, wird Bitcoin wahrscheinlich davon profitieren. Epoch VC schätzt, dass allein durch Erbschaften bedingte Zuflüsse bis 2035 kumulativ 1,2–2,3 Bill. USD und bis 2048 sogar bis zu 9,6 Bill. USD generieren könnten.

Adressen mit > X Bitcoin, 2010–2026



Quelle: lookintobitcoin.com, Incrementum AG



Zweitens nähert sich die Vermögensungleichheit einem Niveau, das historisch gesehen konfiskatorische politische Maßnahmen auslöst, was die Nachfrage nach Vermögenswerten wie Bitcoin ankurbeln könnte. Als die Niederlande im Februar 2026 ein Gesetz verabschiedeten, das eine Steuer von 36 % auf nicht realisierte Gewinne aus Aktien, Anleihen und Kryptowährungen vorsah, signalisierte dies die Richtung, in die es gehen würde. Da der fiskalische Druck weltweit zunimmt und Politiker Vermögenssteuern vorschlagen, wird die Nachfrage nach „Outside Money“ – tragbarem, jurisdiktionsunabhängigem Kapital, das außerhalb der Reichweite willkürlicher Regeländerungen liegt – wahrscheinlich zunehmen. Bitcoin wurde von der ersten Codezeile an genau für diese Funktion konzipiert.

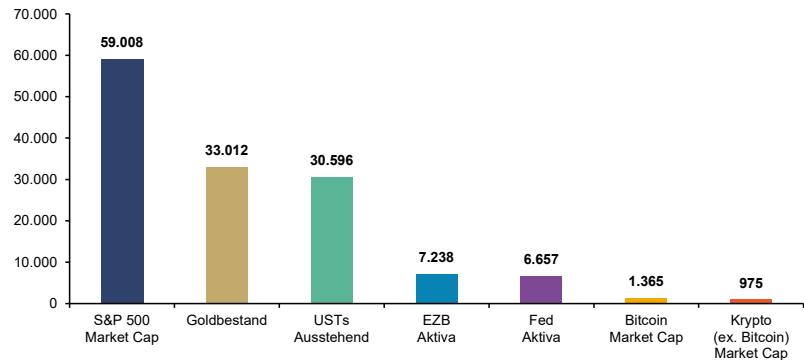
Drittens werden Spot-ETFs bedeutender. Bitcoin-ETFs sind zur erfolgreichsten Markteinführung in der Geschichte der ETFs geworden, wobei die kumulierten Nettomittelzuflüsse bis 2027 voraussichtlich 100 Mrd. USD erreichen werden. Bank of America, Morgan Stanley, Vanguard und Citi erlauben ihren Kunden nun alle Bitcoin-Allokationen oder empfehlen diese aktiv – eine Kehrtwende, die vor zwei Jahren noch undenkbar gewesen wäre. Morgan Stanley, die größte US-Vermögensverwaltungsplattform mit einem Kundenvermögen von 8 Bill. USD, baut derzeit eine eigene Infrastruktur für die Verwahrung und den Handel von Bitcoin auf und hat einen eigenen Bitcoin-ETP beantragt – ein Engagement, das weit über den passiven Vertrieb hinausgeht.

Dennoch bleibt die Kluft zwischen Zugang und Allokation enorm: Über 90 % der führenden in den USA registrierten Anlageberater verfügen mittlerweile über Bitcoin-Allokationen, doch nur 0,006 % des gesamten von RIAs verwalteten Vermögens wurden investiert – eine Zahl, die um Größenordnungen unter den von führenden Unternehmen empfohlenen Allokationen von 2–5 % liegt.

„Not one in a hundred people can explain how an air conditioner works, but they all want one... People want an insanely great simple-to-use consumer product that just makes their problems go away that has complicated technology embedded in it.

Michael Saylor

Marktkapitalisierung von Bitcoin vs. diverse Vermögenswerte und Zentralbankbilanzen, in Mrd. USD, Q1/2026



Quelle: coinmarketcap.com, World Gold Council, US Treasury, Fed, EZB, LSEG, Incrementum AG



Wendet man die von den 13 führenden Vermögensverwaltungsgesellschaften vorgeschlagenen Allokationen auf deren verwaltetes Vermögen an, ergeben sich laut einer Analyse von Epoch potenzielle Zuflüsse in Höhe von 400–835 Mrd. USD. Die 15 nach Marktkapitalisierung führenden Unternehmen verfügen über Barmittel in Höhe von 1,15 Bill. USD; würden nur 10 % davon in Bitcoin investiert, entspräche dies fast dem gesamten aktuellen ETF-Volumen.

Und schließlich könnte sich die Akkumulation durch Staaten als der stärkste Nachfragetreiber von allen erweisen. Staaten halten derzeit etwa 643.000 BTC – rund 3,1 % des Gesamtangebots – durch Beschlagnahmen, Käufe und die neu eingerichtete US-strategische Bitcoin-Reserve. Doch hier ist das Gedankenexperiment, das Bitcoiner nachts wach halten dürfte: Die weltweiten Goldreserven der Zentralbanken belaufen sich auf insgesamt etwa 4,4 Bill. USD, was etwa 17 % des oberirdischen Goldvorrats entspricht.

Wenn Staaten Bitcoin in einem vergleichbaren Umfang von 17 % des Angebots akkumulieren würden, würde dies staatliche Zuflüsse in Höhe von rund 253 Mrd. USD bedeuten – fast das Doppelte des gesamten aktuellen ETF-Komplexes.

„We are rolling out spot crypto on the E*Trade platform. We're looking at wallet technology for our entire wealth management space. We've filed for crypto ETPs. Anywhere there's a connectivity point to the digital asset space, we're exploring.“

Amy Oldenburg, Morgan Stanley

Die BRICS-Staaten haben die letzten zwei Jahre damit verbracht, eine alternative Abwicklungsinfrastruktur aufzubauen. Vom mBridge-Großhandels-CBDC-Projekt, das China, Hongkong, Thailand, die Vereinigten Arabischen Emirate und Saudi-Arabien verbindet, bis hin zur geplanten BRICS-Unit, einer Abwicklungswährung, die zu 40 % durch Gold und zu 60 % durch die Währungen der Mitgliedsländer gedeckt ist. Diese Bemühungen spiegeln ein grundlegendes Problem wider: In einer multipolaren Welt benötigen Überschussländer eine Möglichkeit zur Handelsabwicklung und zur Anlage von Reserven, die nicht von einer einzigen Gegenpartei kontrolliert wird. Gold hat diese Funktion historisch gesehen erfüllt, ist jedoch langsam, teuer im Transport und für den Echtzeit-Zahlungsverkehr schwer einsetzbar.

Bitcoin hingegen bietet eine endgültige Abwicklung innerhalb von Minuten, ist von Natur aus digital, funktioniert in einem dezentralen Netzwerk außerhalb der Kontrolle einer einzelnen Regierung und verfügt über ein glaubwürdig festgelegtes Angebot. Für Länder, die Handelsüberschüsse begleichen, Reserven außerhalb des Systems mit US-Dollar-Reserven verwalten oder sich einfach gegen die Instrumentalisierung der bestehenden Finanzinfrastruktur absichern wollen, bietet Bitcoin eine Lösung, die keine staatlich geförderte CBDC nachbilden kann – gerade weil sie von keinem Staat kontrolliert wird.

Im April 2026 **lieferte der Iran** das bislang anschaulichste Beispiel dafür, wie eine Nation sich zu Bitcoin wendet, weil es neutral ist und funktioniert. Während des Waffenstillstands in der Straße von Hormus kündigte Teheran an, dass Tanker, die die Wasserstraße passieren, eine Gebühr von 1 USD pro Barrel in Bitcoin entrichten müssten,

zahlbar innerhalb von Sekunden, um eine Rückverfolgbarkeit durch Sanktionen zu vermeiden. Bei einem Transitvolumen von 130 Schiffen pro Tag vor der Krise würde die implizierte tägliche Akkumulation die 450 BTC, die das gesamte Netzwerk täglich schürft, in den Schatten stellen.

Wie Nick Szabo anmerkte: „Iran is no longer effectively under sanctions. Do try to keep up with events.“ Die Zensurreistenz von Bitcoin ist keine abstrakte, sondern

eine operative Eigenschaft, und sanktio-

nierte Nationen haben nun einen strukturellen Anreiz, sie aufrechtzuerhalten. Gold hat viele Vorteile, aber seine physische Beschaffenheit macht es in mancher Hinsicht leichter, es während des Transports zu stehlen. Stablecoins mit ihren zentralisierten Emittenten funktionieren ebenfalls nicht. Der Iran entscheidet sich für neutrales digitales Geld, das außerhalb des Einflussbereichs von Team USA und Team China liegt.

Die Zensurreistenz von Bitcoin ist keine abstrakte, sondern eine operative Eigenschaft, und sanktionierte Nationen haben nun einen strukturellen Anreiz, sie aufrechtzuerhalten.

Fazit

Die Begeisterung über die institutionelle Akzeptanz von Bitcoin und seine wachsende staatliche Relevanz sollte einige verbleibende Risiken nicht verschleiern.

Diese Risiken lassen sich nun grob in drei Kategorien einteilen: systemische Risiken, die das Kernprotokoll oder die Netzwerkfunktionalität von Bitcoin beeinträchtigen könnten; Governance-Risiken, die sich auf die Koordination und die Fähigkeit des Ökosystems beziehen, sich unter Druck anzupassen; und Marktstrukturrisiken, die sich in erster Linie durch Volatilität, Korrelationsverschiebungen und Drawdowns manifestieren. Wie wir in diesem Artikel dargelegt haben, sind derzeit jedoch keine unmittelbaren systemischen Risiken erkennbar. Dies gilt auch für das Quantencomputing, wo die relevantere Herausforderung eher in der Governance als in einer unmittelbaren technischen Bedrohung zu liegen scheint.

Starke Kursrückgänge waren ein Merkmal jedes größeren Bitcoin-Zyklus, auch wenn der aktuelle Bärenmarkt bislang weniger brutal war als frühere Phasen. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich das historische Muster zunehmend flacherer Rückgänge fortsetzen wird. Insbesondere könnte ein umfassenderes Liquiditätsereignis durch Zwangsverkäufe bei ETFs, gehebelten Strukturen und Digital Asset Treasuries immer noch zu deutlich stärkeren Kursrückgängen führen. Ohne einen solchen Liquiditätsschock könnte sich dieser Zyklus jedoch anders entwickeln: Der traditionelle Vierjahreszyklus scheint sich abzuschwächen, während die Zeit um die Zwischenwahlen neue Impulse für Risikoanlagen im Allgemeinen und für Bitcoin im Besonderen bringen könnte.

Die Verbreitung von gehebelten Bitcoin-Treasury-Strategien ist zwar innovativ, führt aber auch zu systemischer Instabilität. Unternehmen, die Wandelanleihen oder Vorzugsaktien zur Finanzierung von Bitcoin-Käufen ausgegeben haben, setzen damit faktisch gehebelte Wetten auf eine anhaltende Wertsteigerung.

Anleger sollten bei der Positionsgröße umsichtig vorgehen, der Versuchung widerstehen, einen ohnehin schon volatilen Vermögenswert zusätzlich zu hebeln, und die Disziplin wahren, auch bei Kursrückgängen zu halten, anstatt im ungünstigsten Moment in Panik zu verkaufen.

„Wo alle gleich denken, denkt niemand wirklich tiefgründig.“

Walter Lippmann

„Dieser Bärenmarkt ist einzigartig ... Es ist der erste Bärenmarkt in der Geschichte von Bitcoin, in dem wir eine Beschleunigung der institutionellen Akzeptanz von Bitcoin beobachten.“

Alex Leishman

Bitcoin (log), in USD, 01/2011–05/2026



Quelle: blockchain.com, LSEG, Incrementum AG



Die langfristige These für Bitcoin ist überzeugend, aber der Weg dorthin wird nicht geradlinig verlaufen. Recht zu haben bezüglich des Ziels ist weit weniger wichtig, wenn man unterwegs aus seiner Position gedrängt wird.

„*Ironic both Morgan Stanley and Iran tanker ships are buying BTC today. The RANGE.*

Tommy Shaughnessy

2021, dem ersten Teenagerjahr von Bitcoin bei rund 60.000 USD, war die Währung, gelinde gesagt, noch wenig kampferprobt. Keine ernsthafte institutionelle Akzeptanz, Existenz nur in der ZIRP-Ära, keine ETFs und eine feindselige Regierung ließen es aus der Perspektive eines Außenstehenden ziemlich spekulativ erscheinen.

Doch nun befinden wir uns im Jahr 2026, Bitcoin ist ein junger Erwachsener und das externe Umfeld hat sich in jeder wesentlichen Hinsicht verändert. Bitcoin erreichte 126.000 USD nicht aufgrund einer massiven Liquiditätswelle, sondern trotz der höchsten Zinssätze seit einem Jahrzehnt. Wir haben ETFs, die zu den erfolgreichsten in der Geschichte geworden sind. Wir haben eine Bitcoin offen unterstützende Regierung, eine strategische Bitcoin-Reserve und wichtige Gesetze, die entweder verabschiedet wurden oder in Arbeit sind – darunter der „*Mined in America Act*“, der im März 2026 von den Senatoren Lummis und Cassidy eingebracht wurde, um die strategische Bitcoin-Reserve gesetzlich zu verankern und ein Bundeszertifizierungsprogramm für inländische Mining-Betriebe einzurichten. Große US-Banken gehen dazu über, tatsächliche Spot-Bitcoins zu verwahren. Und wir hatten im April 2024 ein Halving, wobei das nächste schon bevorsteht. Am aussagekräftigsten ist vielleicht: Selbst inmitten eines 40 %igen Kursrückgangs, der Anfang 2025 begann, **stellten institutionelle und Unternehmenskäufer Rekorde bei der Netto-Bitcoin-Akkumulation auf** – was dies zum ersten Bärenmarkt in der Geschichte von Bitcoin macht, in dem die institutionelle Akzeptanz tatsächlich *zunahm*, während Privatpersonen die Nettoverkäufer waren.

Es gibt bedeutende Nachfragetreiber:

- vererbungsbedingter Vermögenstransfer an Bitcoin-affine Generationen,
- wachsendes Interesse an soliden und weniger konfiszierbaren Vermögenswerten angesichts weltweit aufkommender Vermögenssteuern,
- Integration von Bitcoin in Kreditmärkte durch BitBonds und Hypothekenstrukturen und
- stetige Akkumulation über ETFs und traditionelle Vermögensverwaltungskanäle.

Wie wir bereits in früheren *In Gold We Trust*-Reporten betont haben – und wie es nach wie vor eine unserer zentralen Überzeugungen ist –, sind Bitcoin und Gold komplementäre Instrumente im Rahmen der umfassenderen These, dass das zukünftige Währungssystem nicht auf Krediten, sondern auf Sicherheiten basieren

wird, die nicht gedruckt werden können.¹ In den nächsten 20 Jahren wird sich die Marktstruktur von Bitcoin allmählich der von Gold annähern: tiefer, breiter und zunehmend von struktureller Nachfrage getrieben. Diese Annäherung wird nicht linear „für immer nach oben“ verlaufen; es wird Rückgänge, Governance-Kämpfe und politische Überraschungen geben. Aber der Bogen neigt sich in Richtung einer zunehmenden Akzeptanz.

In den nächsten 20 Jahren wird sich die Marktstruktur von Bitcoin allmählich der von Gold annähern: tiefer, breiter und zunehmend von struktureller Nachfrage getrieben.

Für Anleger, die bereit sind, Risiken und Chancen nüchtern zu betrachten, stellt Bitcoin an der Schwelle zum Erwachsenwerden eine asymmetrische Chance in der aktuellen Geldpolitik dar. Jetzt ist der perfekte Zeitpunkt für umsichtige Investoren, ihre Bitcoin-These zu überdenken, und die Argumente dafür sind nach wie vor überzeugend. ■

” *There are two buttons I never like to hit, alright? And that's „panic“ and „snooze“.*

Ted Lasso

¹ Siehe „Ein monetärer Wendepunkt: Bitcoins Aufstieg zur strategischen Reservewährung“, *In Gold We Trust-Report 2025*; „Das neue Bitcoin-Playbook“, *In Gold We Trust-Report 2024*; „Showdown im Sound Money-Lager“, *In Gold We Trust-Report 2023*; „Bitcoin: Bullenmarkt bei der Akzeptanz, Bärenmarkt beim Preis“, *In Gold We Trust-Report 2022*; „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust-Report 2018*



Sam Lyman ist Forschungsleiter am Bitcoin Policy Institute (BPI). Zuvor war er als Senior Advisor und Chef-Redenschreiber von Finanzminister Scott Bessent tätig. Vor seiner Tätigkeit im Finanzministerium war er als Director of Public Policy bei Riot Platforms, einem führenden Unternehmen für digitale Vermögenswerte und KI-Infrastruktur, als Policy Director eines in Washington, D.C. ansässigen Think Tanks sowie als Chef-Redenschreiber von Senator Orrin G. Hatch tätig. Sam hat einen Master in Public Policy von der Princeton University.

Interview mit Sam Lyman

Dieses Interview wurde am 8. April 2026 geführt.

IGWT: *We are joined by Sam Lyman, Director of Research at the Bitcoin Policy Institute and previously an advisor at the US Department of the Treasury, where he worked directly with Secretary Scott Bessent. Sam, thank you for being here.*

Sam Lyman: Thank you so much for having me.

IGWT: *Getting right into it, you were at Treasury during the most significant period of pro-Bitcoin policy in US history. How would you compare where things stand today relative to that initial wave of activity when the Trump administration first came into office in 2025?*

Sam Lyman: I would describe the current moment as a consolidation phase. That first year was a period of tremendous excitement and development in the Bitcoin policy space. The Strategic Bitcoin Reserve became the de facto policy of the United States through the executive order that President Trump signed.

Since then, Treasury and other executive agencies have been focused on how best to implement that reserve. I expect to see meaningful action in the next year or so, though it is more likely to come out of the Commerce Department at this point, simply because Treasury has so many competing policy priorities right now, including the implementation of the One Big Beautiful Bill.

President Trump is wholly committed to making the United States the Bitcoin capital of the planet, as he has said himself. The key sticking point in the executive order's language is the requirement that the United States find or study budget-neutral pathways to creating the reserve. That is the central question federal agencies are weighing right now.

BPI is very much focused on this as well. As the premier Bitcoin think tank, we see it as our responsibility to educate policymakers on Bitcoin's benefits as a strategic asset and to help develop policies that advance the administration's efforts.

IGWT: *You mentioned that Commerce may be involved in implementation, which will be news to many readers. Could you share some examples of budget-neutral pathways that you see as realistic for stocking the reserve?*

Lyman: The most compelling budget-neutral pathway, in my view, is monetizing stranded energy on federal lands and waterways. The perfect case study is Bhutan, which has been mining Bitcoin since 2019. Bhutan is a landlocked country with far more hydropower than it has customers for. By leveraging that stranded energy to mine Bitcoin, Bhutan has earned hundreds of millions of dollars – enough to double the salaries of its civil servants. Bitcoin mining now accounts for roughly a third of Bhutan's GDP.

The United States has an abundance of stranded energy. Mining Bitcoin on federal lands advances multiple objectives that President Trump has publicly committed to: making the US the Bitcoin superpower, becoming the energy capital of the world, and monetizing the country's assets.

The stranded energy sources are diverse – methane venting on federal lands where oil drilling takes place, hydropower, wind power. Hydropower is probably the most untapped resource at this moment.

You could envision a public-private partnership model in which established Bitcoin miners bid for contracts to mine using stranded energy from, say, the Hoover Dam or other federal waterways – similar to how defense companies bid for Pentagon contracts. The miners would share a portion of their proceeds with the US government, making the arrangement budget-neutral. In some cases, the competition for exclusive access to the energy resource could drive bids low enough that the arrangement effectively pays for itself.

This model has already been proven to work by Bhutan. There is no reason the United States could not emulate it.

IGWT: *Many of the proposals for funding the reserve have centered on revaluing gold reserves and allocating the difference to Bitcoin. Is that less feasible than what you just described? And how does the proposed sovereign wealth fund fit into this framework of leveraging the asset side of America's balance sheet?*

Lyman: From my experience at Treasury, there is not much appetite within the building to revalue gold in order to stock the Strategic Bitcoin Reserve. I know it is something Senator Lummis has favored, and it is a compelling idea – but I think it is unlikely. That is precisely why I believe pro-Bitcoin policymakers should look at alternative budget-neutral pathways, such as mining on federal lands and waterways, which is more politically feasible.

„Every day that passes, it becomes harder to deny that Bitcoin is a strategic asset.

Sam Lyman

As for the sovereign wealth fund, there are two good models to consider. The first is Bhutan, where it is effectively the country's sovereign wealth fund that engineered the Bitcoin mining operation using hydropower – and Bitcoin has been among the most lucrative of all its investments. The second is Norway, which has built one of the most successful sovereign wealth funds in the world by monetizing its oil reserves. Norway recognized that oil was its foremost national asset and found a way to turn it into long-term wealth for its citizens.

American policymakers have the same opportunity. They need to recognize that one of the country's most powerful untapped assets is stranded energy. Thanks to Bitcoin's digital alchemy, you

can take that stranded energy and turn it into digital gold. Bitcoin could be a powerful component of the strategic wealth fund that has been proposed within the administration.

IGWT: *BPI has done remarkable work bringing the idea of nation-state Bitcoin strategies into the mainstream, particularly with the research report on Taiwan. Today we are also seeing reports of Iran using Bitcoin for settlement, presumably because it is a neutral asset. How do you think about Bitcoin within the broader global monetary framework – especially as the de-dollarization tug of war between Team China and Team USA intensifies?*

Lyman: Every day that passes, it becomes harder to deny that Bitcoin is a strategic asset. A few years ago, many people would have relegated Bitcoin to the realm of internet playthings. Today, countries are creating their own Bitcoin reserves and using it to facilitate commerce.

On this front, it is worth noting that our BPI fellow Matthew Ferranti – a Harvard-educated PhD economist and one of the first academics to make a rigorous case for Bitcoin as a reserve asset – recently had his paper cited by one of China's premier financial think tanks, the International Monetary Institute. They posted about it on WeChat and stated that they would continue to monitor Bitcoin's potential use as a reserve asset.

That China is paying attention makes sense. BPI recently published a paper making the case for a Taiwan Bitcoin reserve. We know that China has its eyes set on Taiwan, and in the event of an invasion, one of the very first things it would confiscate is Taiwan's gold reserves. If Taiwan held some of its reserves in Bitcoin, that seizure becomes impossible.

Then there is Iran. We learned today that some of the tolls Iran is exacting for ships to transit the Strait of Hormuz are being paid in Bitcoin. Iran has claimed that one benefit is that these payments cannot be traced – though that is mistaken, since the blockchain is a public ledger. Regardless, the strategic intent is clear: More and more nations are recognizing the benefits of a dematerialized form of gold that can move across the world almost instantaneously at very little cost.

One of the largest pieces of misinformation out there is the so-called Chinese Bitcoin ban. China famously banned Bitcoin mining in 2021, yet China today remains the third-largest country for Bitcoin mining activity. A lot of that mining is happening to monetize stranded energy, just as we discussed earlier.

The broader picture is becoming clear. China is going all-in on the digital yuan – leveraging blockchain technology to surveil and control its population. The digital yuan is now an interest-bearing instrument, which is a direct play to compete with

US dollar-based stablecoins. Conversely, the United States, true to its ideals of individual liberty and the right to transact freely, is leaning toward Bitcoin and stablecoins.

The CCP despises both Bitcoin and stablecoins because they represent the greatest threat to China's capital controls. The entire Chinese economic model depends on maintaining those controls. Few people realize that the Bitcoin bull market of 2015–2017 was primarily driven by wealthy Chinese investors buying Bitcoin to move wealth out of the country. That capital flight precipitated the mining ban a few years later – in the same way that China erected the Great Firewall to wall off its internet from the rest of the world.

American policymakers are waking up to the fact that China has been playing a game of unrestricted warfare for decades. This concept, articulated by members of the CCP military in the late 1990s, holds that any domain – economic, financial, technological – can be a battlefield. The future of monetary competition is the digital yuan versus Bitcoin and stablecoins. I do not think China can win that contest, because you cannot compete with permissionless, decentralized assets that anyone can access with no strings attached.

IGWT: *That is a compelling framing – stablecoins and Bitcoin as part of Team USA's monetary stack. Shifting to the domestic side: US institutions are getting much deeper into Bitcoin, and Morgan Stanley just launched a spot Bitcoin ETF. But we are still some distance from a world where you can hold dollars and BTC in the same Bank of America account. From a policy perspective, what is holding traditional financial firms back?*

Lyman: There is a huge obstacle: the Basel 1,250% risk-weight rule. Under current Basel requirements, any bank that wants to hold Bitcoin on its balance sheet must collateralize it with 100% reserves. If you hold USD 100mn worth of Bitcoin, you need USD 100mn of liquid cash standing behind it. That makes it nearly impossible for banks to realistically hold or custody Bitcoin. BPI is working hard to educate policymakers on how detrimental this rule is to Bitcoin adoption.

If that rule is fixed and banks can treat Bitcoin according to its actual risk profile, I believe we will see dramatically greater institutional adoption. This is something Michael Saylor's Strategy is very much focused on as well.

„Congress is currently looking at a de minimis exemption for small Bitcoin transactions... this would lead to what I would call a Cambrian explosion in Bitcoin financial activity.

Sam Lyman

The second major barrier is taxation. Bitcoin aspires to be a medium of exchange, but in the United States, every Bitcoin transaction – even buying a USD 4 cup of coffee – is a capital gains taxable event. You have to calculate the cost basis, determine the gain or loss, and report it to the IRS. That administrative burden makes spending Bitcoin incredibly cumbersome.

Congress is currently looking at a de minimis exemption for small Bitcoin transactions – say, under USD 200 – that would exempt them from capital gains reporting. Together with fixing the Basel rule, this would lead to what I would call a Cambrian explosion in Bitcoin financial activity.

These two reforms also have significant geopolitical implications. As Bitcoin grows in adoption as a medium of exchange, it also grows as a tool for people in countries like China who have access to circumvent capital controls via technologies like Starlink. What is good for Bitcoin is arguably good for America, because America is positioning itself as the Bitcoin superpower. Policymakers need to see the bigger picture.

IGWT: *That requires a real mindset shift, particularly among the national security hawks who may still view Bitcoin with suspicion. You have covered the strategic, geopolitical, and institutional dimensions comprehensively. As a final question: where do the de minimis exemption and the Basel rule sit on the legislative timeline? And is there anything else you would flag for our readers?*

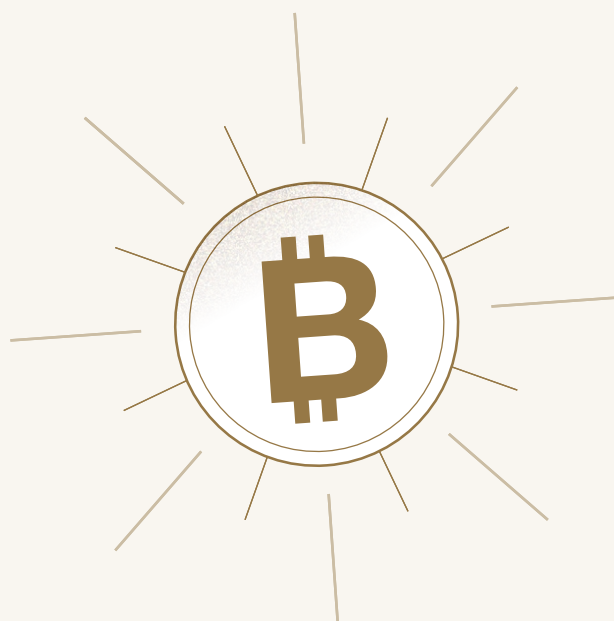
Lyman: The de minimis tax issue will most likely be addressed after regulatory clarity. Once the clarity legislation passes, it will be broadly bullish for Bitcoin and the wider crypto market. The de minimis exemption is most likely to be included in what is called the Parity Act – so after clarity comes parity.

One other policy issue readers should pay attention to is the double taxation of Bitcoin miners. Under current IRS guidance, a Bitcoin miner is taxed both when they mine Bitcoin and when they sell it. But Bitcoin is classified as a commodity, and commodities are not treated this way. When a farmer harvests corn, he is not taxed on the harvest – only when he sells it. Our argument is that Bitcoin should receive the same treatment: taxed only at the point of sale.

If the Bitcoin community can get the de minimis exemption, the double taxation issue, and the Basel 1,250% rule fixed, that creates an incredibly strong regulatory environment for Bitcoin to flourish – both in the United States and globally. Every country is now looking to the United States as the gold standard for Bitcoin policy. If we set the right example, it will be replicated around the world.

IGWT: *It sounds like there is still a great deal of work ahead, even in the most pro-Bitcoin administration in history!*

Sam Lyman: There is. Even with this level of support, there are still battles to be fought and a lot of education to do. But the momentum is unmistakable. ■



WELTWEIT FÜHRENDE SILBERMINENGESellschaft

Pan American Silver

ist ein führender Produzent von Edelmetallen mit einem diversifizierten Portfolio von Silber- und Goldminen in Nord- und Südamerika. Pan American Silver bietet ein erhöhtes Exposure gegenüber Silber dank großer Silberreserven und -ressourcen sowie Perspektiven zur Steigerung der Silberproduktion. Wir sind seit über drei Jahrzehnten in Nord- und Südamerika tätig und haben uns branchenweit eine herausragende Reputation in den Bereichen Nachhaltigkeit, operative Exzellenz und vorausschauende Finanzplanung erworben.



22,8
MIO

UNZEN SILBERPRODUKTION
IM JAHR 2025

742,2
TSD

UNZEN GOLDPRODUKTION
IM JAHR 2025

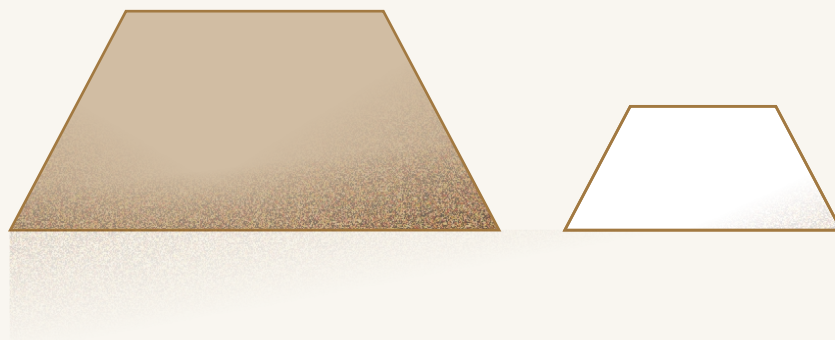


PAN AMERICAN
— SILVER —

NYSE: PAAS | TSX: PAAS
panamericansilver.com

Vancouver, B.C.

Silber nach dem Höhenflug: „Stairway to Heaven“ oder „Highway to Hell“?



Key Takeaways

- Die industrielle Nachfrage legte das Fundament für Silbers Anstieg auf das Allzeithoch von 121 USD; die spekulative Euphorie setzte ihm die Krone auf – mit ETP-Nettozuflüssen von +312 % gegenüber dem Vorjahr.
- Inklusive ETPs verzeichnete der Silbermarkt 2025 ein Rekorddefizit von 318,4 Moz – das siebte Defizitjahr in Folge, mit einem kumulierten Fehlbetrag von 1,3 Mrd. Unzen. Für 2026 wird das Defizit auf 76,3 Moz prognostiziert.
- Die industrielle Silbernachfrage steht 2026 unter Druck: Die Solarnachfrage soll um 19 % einbrechen, während E-Autos und Rechenzentren die Lücke nur teilweise schließen.
- Vor allem die Renaissance der Investitionsnachfrage entscheidet 2026 über das Schicksal von Silber – während Indien voranprescht, halten sich westliche Investoren noch zurück.
- Selbst bei einer inflationsbedingten Seitwärtsbewegung von Silber bleiben Silberminen die Wahl für renditehungrige Anleger – sie erzielen bei 80 USD Silber bereits Gewinnmargen von über 80 %.

*How everything still turns to gold
And if you listen very hard
The tune will come to you at last
When all are one, and one is all, yeah
To be a rock and not to roll.*

Stairway to Heaven, Led Zeppelin

Die Geschichte des Silber-Bullen

„The moral of the story is not to listen to those who tell you not to play the violin but stick to the tambourine.

Jose Mourinho

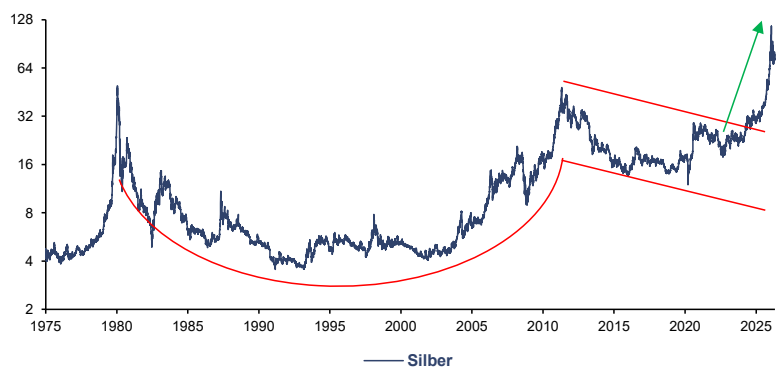
„Vindication in the privilege of the victorious.

Jelle Peters

Als wir im Mai 2007 die erste Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports veröffentlichten, lag der Silberpreis bei etwa 13 USD. Fast zwei Jahrzehnte später erschien unser *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ vor dem Hintergrund eines Silberpreises von 32 USD. Während dieser Zeit hielten wir an unserer Überzeugung fest, dass das weiße Metall historisch unterbewertet war. Dabei blieben wir standhaft gegenüber den Skeptikern, die unsere Contrarian-Strategie als substanzlose Träumerei abtaten.

Konkret schrieben wir im *In Gold We Trust*-Report 2016, als der Silberpreis bei 15 USD und damit nahe seinem Tiefststand lag, dass sich „der Silberpreis jedenfalls auf historisch günstigem Niveau“ befinde. Vor kurzem bekräftigten wir im -Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ bei einem Silberpreis von 25 USD, dass wir hinsichtlich „Silber und Silberminen für 2024 und darüber hinaus zuversichtlich gestimmt [sind], da sie sowohl ein Uran-ähnliches Angebotsdefizit aufweisen als auch ein hohes Beta gegenüber Gold“. Nachdem wir jahrelang davon ausgegangen waren, dass sich der Silber-Bulle von seinen technischen Fesseln befreien würde, war der Anstieg des Metalls auf Rekordhöhen von über 121 USD eine Bestätigung unserer These.

Silber (log), in USD, 01/1975–04/2026



Quelle: FactSet, LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Der kometenhafte Anstieg des Silberpreises bestätigte darüber hinaus die anhaltende Relevanz fundamentaler Anlageprinzipien im Zeitalter von KI und algorithmischem Handel. Der Anstieg des Silberpreises um rund 570 % von seinen Tiefstständen im Jahr 2022 bis zu seinem Höchststand am 29. Jänner 2026 beruhte auf fünf aufeinanderfolgenden Jahren struktureller Versorgungsdefizite. Von 2021 bis 2025 entsprach dieses kumulierte Defizit von rund 800 Moz fast der gesamten Jahresproduktion der Silberminen.

„The underlying principles of sound investment should not alter from decade to decade.

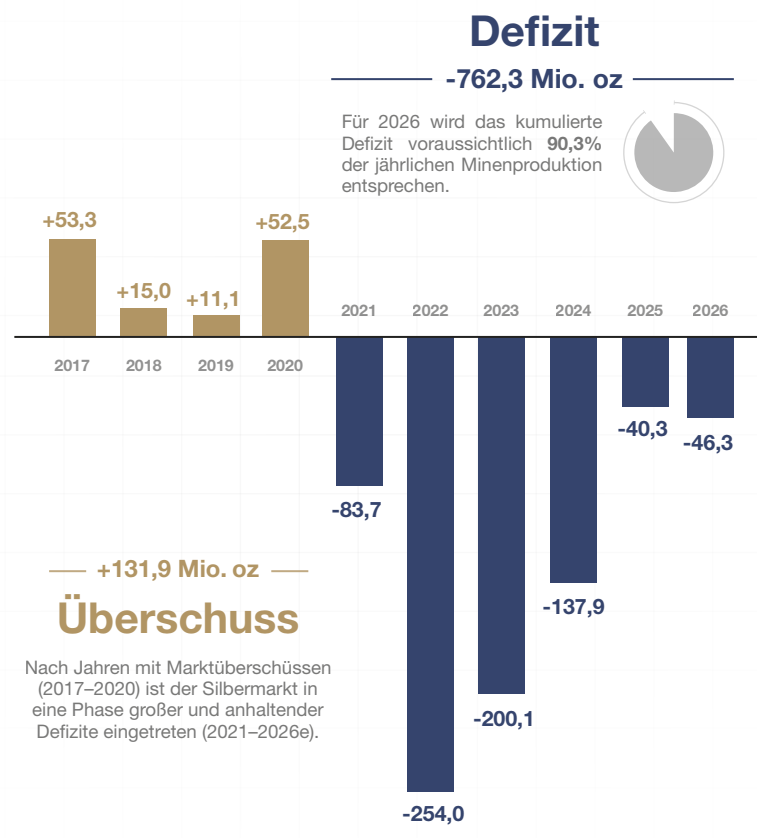
Benjamin Graham

2017–2026e

Silbermarkt**bilanz**

Übergang von Überschüssen zu tiefen Defiziten

[Mio. Unzen Silber]



Quelle: The Silver Institute, MiningVisuals, Incrementum AG

Natürlich wurde die historische Entwicklung des Silberpreises durch weitere Faktoren verstärkt. In erster Linie lösten episodische Rückgänge bei den spekulativen Positionen Wellen von Short-Covering aus, die die Rally weiter ankurbelten. So sank beispielsweise das Short-Engagement von verwalteten Fonds an der COMEX zwischen Ende Mai und Anfang Juni 2025 stark – von 15.433 auf 11.648 Kontrakte. Eine ähnliche Dynamik war zwischen Mitte August und Anfang September 2025 zu beobachten: Die Short-Positionen gingen von 16.574 auf 12.523 Kontrakte zurück, während der Silberpreis von 37 USD auf 40 USD zulegte. Letztendlich trugen diese Positionsdynamiken dazu bei, dass Silber sein 13-Jahreshoch übertraf.

Und doch wurde der Silberpreis nicht allein durch Short-Covering angetrieben. Steigendes Open Interest deutete vielmehr darauf hin, dass frisches Kapital in den Markt floss. Dies galt bis zum 7. Oktober 2025, als die Long-Positionen der verwalteten Fonds, die sich sechs Wochen lang bei rund 50.000 konsolidiert hatten, auf 43.186

„The line separating investment and speculation, which is never bright and clear, becomes blurred still further when most market participants have recently enjoyed triumphs.

Warren Buffett

„It's a time bomb, and I want to short it.

Michael Burry,
The Big Short

zurückgingen. Darauf folgte ein anhaltender Abwärtstrend, der bis zum 30. Dezember 2025 etwa 29.100 erreichte und später, am 26. Jänner, und damit vier Tage vor dem größten Tagesverlust in der Geschichte von Silber von 34 %, auf 19.423 fiel.

Silber, in USD, 05/2025–04/2026



incrementum

„China is on an epic silver buying spree.

John Rubino

In diesem Sinne trug die anhaltende Kaufwelle dazu bei, dass der Silberpreis bis Anfang Oktober 2025 auf rund 48 USD stieg. Danach begann sich die Positionierung der verwalteten Fonds jedoch aufzulösen, und die Treiber für den Anstieg des Silberpreises wurden zunehmend spekulativer. Besonders bemerkenswert war, dass das chinesische Handelsministerium am 26. Oktober 2025 bestätigte, dass im Jänner 2026 neue Exportlizenzierungsregeln in Kraft treten würden, die die Berechtigung auf staatlich zugelassene Unternehmen mit einer Jahresproduktion von mindestens 80 t pro Jahr beschränken. Bis Ende Dezember 2025 waren die Aufschläge beim chinesischen UBS SDIC Silver Futures Fund von 7 auf 62 % in die Höhe geschossen, was eine Welle von Zeichnungsbeschränkungen auslöste.

„Unless you have deep pockets to deal with the margin, some players are being taken out on a stretcher.

Bob Coleman

Aufgrund dieser Entwicklung, der angespannten Lage in London, der Schwäche des US-Dollars und der Zinssenkungen der Federal Reserve überholte Silber im Jänner Nvidia und wurde zum zweitwertvollsten Vermögenswert der Welt, direkt hinter Gold. Es war nur eine Frage der Zeit, bis die spekulative Blase platzte, nachdem Trump den als „Falken“ geltenden Kevin Warsh zum Vorsitzenden der Federal Reserve ernannt hatte. Ausschlaggebend waren jedoch die aufeinanderfolgenden Margenerhöhungen durch die Börsen, die die rasende Spekulation zügelten und somit den volatilen Anstieg des Silberpreises bremsten. Seitdem hat das „Teufelsmetall“ sein Möglichstes getan, um sich über 70 USD zu stabilisieren.

Von historischer Unterbewertung hin zum fairen Wert?

„A cynic is a man who knows the price of everything, and the value of nothing.

Oscar Wilde

Zweifellos hat sich die eklatante Unterbewertung in den letzten 12 Monaten deutlich verringert. Dies zeigt sich am Gold/Silber-Ratio (GSR), das im April 2025 einen Höchststand von 107:1 erreichte, bevor es bis Dezember 2025 auf 60:1 abrutschte und schließlich bis Ende Jänner auf den Tiefststand von 45:1 abstürzte. Seitdem hat sich das Ratio wieder auf etwa 60:1 erholt. Dies entspricht in etwa dem historischen Durchschnitt seit 1970 und bringt Silber somit näher an seinen „fairen Wert“ heran als zu jedem anderen Zeitpunkt seit Anfang 2014.

Gold/Silber-Ratio, 01/2000–04/2026



Quelle: FactSet, LSEG, Incrementum AG



Auf den ersten Blick verheißt das für Silber-Bullen nichts Gutes. Das letzte Mal, dass das GSR in diesem Ausmaß zurückging, war im März 2020, als sie sich bis Februar 2021 praktisch halbierte – von 124 auf 64. Davor kam es zwischen November 2008 und April 2011 zu einem noch stärkeren Rückgang, als das GSR von 83 auf 32 zurückging. In beiden Fällen verlief die anschließende Entwicklung des Silberpreises weitgehend seitwärts bis schwächer.

Unterdessen geht die Bank of America davon aus, dass der Silberpreis in diesem Jahr auf 135–309 USD steigen wird, unter der Annahme, dass das GSR auf den Tiefststand von 2011 von 32 beziehungsweise, in einem optimistischeren Szenario, auf den Tiefststand von 14 aus dem Jahr 1980 fallen wird. Parallel dazu erlauben die neuen Kreditvergaberichtlinien der Reserve Bank of India, die am 1. April in Kraft getreten sind, die Verwendung von Silber als Sicherheit für Bank- und Nichtbankenkredite in einem Verhältnis von 10 kg Silber zu 1 kg Gold. Da dieses Verhältnis unter dem GSR von etwa 15:1 aus der Zeit des Bimetallstandards liegt, impliziert diese Remonetarisierung, dass Gold nicht die alleinige Vorreiterrolle im „Back to the Monetary Future“ einnimmt. Noch wichtiger ist, dass dies dazu beiträgt, Silber selbst nach dem Durchbrechen der berühmten 50-USD-Marke als unterbewertet anzusehen.

„Slide away and give it all you’ve got /
My today fell in from the top.”

Oasis

„Gold has long been a bankable asset in India. Silver’s inclusion democratizes that access and strengthens the metal’s monetary identity.”

Rajiv Mehta

Vergleich unterschiedlicher Makro- und Marktkennzahlen bei Allzeithoch von Silber 1980 und 2011 vs. Aktuell

	1980	2011	Aktuell
Silberpreis in USD	48,70	48,41	73,74
Monetäre Basis in Mrd. USD	157	2.497	5.459
M2 Geldmenge in Mrd. USD	1.483	9.035	22.686
US-Staatsschulden in Mrd. USD	863	14.288	38.968
BIP/Kopf	12.303	49.873	92.989
US-Median-Hauspreis in USD	63.700	228.100	403.200
S&P 500	111	1.364	7.209
US-Arbeitslosenrate	6,3	9,1	4,3
US-Dollar-Index	86,1	73,1	97,9

Quelle: treasury.gov, Federal Reserve St. Louis, LSEG (per 30/04/2026), Incrementum AG

Vor diesem Hintergrund stellen sich nun die entscheidenden Fragen. Erstens: Sind die Fundamentaldaten von Silber weiterhin günstig für eine Aufwertung oder bieten Minenaktien das höchste Beta-Exposure für einen möglichen nächsten Aufschwung? Zweitens: Wird die Renaissance der Investitionsnachfrage nur von kurzer Dauer sein, oder wird sie beständig genug sein, um die erwartete Schwäche bei Schmuck und Silberwaren auszugleichen? Und drittens: Sät der höhere Preis den Keim für einen Rückgang

„The important thing is not to stop questioning.”

Albert Einstein

der industriellen Nachfrage – oder zementiert die Einstufung von Silber als „kritisches Mineral“ in den USA den Wettbewerbsvorteil des Metalls in Solar, Elektrofahrzeugen und Rechenzentren?

Silbers industrieller Motor: Verliert er an Schwung oder läuft er auf Hochtouren?

„The received wisdom in commodity markets is that deficits don't matter, until they do.“

Silver Institute, WSS26

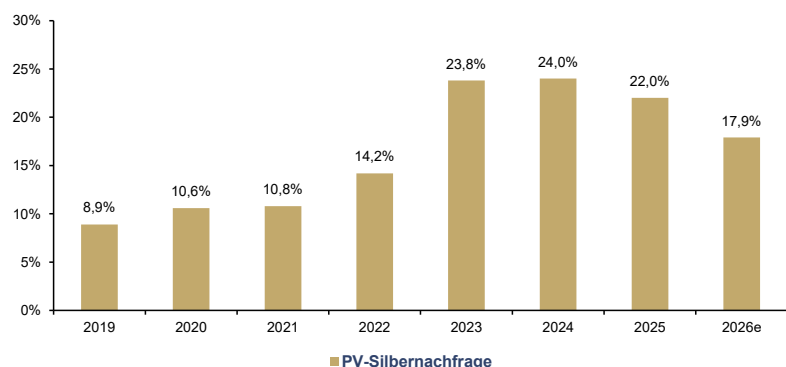
„Here comes the sun, and I say It's alright.“

The Beatles

Das anhaltende strukturelle Angebotsdefizit ist der erste und wohl folgenreichste Faktor für den Silberpreis im Jahr 2026 und darüber hinaus. Auch für dieses Jahr prognostiziert das Silver Institute ein strukturelles Defizit von 46,3 Moz. Damit beläuft sich das kumulierte Defizit der vergangenen sechs Jahre auf 762,3 Moz. Dies deutet darauf hin, dass die robusten Fundamentaldaten für Silber noch mindestens ein weiteres Jahr intakt bleiben werden. Allerdings hat sich das strukturelle Angebotsdefizit seit dem Höchststand von 254 Moz im Jahr 2022 allmählich verringert.

2026 ist diese Abschwächung zum Teil auf die industrielle Nachfrage zurückzuführen, die zum zweiten Mal in Folge um 3 % auf 639,6 Moz zurückgehen soll. Dennoch bleibt die industrielle Nachfrage mit 58 % der gesamten Silbernachfrage von 1.130,6 Moz im Jahr 2025 so bedeutend und allumfassend wie die Beatles in den 1960er-Jahren. Mit einem Wachstum von 74,9 Moz (2019) auf 186,6 Moz (2025) ist die Nachfrage nach Solar-PV der George Harrison der industriellen Silbernachfrage – anfangs unterschätzt, schließlich mit ‚Here Comes the Sun‘ einer der ganz großen Hits.

PV-Silbernachfrage, in % der Silberminenproduktion, 2019–2026e



Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

incrementum

„Price is what you pay. Value is what you get.“

Warren Buffett

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Solarbranche nur zwei Jahre benötigte, um ihren Anteil der jährlich produzierten Silbermenge von einem Zehntel auf fast ein Viertel zu steigern. In einem Umfeld, das von höheren Silberpreisen geprägt ist, steht dieses scheinbar unaufhaltsame Wachstum jedoch vor seiner bislang größten Herausforderung. Insbesondere machte Silber, laut RBC Capital Markets, Anfang März bei einem Preis von 90 USD schätzungsweise 30 % der Kosten für Solarzellen aus. Laut Bloomberg NEF ist dies ein Anstieg verglichen mit einem Anteil von 5 % im Jahr 2023 und von 14 % im September 2025, als die Preise bei 42–46 USD lagen. Diese Dynamik führte 2026 zu einem erwarteten Rückgang der Solarnachfrage um 19 %, wobei das Silver Institute angesichts von „ongoing thrifting and outright substitution away from silver“ eine Nachfrage von 151 Moz prognostiziert.

„Broader industry shifts are expected this year, with leading manufacturers moving to pure copper metallisation and hybrid silver-copper pastes.“

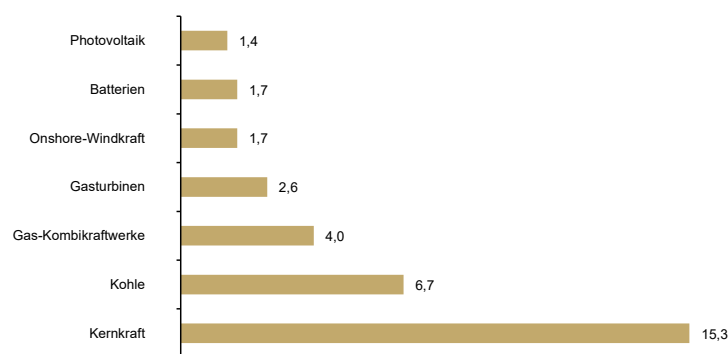
Rystad Energy

Bei einer jährlichen PV-Produktion von 500 Gigawatt wird geschätzt, dass dieser Umstieg von Silber auf Kupfer in der Branche weltweit zu Einsparungen von 15 Mrd. USD pro Jahr führen wird. Die drei weltweit größten Solarmodulhersteller – LONGi, JinkoSolar und Trina Solar – stehen folglich an der Spitze einer sich ankündigenden „Kupferwende“. LONGi gab bekannt, in Q2/2026 damit zu beginnen,

Silber in seinen Solarzellen durch unedle Metalle zu ersetzen. JinkoSolar verwendet Be-
richten zufolge bereits silberbeschichtete Kupferpasten für Rückseitenkontakte und tes-
tet aktiv Anwendungen auf der Vorderseite. Trina Solar entwickelt laut Financial Times
unterdessen eine neue Solarzelle mit Kupferkontakten, die die Abhängigkeit von Silber
verringern soll.

Natürlich könnte man befürchten, dass der stark gestiegene Silberpreis der PV-
Branche ein jähes Ende bereiten könnte. In Wirklichkeit dürfte die Sonne jedoch
kurzfristig weiterhin über dem Solarabsatz von Silber scheitern, da die weltweite Nach-
frage nach billiger und schnell einsetzbarer Energie steigt. So haben die Hersteller noch
Zeit, den investitionsintensiven und zeitaufwändigen Wechsel von Silber zu Kupfer zu
vollziehen.

Durchschnittliche Bauzeit von Kraftwerken in den USA, in Jahren



Quelle: SEIA, Incrementum AG



Schätzungen zufolge würde die Umstellung von 50 % der rund 300 weltweiten Solar-
panel-Fabriken von Silber auf Kupfer selbst bei unbegrenzten finanziellen Mitteln etwa
vier Jahre benötigen – zu lange für eine Welt, die derzeit um die eigene Energiesicher-
heit ringt. Gleichzeitig verzeichnete Octopus Energy seit Beginn des Iran-Kriegs einen
Anstieg der Solarpanel-Verkäufe um 50 %, da die Käufer auf die Ölpreise von über
100 USD reagierten, die durch die angespannte Lage an der Straße von Hormus ge-
trieben wurden. Noch wichtiger ist, dass Chinas Exporte von Solarpaneelen im März
einen neuen Rekord erreichten und wertmäßig um 125 % gegenüber dem Vormonat und
um 67 % gegenüber dem Vorjahr auf 3,61 Mrd. USD zunahmen. Gleichzeitig wurden im
März – mit über 800 t – so viele chinesische Silberimporte wie nie zuvor verzeichnet. Es
ist nicht schwer zu erraten, wo ein Teil dieses Metalls gelandet ist.

Wir gehen davon aus, dass innovative Bemühungen zu gegebener Zeit zu einem
erstzunehmenden Kupfer-Silber-Hybrid führen werden. Derzeit wird der Wett-
bewerbsvorteil von Silber im Solarsektor jedoch durch den unmittelbaren und dringen-
den globalen Energiebedarf teilweise abgeschirmt. Unsere Überzeugung gründet sich
unter anderem auf die überlegene Leitfähigkeit, Langlebigkeit und Korrosionsbeständig-
keit von Silber im Vergleich zu kupferbasierten Solarmodulen, die derzeit die typische
Silber-Lebensdauer von 25 Jahren nicht erreichen. Diese Einschätzung teilt auch Jean-
Nicolas Jaubert, Experte der Solarbranche und Director of China Operations bei Kiwa
PVEL:

*Both our own experience and the industry knowledge of copper paste is extremely
limited. In short, we should brace for new failures as people start trying these solutions
commercially, as it may be challenging to deploy quickly in a realistic way. Copper
could diffuse into the cell and create new defects, or possibly interact with other BOM
components, such as encapsulant additives.*

„Silver will remain essential
in the PV industry. In high-
reliability applications, such as
aerospace, offshore solar, and
premium high-efficiency cells,
silver pastes retain a defensible
segment due to their unmatched
physical and electrical
performance.

Silver Institute, WSS26

Ein Elektroauto braucht 67–79 %
mehr Silber als ein Verbrenner.
In China unterbieten bereits
zwei Drittel der EV-Modelle ihre
Verbrenner-Pendants im Preis.
Und das ganz ohne staatliche
Subventionen.

Auf der Suche nach dem Nachfolger der Photovoltaiknachfrage

„Baby, you can drive my car
Yes, I'm gonna be a star.
The Beatles

Würde man die Nachfrage nach Solaranlagen mit dem Beatles-Hit „Here Comes the Sun“ vergleichen, dann entspräche die Nachfrage im Automobilbereich wohl „Drive My Car“: zwar kein Superhit, aber dennoch ein beachtlicher Beitrag. Im Jahr 2025 stieg der weltweite Absatz von Elektrofahrzeugen im Vergleich zum Vorjahr um 20 % auf 20,7 Mio. Einheiten. Dieser Anstieg wurde vor allem getragen durch höhere Verkäufe in China um 17 % auf 12,9 Mio. Einheiten und in Europa um 33 % auf 4,3 Mio. Einheiten. Obwohl die Verkäufe in Nordamerika im Jahr 2025 um 4 % auf 1,8 Mio. Einheiten zurückgingen, verzeichneten die weltweiten EV-Verkäufe seit 2017 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von über 40 %. Dabei überstiegen die zwischen 2023 und 2024 weltweit zusätzlich verkauften EV die Gesamtverkäufe aus dem Jahr 2020.

Da in einem Elektrofahrzeug durchschnittlich 25–50 Gramm Silber verwendet werden – also etwa 67–79 % mehr als in Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor –, profitiert Silber direkt von dem steigenden Wachstum dieses Marktsegments. Im Jahr 2024 machten Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor 55 % der Silbernachfrage in der Automobilindustrie aus, während Elektrofahrzeuge mit 30 % auf dem zweiten Platz folgten. Bis 2027, so prognostiziert eine Studie von Oxford Economics, werden Elektrofahrzeuge die Verbrenner überholen, bevor sie bis 2031 schließlich 59 % des Silbers der Branche verbrauchen werden. Zu diesem Zeitpunkt wird die jährliche Silbernachfrage im Automobilbereich auf 94 Moz geschätzt. Dieses Szenario ist zwar konservativ, könnte sich jedoch bewahrheiten, nachdem China – das Land, auf das weltweit drei von fünf EV-Verkäufen entfallen – seine jahrzehntelange vollständige Steuerbefreiung für Elektrofahrzeuge Ende 2025 beendet und diese durch eine Abgabe von 5 % ab 2026 ersetzt hat.

„We see the Chinese as the main
competitor, not GM or Toyota.
The Chinese are going to be the
powerhouse.
Jim Farley, Ford CEO

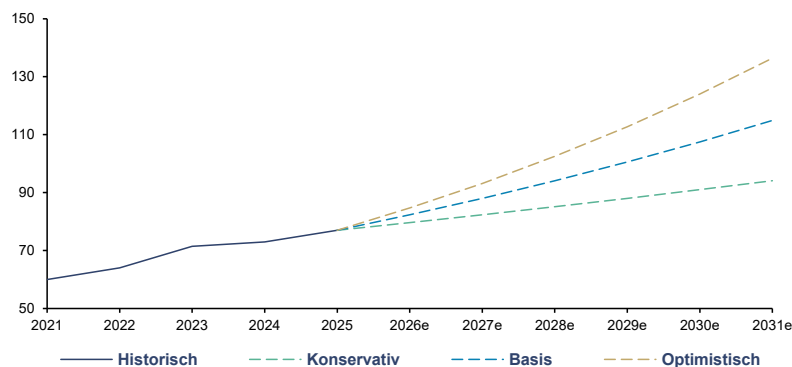
Gräbt man jedoch etwas tiefer, so findet man überzeugende Argumente für eine positive Überraschung. An erster Stelle steht dabei China, wo bereits 2024 zwei Drittel der Elektrofahrzeuge ohne Subventionen preislich unter ihren Verbrennungsmotor-Pendants lagen. Diese Dynamik hat sich auf Schwellenländer wie Thailand übertragen, wo ein Zustrom erschwinglicher chinesischer Importe dazu beitrug, dass Elektrofahrzeuge 2024 eine Preisparität mit Verbrennungsmotor-Fahrzeugen erreichten. Indien hingegen stellt den größten unerschlossenen EV-Markt der Welt dar, mit einer EV-Durchdringung von nur 2 % bei einer Bevölkerung von 1,45 Mrd. Menschen.

„The electric car is not a dream of
the future. It is the future.
Elon Musk

Bemerkenswert ist, dass Indien, China und Thailand den Großteil ihres Öls aus dem vom Krieg geschüttelten Nahen Osten beziehen – ein Konzentrationsrisiko, das deutlich wurde, als der Ölpreis im März 2026 auf über 100 USD stieg. Vor diesem Hintergrund wird die Energiewende weniger zu einer Inszenierung moralischer Selbstdarstellung, sondern vielmehr zu einer strategischen Notwendigkeit mit einem legitimen Geschäftsmodell. In einem Szenario, in dem Elektrofahrzeuge beschleunigt eingeführt werden,

steigt der Silberverbrauch der Automobilindustrie bis 2031 auf 110 Moz. Unter Berücksichtigung eines höheren Silberverbrauchs pro Fahrzeug könnte diese Zahl 130 Moz potenziell übersteigen.

Silbernachfrage der Automobilindustrie, in Moz, 2021–2031e



Quelle: GlobalData, Oxford Economics, Silver Institute, Incrementum AG



Tatsächlich wäre jede überdurchschnittliche Entwicklung auf die Verbreitung elektronikintensiver, autonomer Fahrzeuge zurückzuführen – ein Markt, der mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate (CAGR) von 24 % wächst und bis 2031 ein Volumen von 656 Mrd. USD erreichen dürfte. Ebenso könnte die schrittweise Einführung der Festkörperbatterie (SSB) von Samsung den Silberverbrauch ankurbeln. Mit einer doppelt so hohen Energiedichte wie konkurrierende Lithium-Ionen-Batterien und einem 10- bis 20-mal höheren Silberverbrauch als durchschnittliche Elektrofahrzeuge¹ könnte die SSB – bei einem Marktanteil von nur 3 % am heutigen Absatz von Elektrofahrzeugen – eine zusätzliche Silbernachfrage von bis zu 20 Moz auslösen.

Insgesamt dürfte die Automobilindustrie die Silbernachfrage um 3–9 Moz pro Jahr erhöhen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass sie in absehbarer Zeit das jährliche Nachfrageniveau von über 150 Moz erreicht, welches die Solarbranche bestimmt. Ähnlich wie in den USA bleibt die Solarbranche de facto die globale Supermacht der industriellen Silbernachfrage. Die bedeutende, aber nicht dominierende Nachfrage der Automobilindustrie ist in ihrer Größenordnung eher mit Kanada vergleichbar. Sie reiht sich neben Unterhaltungselektronik, Stromerzeugung und Rechenzentren als eine der vielen „Mittelmächte“ ein, die gemeinsam die industrielle Silbernachfrage ausmachen.

Nicht zuletzt verkörpert diese Kategorie das Potenzial Chinas in den 1990er-Jahren: derzeit noch eine mittlere Macht, aber auf dem besten Weg, den Status einer Supermacht zu erlangen. Genauer gesagt **verbrauchen Rechenzentren** beträchtliche Mengen an Silber als Ausgangsmaterial für Steckverbinder, Leiterplatten, Gehäuse von Halbleiterchips und thermische Schnittstellenmaterialien. Die Wärmeleitfähigkeit von Silber – die höchste aller Metalle und um 9 % besser als die von Kupfer – macht es außerordentlich geeignet, die Wärme abzuleiten, die von KI-Chips erzeugt wird. Diese laufen heißer und haben eine höhere Dichte als jede ihnen vorausgegangene Computerhardware. **Dies verleiht Silber eine nahezu unersetzbare Stellung in den KI-Serverstacks, die die heutige digitale Wirtschaft antreiben, einschließlich großer Sprachmodelle wie ChatGPT.**

Betrachtet man es allgemeiner, so hat sich die weltweite Rechenzentrumskapazität von 26 GW im Jahr 2015 auf 103 GW im Jahr 2025 vervierfacht. Dieses Wachstum wird durch Hyperscale-Projekte wie den Hyperion-Campus von Meta – eine 5-GW-Anlage in Louisiana – sowie die 500-Mrd.-USD-Initiative „Stargate“ von OpenAI und Oracle vorangetrieben. Insgesamt prognostiziert JLL bis 2030 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 14 % für die Rechenzentrumskapazität, was einem

„What we're doing is no different from what Henry Ford did — we're just using electricity.

Elon Musk

„We think right now there's around 55-70 Moz of silver going into data centres.

Michael DiRienzo,
Silver Institute CEO

¹ Siehe „Die Suche nach der Silver Bullet: Eine Analyse der Silberpreiskatalysatoren“, In Gold We Trust-Report 2025



THERE'S NO SUBSTITUTE FOR SILVER.

Striving to Become the World's Largest
Primary Silver Producer.

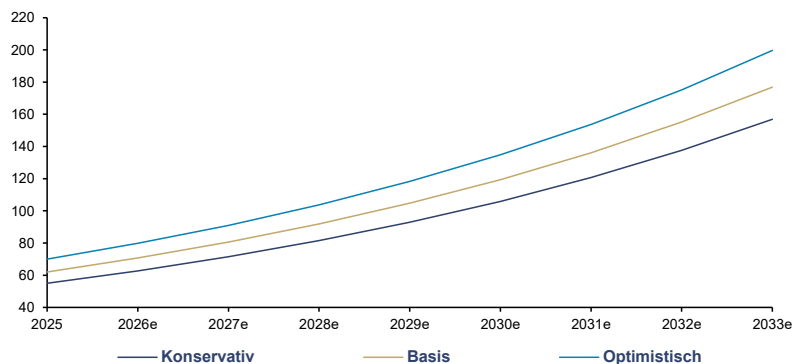
firstmajestic.com

TSX **AG** / NYSE **AG** / FSE **FMV**


FIRST MAJESTIC
SILVER CORP.

jährlichen Zuwachs von etwa 16 GW entspricht. Wir schätzen, dass dies die jährliche Silbernachfrage um etwa 10 Moz erhöhen wird, da der derzeitige Silberverbrauch von Rechenzentren von 55–70 Moz bis 2030 auf 120 Moz ansteigen wird. **Dementsprechend könnte eine Fortsetzung der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14 % dazu führen, dass Rechenzentren bereits 2031 die Solarbranche überholen, bevor sie bis 2033 bis zu 200 Moz Silber verbrauchen**

Silbernachfrage durch KI-Rechenzentren, in Moz, 2025–2033e



Quelle: Silver Institute, JLL, Incrementum AG



Die Renaissance der Investitionsnachfrage nach Silber

Während Rechenzentren die Silbernachfrage von morgen bestimmen dürften, schreibt die Investitionsnachfrage bereits heute Geschichte. Denn diese Kategorie erlebte im Jahr 2025 einen Aufschwung, der mit einem Anstieg der Netto-Nachfrage nach Münzen und Barren um 14 % auf 217,7 Moz begann. Dieses Wachstum wurde zu einem großen Teil durch einen Anstieg der physischen Investitionen in Indien um 33 % im Jahresvergleich angetrieben. Dort verdreifachten sich die Bestände an Silber-ETPs in den zwölf Monaten bis Jänner 2026 von 41,7 Moz auf etwa 120 Moz. Entsprechend unseren Prognosen aus dem letztjährigen *In Gold We Trust*-Report „The Big Long“ sind die Bestände bis März 2026 auf 110 Moz gesunken. Dennoch trug Indiens Nachfrage nach Silber-ETPs – die im Jahr 2024 40 % der gesamten Privatanlagen des Landes ausmachten – dazu bei, dass die weltweiten Nettoinvestitionen in Silber-ETPs 2025 um atemberaubende 312 % im Jahresvergleich auf 278,1 Moz stiegen. Infolgedessen haben sich die weltweiten Silber-ETP-Bestände in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt und beliefen sich im März 2026 auf 1,277 Mrd. Unzen.

„What made the January 2026 rally truly exceptional was the outsized impact that physical investment had on prices.

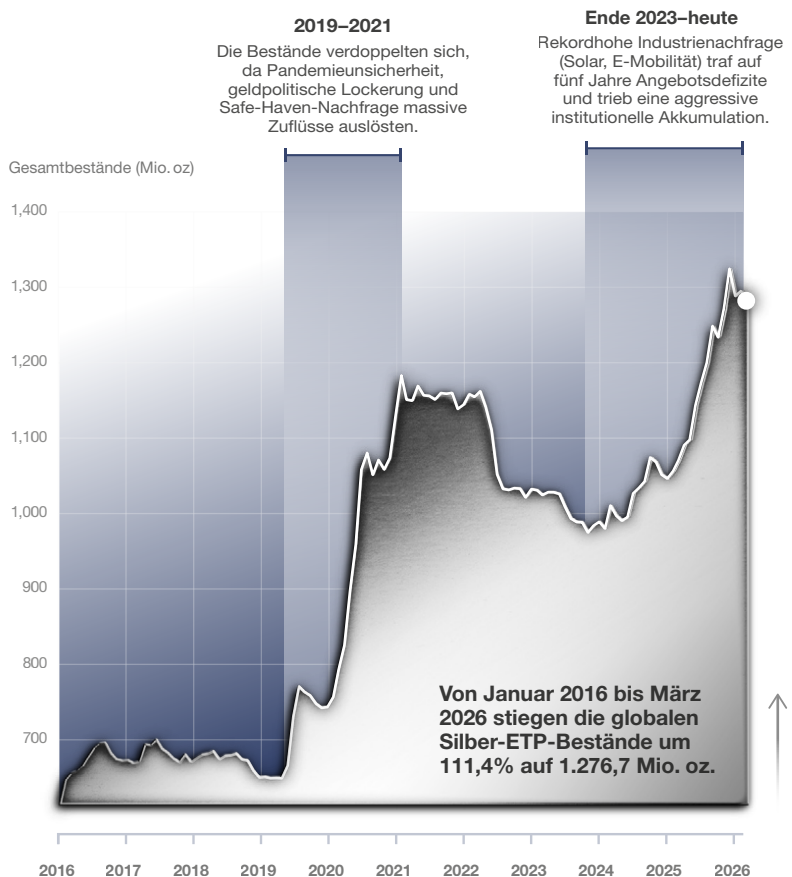
Silver Institute, WSS26

2025 lagen die physischen Silberinvestments bei 205,7 Moz – fast 130 Moz unter dem Hoch von 2022. Das ist Aufwärtspotenzial, kein Zenit.

ETP-Bestände

Globale Silber-ETP-Bestände erreichen 1.277 Mio. oz

MÄRZ 2026



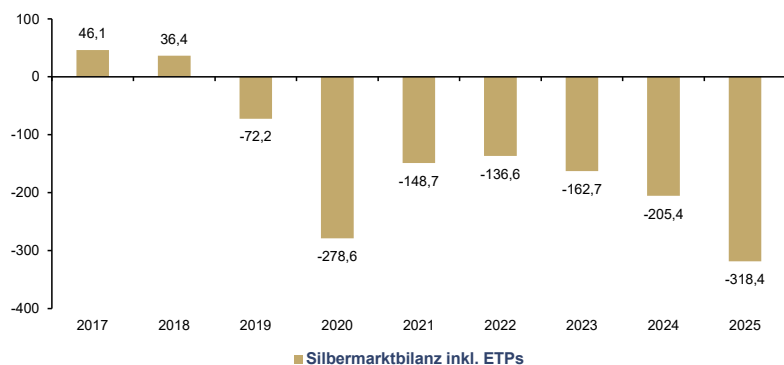
Quelle: The Silver Institute, Metals Focus, MiningVisuals, Incrementum AG

» *We are living in an era of shortages.*

Willem Middelkoop

Interessanterweise weitete sich 2025 das Defizit des Silbermarktes unter Einbeziehung der ETP-Investments auf einen Rekordwert von **318,4 Moz aus**. 2026 dürfte es sich auf **76,3 Moz** normalisieren, da die Nettozuflüsse in ETPs auf **30 Moz** sinken. Das Gesamtbild bleibt jedoch weiterhin erstaunlich: Einschließlich der ETP-Investments ist der Silbermarkt seit 2019 bereits sieben Jahre in Folge im Defizit. Das kumulierte Defizit beläuft sich mittlerweile auf über 1,3 Mrd. Unzen. Exklusive der ETPs weist der Silbermarkt seit 2021 ein Defizit auf, das sich mittlerweile auf rund 800 Moz aufsummiert.

Silbermarktbilanz inkl. ETPs, in Moz, 2017–2025



Quelle: Silver Institute, Incrementum AG

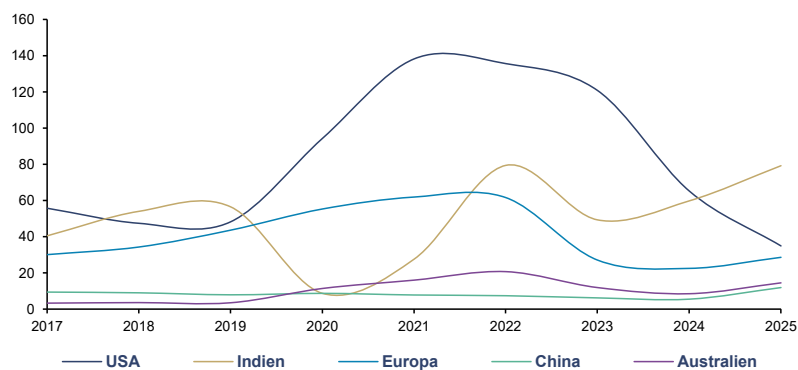


Es zeigt sich, dass ETP-Investments ein bislang stiller, aber explosiver Treiber für den Anstieg des Silberpreises sind. Doch selbst nach diesem ETP-Boom bleibt die Nachfrage nach physischen Anlagen weitgehend verhalten, was erhebliches Wachstumspotenzial bietet. So lag die Nachfrage nach physischem Silber in Europa 2025 bei weniger als der Hälfte des Höchststands von 2022, obwohl sie um beachtliche 27 % auf 28,5 Moz zulegte. Unterdessen ging die US-Nachfrage 2025 das dritte Jahr in Folge zurück. Das Volumen halbierte sich dabei fast auf 34,9 Moz – der niedrigste Stand seit mindestens 2010. Es sieht so aus, als würden die meisten US-Investoren weiterhin auf die MAG-7-Story setzen, während Indien vom aufkeimenden Silber-Bullenmarkt erheblich profitierte.

„What do you want to own? I want to own metal. Own the HALOs (Heavy Asset Low Obsolescence). Own those assets and hang on.“

Jeff Currie

Physische Silberinvestitionen nach Region, in USD, 2017–2025



Quelle: Silver Institute, Incrementum AG



Diese Dynamik nähert sich 2026 einem Wendepunkt. Das heißt, nach drei aufeinanderfolgenden Jahren des Rückgangs werden die physischen Investments im Westen die allgemeine Renaissance der Silberinvestments fortsetzen, da die „ongoing macroeconomic uncertainty rekindles investor interest“, so das Silver Institute. In diesem Zusammenhang wird erwartet, dass die Nachfrage nach Münzen und Barren in den USA 2026 um 57 % gegenüber dem Vorjahr steigen wird, nachdem sie in den vier Jahren seit dem Höchststand von 2021 um 69 % eingebrochen war. Für den globalen Markt wird für das Jahr 2026 ein Anstieg um etwa 18 % auf 257,6 Moz prognostiziert. Dabei besteht ein beträchtliches Aufwärtspotenzial, den Höchststand von 339,5 Moz aus dem Jahr 2022 zu erreichen.

„A strategic inflection point is a time... when fundamentals are about to change. That change can mean an opportunity to rise to new heights.“

Andrew S. Grove,
Intel Co-Founder

„Es tut mir leid für den Rest der Welt, aber wir werden auf Jahre hinaus nicht zu besiegen sein.“

Franz Beckenbauer

Hinzu kommt, dass sich europäische Silberinvestments heuer voraussichtlich erholen werden. Trotz der steuerlichen Benachteiligung von Silber stieg der Anteil von Silber am Einzelhandelsumsatz in Deutschland laut Silver Institute bis Ende Jänner auf 30–50 %. Allerdings hat Deutschland über Nacht die Anlage in Silber deutlich unattraktiver gemacht. Das Bundesfinanzministerium hat am 9. April neue Regeln bekannt gegeben und die Umsatzsteuerbefreiung von in deutschen Zollfreilagern gelagerten Edelmetallen beendet. Vor dem Hintergrund dieser regionalen Erholung belaufen sich die physischen Investments im Jahr 2025 weltweit auf 205,7 Moz, fast 130 Moz unter dem Höchststand von 333,9 Moz im Jahr 2022. Unter den richtigen makroökonomischen Bedingungen könnte theoretisch eine Investitionsnachfrage in dieser Höhe oder sogar darüber hinaus auf Silber entfallen.

Unser Basisszenario für Silber: Konsolidierung vor inflationsbedingter Beschleunigung

„Silver is the Swiss army knife of metals.“

Peter Krauth

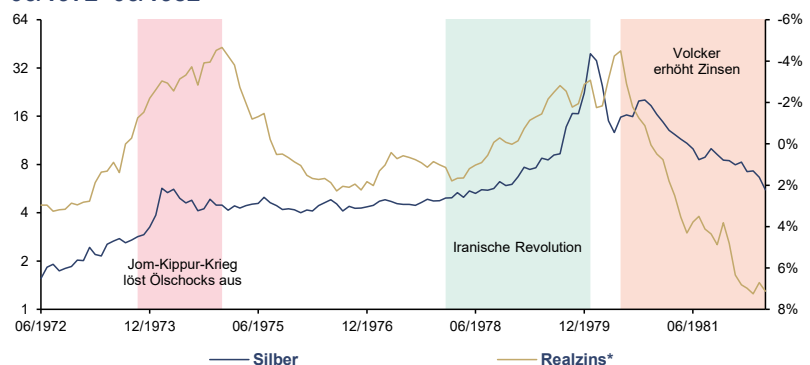
Einst in verschiedenen Zivilisationen als gesetzliches Zahlungsmittel genutzt, wird der Preis von Silber heute zu 58 % von der industriellen Nachfrage bestimmt. Die zwiespältige Dualität von Silber erschwert eine einfache Beurteilung der optimalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Einerseits lässt seine zunehmende industrielle Bedeutung den historischen Status als Währungsmetall immer mehr in den Hintergrund treten. Gleichzeitig öffnet dies die Tür für Schwächephase während einer Rezession, wie wir im In Gold We Trust-Report „Showdown“ 2023 anhand des dort vorgestellten IGWT-Rezessionsphasen-Modells ausgeführt hatten. Andererseits verknüpft die derzeitige Korrelation des Metalls mit Gold von 0,8 es mit konventionellen makroökonomischen Faktoren wie den Realzinsen und hält so seine monetäre Bedeutung am Leben.²

„U.S debt is bigger. Interest payments are bigger. So, when oil prices go up, headline inflation goes up.“

Jeff Currie

In diesem Zusammenhang war der vielleicht beste makroökonomische Indikator für die Outperformance von Silber der Rückgang der Realzinsen in den von Stagflation geprägten 1970er-Jahren. Im Zeitraum von 1971–1980 legte Silber um mehr als den Faktor 30 zu, da Ölschocks und erhöhte geopolitische Risiken zusammen mit negativen Realzinsen eine mehrjährige Konsolidierungsphase prägten. Zwischen August 1973 und November 1974, im Zuge des Jom-Kippur-Kriegs, brachen die Realzinsen um 9 Prozentpunkte von +4,45 % auf -4,52 % ein, während sich der Silberpreis von 1,96 USD auf einen Jahreshöchststand von 6,76 USD mehr als verdreifachte. Von Februar 1978 bis Juni 1980 brachen die Realzinsen inmitten der Iranischen Revolution um über 6 Prozentpunkte von +1,79 % auf -4,49 % ein, während sich der Silberpreis, unterstützt durch die Hunt-Brüder, verzehnfachte.

Silber (lhs, log), in USD, und Realzins* (rhs, invertiert), 06/1972–06/1982



Quelle: LSEG, Incrementum AG
*US 10Y US-CPI-bereinigt

incrementum

Gleichzeitig kann die Federal Reserve auch Gegenwind für Silber erzeugen. Paul Volcker beispielsweise hob 1980 die Zinsen auf 20 % an und trug damit nonchalant dazu bei, dem Silberboom ein jähes Ende zu bereiten. Bei einer Staatsschuldenquote von 32 % war die US-Regierung damals in der Lage, die Belastung durch die höheren Zinsen aufzufangen. Heute liegt die Staatsschuldenquote mit 125 % deutlich höher; die jährlichen Zinszahlungen übersteigen 1 Bill. USD und bilden den größten Einzelposten im Haushalt der Bundesregierung, der sogar die Verteidigungsausgaben übertrifft.

Die aktuelle Lage erlaubt jedoch viel weniger Spielraum als damals: Signifikante Zinserhöhungen kommen aufgrund der deutlich erhöhten Zinsaufwendungen nicht infrage. Unser Basisszenario geht stattdessen davon aus, dass sich die Federal Reserve für das kleinere Übel entscheiden wird: die Inflation ungehindert laufen zu lassen, um die „Stabilität“ des Systems zu bewahren. Nach 2026 dürfte diese Dynamik die Realzinsen in den negativen Bereich drücken und Anleiheinvestoren sowie die 7,64 Bill. USD in Geldmarktfonds dazu verleiten, in Silber als hochvolatiles Pendant zu Gold zu flüchten.

Alles in allem gehen wir davon aus, dass die aus diesem Phänomen resultierende Investmentnachfrage die erwartete Schwäche in den Bereichen Schmuck und Silberwaren ausreichend ausgleichen wird. Zum Vergleich: Die Produktion von Silberschmuck ging 2025 um 8 % auf 189,3 Moz zurück und erreichte damit den niedrigsten Stand seit 2021. Grund dafür waren die Rekordpreise, die die Nachfrage, gerade auch im ländlichen Indien, dämpften. Für dieses Segment wird für 2026 ein weiterer Rückgang um 16 % auf 159,4 Moz prognostiziert, noch bevor Pandora 2027 auf platinierte Legierungen umstellt. Auch bei Silberwaren wird für 2026 ein Rückgang um 21 % auf 33,5 Moz erwartet, da die hohen Preise die indischen Hersteller dazu veranlassen, leichtere Produkte herzustellen.

Insgesamt wird der Rückgang bei Schmuck und Silberwaren 2026 voraussichtlich 38,5 Moz betragen. Ausgehend von den Werten von 2025 würde die Rückkehr der physischen Investitionen auf das Niveau der Höchststände von 2022 dies jedoch durch eine zusätzliche Nachfrage von bis zu 128,2 Moz weitgehend ausgleichen. Darüber hinaus trägt die zunehmende Akzeptanz von vergoldetem Silberschmuck – insbesondere in Südasien – Berichten zufolge dazu bei, das Ausmaß des Rückgangs in diesem Segment abzumildern. **In Verbindung mit dem breiteren Wachstumspotenzial der industriellen Nachfrage gehen wir davon aus, dass eine etwaige Konsolidierungsphase früher enden wird als in den 1970er-Jahren. Voraussetzung für den nächsten Silber-Aufschwung ist jedoch eine steigende Inflation.**

„Government debt has reached a scale that no brilliant policymaker can solve. There's only one job left: Lower rates to make the federal debt more affordable.“

Tavi Costa

„It's one thing to shoot yourself in the foot. Just don't reload the gun.“

Lindsey Graham

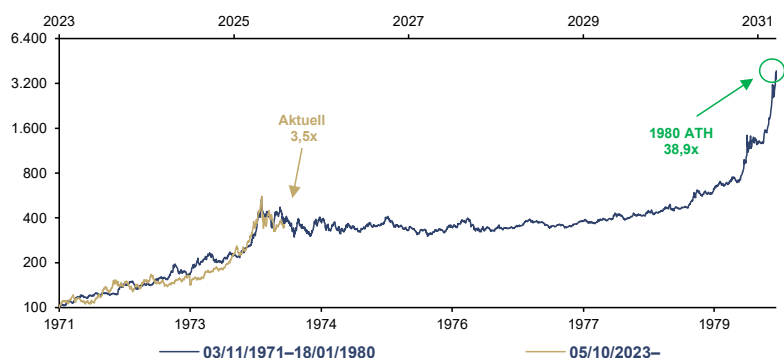
„We have to decouple the performance of the company and the share value from the commodity. We are a jewellery brand; we are not a silver trader.“

Pandora CEO,
Berta de Pablos-Barbier

„Any cooling of prices to lower levels will encourage jewelry and silverware buying to once again grow.“

Silver Institute, WSS26

Silber (log), in USD, 100 = 03/11/1971, und 100 = 05/10/2023, 11/1971–05/2026



Quelle: FactSet, LSEG, Incrementum AG

incrementum

Ein Blick auf die Angebotsseite: Ist es an der Zeit, Aktien vorzuziehen?

» *Supply that can't respond to price isn't supply. It's a hostage situation.*
Katusa Research

Auf der Angebotsseite basiert unsere optimistische Einschätzung für Silberminenunternehmen, und Silber an sich, auf dem Verhältnis – bzw. dem Fehlen eines solchen – zwischen Preis und Minenproduktion. Ein Beispiel: Der Silberpreis lag im Jahr 2025 im Durchschnitt bei 40,03 USD. Das entspricht einem Anstieg um 42 % gegenüber dem Durchschnitt von 28,27 USD im Jahr 2024 beziehungsweise um 71 % gegenüber dem Durchschnitt von 23,39 USD im Jahr 2023. Trotzdem ging das Primärsilberangebot im Jahr 2025 zum dritten Mal in Folge um 1 % im Jahresvergleich zurück. Dadurch sank der Anteil des weltweiten Angebots aus Primärsilberminen auf einen neuen Tiefstand von 26 %. Daraus wird deutlich, dass höhere Silberpreise nicht direkt mit einem höheren Primärsilberangebot korrelieren. Dies wird sich auch vorteilhaft für die Primärsilber-Minenunternehmen auswirken, deren Gewinnmargen bei einem Silberpreis von 80 USD über 80 % liegen, da ihre durchschnittlichen Gesamtkosten (AISC) 2025 zum zweiten Mal in Folge auf 12,21 USD gesunken sind.

Gewinnmargenmatrix für Silberbergbauunternehmen:
Silber (x-Achse), in USD, und AISC (y-Achse), in USD

	30	40	50	60	70	80	90	100	110	120
9	70%	78%	82%	85%	87%	89%	90%	91%	92%	93%
12,12*	59%	69%	76%	80%	83%	85%	86%	88%	89%	90%
15	50%	63%	70%	75%	79%	81%	83%	85%	86%	88%
18	40%	55%	64%	70%	74%	78%	80%	82%	84%	85%
21	30%	48%	58%	65%	70%	74%	77%	79%	81%	83%
24	20%	40%	52%	60%	66%	70%	73%	76%	78%	80%
27	10%	33%	46%	55%	61%	66%	70%	73%	75%	78%
30	0%	25%	40%	50%	57%	63%	67%	70%	73%	75%

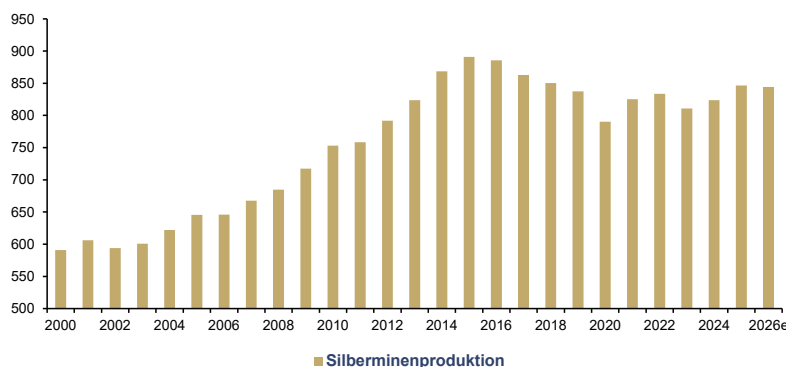
Quelle: Incrementum AG
*2025 Durchschnitt

Ungeachtet dieser hervorragenden Margen verdient das als Nebenprodukt gewonnene Silber, das 74 % des Angebots ausmacht, ebenso große Beachtung. In diesem Zusammenhang stieg die Produktion aus nicht-primären Silberminen 2025 um 4 % gegenüber dem Vorjahr auf 625,5 Moz. Angeführt wurde dieser Anstieg von einem Zuwachs des Silbernebenprodukts aus Kupferbetrieben um 6 % auf 237,3 Moz. Insgesamt wuchs 2025 das weltweite Angebot an neugefördertem Silber um 3 % gegenüber dem Vorjahr auf 846,6 Moz. Dabei glichen Zuwächse in Peru (+9 Moz) und Russland (+10,5 Moz) – angetrieben durch die Förderausweitung von Polymetals Prognost und die höheren Gehalte bei Glencores Antamina – einen Rückgang von 5 % (-8,2 Moz) in Mexiko aus. Dort trugen die Stilllegung der Mine San Julián von Fresnillo und Gehaltsrückgänge bei Penasquito dazu bei, dass die nordamerikanische Silberproduktion auf ein Zehnjahrestief sank.

» *You don't want to hit your peak until late in the season.*
Clint Dempsey

Das Recycling legte 2025 um 2 % auf 197,6 Moz zu, was zu einer moderaten Erhöhung des Angebots um 3,1 Moz führte. Für 2026 wird ein höherer Beitrag von 13,7 Moz prognostiziert. Grund hierfür ist ein Anstieg um 7 % auf 211,3 Moz, der durch erwartete 14-Jahres-Höchststände beim Recycling von Industrieschrott gestützt wird. Ein von Indien angeführter Aufschwung beim Recycling von Schmuck und Silberwaren dürfte das Segment ebenfalls beflügeln, da hohe Preise über ein ganzes Jahr hinweg Verkäufer anziehen. Da für 2026 jedoch ein Rückgang der Minenproduktion um 0,3 % (-2,5 Moz) prognostiziert wird, haben höhere Silberpreise offensichtlich keinen Einfluss auf das Angebot. Hinzu kommen ein Mangel an neuen Fundstellen, sinkende Erzgehalte sowie durchschnittliche Vorlaufzeiten von 10 bis 15 Jahren von den ersten Plänen bis zur Produktionsaufnahme. Somit wurde der Höhepunkt der Silberproduktion wahrscheinlich bereits 2015 erreicht.

Globale Silberminenproduktion, in Moz, 2000–2026e



Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

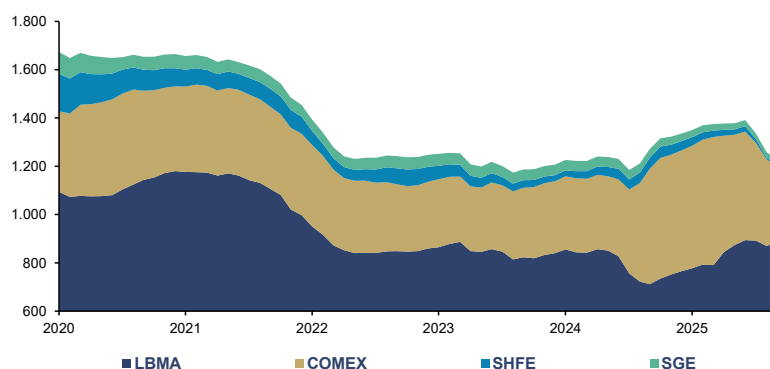


Die weltweite Silbernachfrage dürfte ihrerseits weiterhin in bedenklicher Weise von vorhandenen Beständen abhängig bleiben. Ein Großteil dieses intransparenten Angebots liegt in den Händen privater Investoren, während sich der messbare Teil an den Silberbeständen der großen Börsen ablesen lässt – wie der SHFE und SGE in Shanghai, der LBMA in London und der COMEX in New York. Der vor kurzem eingeführte *SILVER Act* (H.R. 8007) zielt nebenbei bemerkt darauf ab, die US-Edelmetalllager geographisch zu diversifizieren und sie aus dem Großraum New York weg zu verlagern. Noch wichtiger ist, dass sich der kollektive Abbau an den Rohstoffbörsen von ihrem Höchststand im Jahr 2020 bis März 2026 auf rund 440 Moz beläuft. Das entspricht fast dem Dreifachen des von Solar für 2026 prognostizierten Silberverbrauchs.

„Infinite growth of material consumption in a finite world is an impossibility.“

E.F. Schumacher

An Börsen gehaltene Silberbestände, in Moz, 07/2020–03/2026



Quelle: COMEX/CME Group, GoldChartsRUs, LBMA, SHFE, Silver Institute, Incrementum AG



Ein weiterer Beleg für die angespannte Lage auf dem physischen Markt ist die Schätzung, dass Ende September 2025 83 % der Londoner Bestände aus physisch gedeckten Produkten bestanden. Somit stand ein *Free Float* von lediglich 136 Moz dem täglichen Spot-Handelsvolumen von rund 450 Moz gegenüber, und war dementsprechend anfällig. Was China betrifft, so schätzen wir, dass zwischen dem Höchststand Mitte 2020 und dem Tiefststand von 47,1 Moz im Dezember 2025 an den beiden Börsen in Shanghai etwa 200 Moz abflossen.³ Mit einer Silberproduktion von 112,8 Moz bei einem Verbrauch von 282,9 Moz allein durch die industrielle Nachfrage 2025 trug der inländische Silbermangel Chinas dazu bei, dass die Bestände in Shanghai in diesem Jahr auf ein 11-Jahres-Tief sanken. Diese Knappheit spiegelte sich auch in einem Shanghai-Spot-Aufschlag von bis zu 15 USD gegenüber dem westlichen Preis wider.

„As industrial demand crowds out investment demand, we'll see more investor silver squeezes.“

Peter Krauth

3 „Identifiable Silver Bullion Inventories“, *World Silver Survey 2026*, Silver Institute, S. 26

Fazit

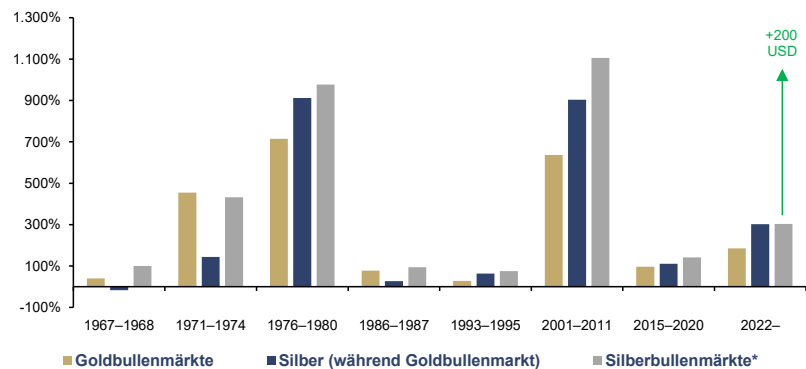
„It would take a rather extreme combination of changes to the supply-demand balance for us to see a swing to sustained surplus... and very unlikely indeed to match the cumulative deficit seen over the last six years
Silver Institute, World Silver Survey 2026

„Inflation is not an act of God. It is a policy.
Murray Rothbard

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das lang erwartete Erreichen dreistelliger Kurse bei Silber keine spekulative Ausnahmeerscheinung war. Vielmehr war es die unvermeidliche Folge aufeinanderfolgender Versorgungsengpässe, auf die Investoren endlich aufmerksam wurden. Im Gegenzug hat Silber eindrucksvoll gezeigt, wie explosiv sich der Kurs entwickeln kann, wenn die Bedingungen stimmen. Was nun folgt, ist jedoch nicht das Ende der Geschichte, sondern eine Pause. Mit anderen Worten: Investoren benötigen Zeit, um diese historische Entwicklung zu verarbeiten, während Silber eine neue Untergrenze etabliert – wahrscheinlich bei etwa 60–70 USD. Danach betrachten wir diese Basis als Sprungbrett für den nächsten Aufschwung, vor dem Hintergrund von Versorgungsengpässen, die auf absehbare Zeit bestehen bleiben dürften.

Insbesondere ist auch eine Rückkehr zu einem Silberpreis von 100 USD im Jahr 2026 nicht ausgeschlossen, vor allem wenn die Inflation weiter zulegen wird. Unsere Einschätzung deckt sich mit den Ergebnissen einer *Analystenumfrage der LBMA*, in der 17 der 26 befragten Analysten davon ausgehen, dass der Silberpreis im Jahr 2026 die 100-USD-Marke erreichen wird. Davon sehen drei einen Anstieg auf über 160 USD und zwei sogar ein Durchbrechen der 200-USD-Marke. Auch wenn sich diese letzteren Prognosen für 2026 als zu optimistisch erweisen mögen, stufen wir sie auf längere Sicht als realistisch ein: Ausgehend vom Tiefststand von 17,83 USD im Jahr 2022 würde eine Rendite von rund 1.100 % vom Tiefpunkt zum Höchststand, wie im Zyklus 2001–2011, Silber problemlos über 200 USD bringen.

Entwicklung von Gold und Silber während Bullenmärkten, in USD, 1967–04/2026



Quelle: CPM Group, LSEG, Incrementum AG

*Tief- bis Höchststand während der Goldbullenmärkte

incrementum

„There's a lady who's sure all that glitters is gold
And she's buying a stairway to Heaven.
Led Zeppelin

Um also unsere eigene rhetorische Frage zu beantworten: Silber hat gute Chancen, 2026 den „Stairway to Heaven“ zu erklimmen, statt auf dem „Highway to Hell“ abzustürzen. Doch selbst wenn das Metall bei der Prognose für 2026 von 79,57 USD in einer engen Bandbreite verbleibt, macht der Anstieg um 98 % gegenüber dem Durchschnitt von 2025 Silberminenunternehmen von nun an eindeutig zu einer Anlage mit ausgesprochen hohem Beta. Gemessen am SIL-ETF werden Silberminenunternehmen im Verhältnis zum erhöhten Silberpreis weiterhin auf einem niedrigen Niveau gehandelt. Das bietet Chancen für die Kategorie, die wir „Performance-Gold“ nennen.

SIL/Silber-Ratio, 01/2011–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Auf dieser Grundlage scheint es, als würden Anleger mit dem Kauf von Silberminenunternehmen abwarten, bis sich bestätigt, dass der Silberpreis auf hohem Niveau bleiben oder weiter steigen wird. Da sie bereits bei einem Silberpreis von 80 USD rekordhohe Free-Cashflows generieren, besteht die Ironie darin, dass Silberminenunternehmen keine höheren Preise benötigen. Diese Diskrepanz bietet Anlegern die Möglichkeit, eine 3- bis 5-fache Hebelwirkung auf den Silberpreis zu einem erheblichen Abschlag zu erzielen. Wie Jeff Clark in PAYDIRT aufzeigt, hat sich diese drei- bis fünffache Hebelwirkung über alle Konjunkturzyklen hinweg als bemerkenswert konstant erwiesen.

„The best time to buy is when there's blood in the streets.

Baron Rothschild

Performance verschiedener Vermögenswerte, 2001–2011

Vermögenswert	2001–2008 (Bullenmarkt)	2008 (Crash)	2008–2011 (Bullenmarkt)
Gold	295%	-30%	+166%
Agnico Eagle Mines Ltd	+1.425%	-68%	+194%
Barrick Mining Corp	+285%	-63%	+180%
Golden Star Resource Corp	+684%	-88%	+691%
Gold Fields Ltd	+525%	-73%	+250%
Kinross Gold Corp	+1.933%	-67%	+106%
McEwen Inc	+2.347%	-86%	+1.816%
Newmont Corporation	+288%	-57%	+203%
Durchschnitt Goldaktien	+973%	-66%	+451%
Silber	+363%	-58%	+448%
Coeur Mining, Inc	+642%	-90%	+634%
First Majestic Silver Corp	+1.783%	-84%	+2.542%
Hecla Mining Co	+2.444%	-90%	+711%
Pan American Silver Corp	+1.643%	-76%	+312%
SSR Mining Inc	+2.800%	-82%	+422%
Durchschnitt Silberaktien	+1.612%	-80%	+845%

Quelle: Paydirt, Incrementum AG

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Das alte Sprichwort „Wer eine Sache nicht in Händen hält, besitzt sie nicht“ dürfte Silberanlegern und ihren Portfolios auch weit über das Jahr 2026 hinaus gute Dienste leisten. Während physisches Silber seine angestammte Rolle als sicherer Sachwert-Hafen für risikoscheue Anleger weiter ausfüllt, sehen wir für Silberminenaktien endlich die lang erwartete Phase relativer Outperformance heraufziehen. Nach Jahren auf dem „Highway to Hell“ dürfte für geduldige Aktionäre nun der „Stairway to Heaven“ beginnen. ■

„Don't need reason, don't need rhyme. Ain't nothin' I'd rather do. Goin' down, party time!

AC/DC, Highway to Hell

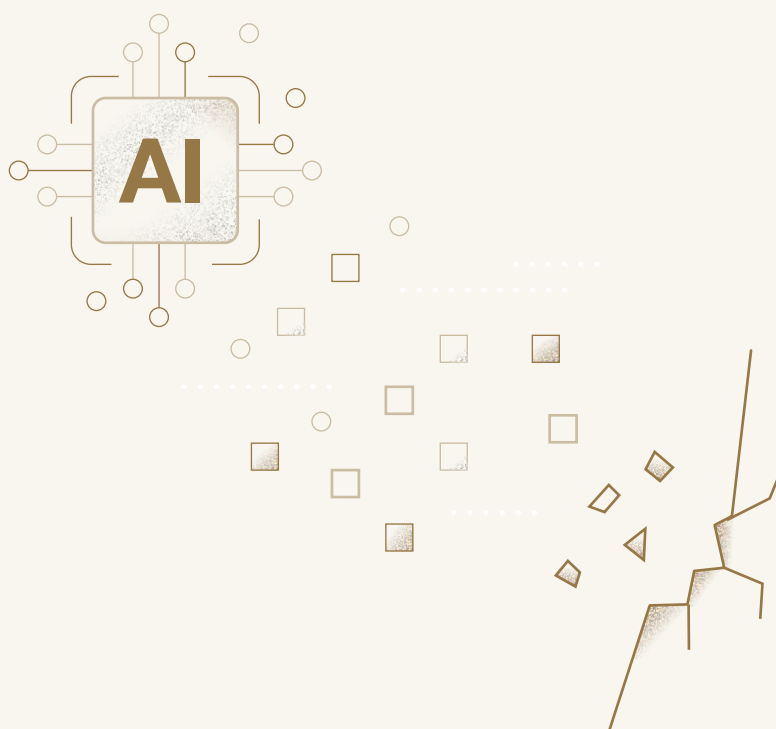
Growth on the Horizon

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Silberproduzent mit Fokus auf Exploration, Entwicklung und Bergbau. Das Unternehmen betreibt drei produzierende Minen in Mexiko und Peru und treibt das Pitarrilla-Projekt durch Explorations- und technische Studien voran, um langfristiges Wachstum zu unterstützen.

Mit Hauptsitz in Vancouver, Kanada, verfolgt Endeavour Silver das Ziel, ein führender Silberproduzent zu werden, mit einem klaren Fokus auf verantwortungsvollen Bergbau und operative Exzellenz.

TSX:EDR NYSE:EXK FSE:EJD | To learn more visit: edrsilver.com

Die KI hält Einzug in den Minensektor



Key Takeaways

- KI kann den Gewinn einer Mine steigern, indem sie die Metallausbeute steigert, die Stillstandszeiten der Anlagen verkürzt und den Kraftstoffverbrauch reduziert.
- KI-basierte Technologien können die Sicherheit vor Ort verbessern und die Umweltauswirkungen reduzieren, wodurch die Betriebs- und Genehmigungsrisiken erheblich verringert werden.
- In einer nicht allzu fernen Zukunft werden KI-Agenten in der Lage sein, die gesamte Produktionskette zu optimieren und die gesamte Mine autonom zu betreiben.
- Haupthindernisse für die vollständige Einführung der KI sind die Qualität und Quantität der erforderlichen Daten sowie die sicherheitsrelevante bzw. ethische Frage, wie weit der gesamte Prozess der Förderung von der KI abhängen und wo der menschliche Faktor in den Entscheidungsprozess einbezogen werden soll – oder muss.



AI will not replace humans, but those who use AI will replace those who don't.

Ginni Rometty

Die Goldminenunternehmen stehen vor einem Problem. Die mit vergleichsweise geringem Aufwand zu schürfenden Mengen wurden bereits gefördert. Nun muss an entlegeneren Orten tiefer gegraben werden, um minderwertigeres Erz abzubauen. Vor diesem Hintergrund erscheint KI wie ein Geschenk des Himmels. Denn der Einsatz der KI verspricht, Ineffizienzen und hohe Kosten zu bekämpfen, mehr Erz mit weniger Bohrungen zu finden, die Feinabstimmung im Förderungsprozess und in der Verarbeitung des Erzes zu verbessern, die Sicherheit der Minen zu erhöhen und die Umweltbelastung zu verringern. Es ist durchaus möglich, dass die KI in 20 Jahren die vollständige oder nahezu vollständige Kontrolle über alle Vorgänge vor Ort haben wird.

» *The rise of powerful AI will either be the best or the worst thing ever to happen to humanity. We do not yet know which.*

Stephen Hawking

Eines der größten Probleme, mit denen der Goldminensektor zu kämpfen hat, sind sinkende Erzgehalte. Die Minenunternehmen sind gezwungen, nun auch dort nach Erzen zu schürfen, wo es noch vor einigen Jahren als unrentabel gegolten hätte. Das minderwertige Erz führt naturgemäß zu höheren Produktionsstückkosten. Die signifikante Goldpreisrally trug dazu bei, dieses Problem zu überdecken, da fast jede Goldmine bei Goldpreisen von über 4.000 USD pro Unze rentabel sein sollte. Doch trotz aktuell rekordhoher Margen besteht fortlaufend die Notwendigkeit für Effizienzsteigerungen. Daher können die Kosteneinsparungen, die durch den Einsatz von KI in verschiedenen Phasen des Produktionszyklus erzielbar sind, von unschätzbarem Wert sein. Darüber hinaus kann KI auch sehr nützlich sein, wenn die Bergbautätigkeiten eingestellt werden und es erforderlich ist, das Gebiet zu sanieren und die Sicherheit des ehemaligen Minengeländes zu gewährleisten.

KI in der Wertschöpfungskette des Bergbaus

Phase der Wertschöpfungskette	KI-Innovationen	Primäres Einspar- bzw. Einnahmepotenzial
Explorationsarbeiten und Entdeckung	Geowissenschaftliche Grundlagenmodelle; Fernerkundung; Bohrzielassistenten	Höhere Erfolgsraten bei Bohrungen; geringere Explorationsarbeiten; schnellere Identifizierung von Bohrzielen
Planung und Errichtung einer Mine	Verbesserte Blockmodelle; dynamische Planung; autonome Beförderung; Verkehrsoptimierung	Geringere Erzverluste; höhere Maschinenauslastung; geringerer Kraftstoffverbrauch; niedrigere Wartungskosten; verbesserte Sicherheit
Verarbeitung & Metallurgie	Digitale Zwillinge; fortschrittliche Prozesssteuerung; Reagenzienoptimierung; Anomalieerkennung	Höhere Ausbeute; geringerer Energie-, Wasser- und Reagenzienverbrauch; schnellerer Anlaufprozess
Wartung und Zuverlässigkeit	Vorausschauende Wartung; Zustandsüberwachungsanalysen	Weniger ungeplante Ausfallzeiten; geringere Wartungskosten
Sicherheit, Schutz & ESG	Computer-Vision für PSA-/Zonenverletzungen; Ermüdungsüberwachung; Überwachung von Abraumhalden	Weniger Zwischenfälle und geringere Haftung; bessere Einhaltung von Vorschriften; frühere Warnung vor Instabilität von Absetzbecken
Stilllegung & Altlasten	Optimierung der Wiederaufbereitung von Abraum; Umweltüberwachung	Höhere Ausbeute aus alten Abraumhalden; geringere langfristige Verpflichtungen

Quelle: In Gold We Trust-Report

Einem vor kurzem erschienenen Artikel der kanadischen Tageszeitung *The Globe and Mail* zufolge zeigt eine Studie von *Grand View Research*, dass der Markt für KI im Minensektor 2024 bei 29,94 Mrd. USD lag und bis 2033 auf 685,61 Mrd. USD ansteigen dürfte. Das entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 41,9 %. Diese Zahlen sind zwar nur Schätzungen, bestätigen aber das Potenzial der KI im Minensektor.

Darüber hinaus kann KI auch direkt für Investoren in Gold und andere Mineralien von großem Nutzen sein. Ein Unternehmen namens CAP2 hat eine Technologie entwickelt, die KI, hochauflösende Satellitenbilder und bodengestützte Datenströme kombiniert, um „ökonomische Daten in Echtzeit“ („Live Economic Intelligence“) zu liefern. Dieses System ermöglicht die Live-Überwachung von Tagebauen und Minenlagern und nutzt die daraus gewonnenen Daten für die Analyse der Effizienz der laufenden Förderung sowie für die Prognose künftiger Rohstoffpreisbewegungen. Dies kann Investoren und Portfoliomanagern helfen, ihre Investitionen in einzelne Rohstoffe zeitlich besser zu planen. Darüber hinaus können sie lange vor einer offiziellen Ankündigung Informationen über Produktionsunterbrechungen oder Produktionsausfälle erhalten, was einen erheblichen Vorteil bei der Aktienanlage bedeutet. Laut Dr. Christian Jasperneite, dem Gründer von CAP2, ermöglicht das System eine Überwachung der industriellen Aktivitäten, Energieflüsse, Emissionen und Infrastruktur — aus dem Weltraum und über Bodensensoren — ohne Meldeverzögerungen, politische Verzerrungen oder Datenlücken.¹

Wie KI die Erfolgsquote von Explorationsarbeiten erhöht

In der Tat wäre es schön, wenn man, wie in so manchem Märchen, einfach irgendwo – zum Beispiel am Ende eines Regenbogens – anfangen könnte, nach Gold zu graben und immer etwas Gold fände. Im wirklichen Leben gehen der Förderung der ersten Unze Gold jedoch jahrelange Explorationsarbeiten, Bohrungen und verschiedene Studien voraus. Und das Problem ist, dass die größten und reichsten Vorkommen an den am besten zugänglichen Orten bereits entdeckt und abgebaut wurden. Daher müssen die Explorer in entlegeneren Gebieten nach neuen Vorkommen suchen, was mit größeren technischen Schwierigkeiten, höherem Zeitaufwand und entsprechenden Kosten verbunden ist. Alle drei Probleme können durch den Einsatz von KI gelöst werden. KI kann die Interpretation der Explorationsergebnisse wesentlich effizienter gestalten, da sie in der Lage ist, große Datenmengen schnell zu verarbeiten und zu interpretieren.

” *The sky is the limit to what technology can do for the mining sector.*

Vince Gerrie

” *Whether it’s old-fashioned stock picking or forecasting the weather to trade commodities — it’s a research business first and foremost. And trading is simply how we monetize our research.*

Ken Griffin

” *The gold price has to rise to stimulate more exploration and make projects more economic, or we have to be smarter and more efficient at exploration.*

Richard Schodde

1 CAP2: „Real Time Economics - Unternehmensübersicht und Produktstapel“, Jänner 2026

KI ist stark von der Verfügbarkeit von Daten abhängig. Unzureichende oder falsche Daten führen zu falschen (oder weniger richtigen) Schlussfolgerungen.

„We haven't replaced the gold that we've mined since 2000. So, we are in a precarious position as an industry and the gold grade is now half of what it was in 2000.“

Mark Bristow

Nach Angaben von *Discovery Alert* kann KI den Bedarf an Explorationsarbeiten um 25–30 % und die Entdeckungszeit um 40 % reduzieren.

KI-Algorithmen und die Algorithmen für das maschinelle Lernen nutzen geophysikalische, geochemische und Fernerkundungsdaten, um Muster zu erkennen, die auf das Vorhandensein eines potenziell wirtschaftlich interessanten Erzgehalts hinweisen. Ein Unternehmen

namens *Fleet Space* nutzt beispielsweise Nanosatelliten und satellitengestützte Geophysik zusammen mit KI-gestützter Analytik, um neue Explorationsarbeiten schnell, effizient und mit geringen Umweltauswirkungen zu identifizieren. Das Unternehmen hat seine Dienste *Barrick Gold* bei der Explorationsarbeit in Reko Diq, einer der größten unerschlossenen Kupfer-Gold-Lagerstätten der Welt, zur Verfügung gestellt.

Ein weiterer KI-Explorationspionier, *Terra AI*, hat eine KI-Anwendung für die Explorationsarbeit von Mineralien und Lagerstätten entwickelt. Das Unternehmen gibt an, dass seine Technologie es seinen Kunden ermöglicht, den zeitlichen Aufwand der Bohrungen und die Bohrkosten um 40 % zu senken und die anfängliche Zielgenauigkeit unter der Erdoberfläche um 90 % zu erhöhen. Diese KI-Anwendung hilft bei der Priorisierung von Bohrzielen, der Optimierung der Bohrreihenfolge und der Anzahl der in einer Kampagne eingesetzten Bohrergeräte. Sobald neue Bohrerergebnisse eintreffen, berücksichtigt die KI diese und liefert neue, aktualisierte Empfehlungen.

Ein ähnlich benanntes Unternehmen, *Earth AI*, setzt seine eigene KI-gestützte Mineral Targeting Plattform ein, um seine Explorationsarbeiten schnell und kosteneffizienter voranzutreiben. Das Unternehmen gibt an, dass die Kombination aus KI und eigener mobiler störungsarmer Technologie zu einer Erfolgsquote von 75 % bei der Entdeckung, einer Senkung der Explorationskosten um 80 % und einer vierfachen Beschleunigung der Explorationsarbeiten führt.

Erst im November 2025 gab *Opawica Explorations* bekannt, dass es die firmeneigene Smart-Targeting-Technologie von *ALS Gold Spot Discoveries* eingesetzt hat, um 20 hochprioritäre Ziele auf dem *Arrowhead*-Projekt zu identifizieren. Die KI-basierte Technologie erwies sich als äußerst erfolgreich, da Opawica in jedem Bohrloch bereits im Zuge des ersten Bohrungszyklus auf Gold stieß.

Ein weiteres Beispiel ist *Equinox Gold*, das im Februar die Entdeckung einer neuen Goldzone im *Valentine*-Projekt bekannt gab, bei der die KI-gestützte DORA-Software von *VRIFY* zum Einsatz kam, die geochemische, geophysikalische und strukturgeologische Daten kombiniert.

„AI on bad numbers does not result in good answers.“

Rajive Ganguli

Diese Beispiele zeigen, dass KI die Erfolgsquote bei Bohrungen erheblich verbessern kann. Das bedeutet, dass eine geringere Anzahl von Bohrungen für die Entdeckung und später auch für die Abgrenzung einer Lagerstätte erforderlich ist, was zu erheblichen Kosteneinsparungen führen kann. Dies kann vor allem für kleine Explorierer von großer Bedeutung sein, da laut *Accenture* die durchschnittlichen Kosten für einen Bohrmeter von 103 USD im Jahr 2016 auf 201 USD im Jahr 2023 gestiegen sind.² Allerdings ist die KI stark von der Verfügbarkeit von Daten abhängig. Unzureichende oder falsche Daten führen zu falschen (oder weniger richtigen) Schlussfolgerungen. Aus diesem Grund, so Rajive Ganguli, Professor für Bergbautechnik an der University of Utah, funktioniert KI in datenarmen Regionen nicht allzu gut, und viele KI-Entdeckungen finden in bereits explorierten Gebieten statt.

2 Accenture: „From explore to ore – How data and AI can radically tighten the mineral exploration lifecycle“, April 2025

Wie KI den Betrieb einer Mine effizienter gestaltet

Der Einsatz der KI erstreckt sich deutlich weiter als nur in der Exploration. Sie kann ein breites Spektrum von Problemen angehen und dabei behilflich sein, die besten metallurgischen Lösungen und die besten und effizientesten Transportwege zu finden, potenzielle Ausfälle der eingesetzten Geräte vorherzusagen oder den gesamten Produktionsprozess in Form eines digitalen Zwillings zu modellieren. Das eigentliche Ziel ist jedoch die Verbesserung der Effizienz.

Metallurgie

Es ist eine Sache, ein Goldvorkommen, möglicherweise sogar ein großes, zu orten; eine andere, das Erz abzubauen, und eine ganz andere Sache, das Gold aus dem Erz zu gewinnen. Wenn die Metallurgie des Vorkommens zu komplex und die Ausbeute zu gering ist, kann es schlichtweg unrentabel sein, eine Mine zu errichten. Die KI kann jedoch verschiedene Aspekte der Untersuchungsergebnisse, wie z. B. den Goldgehalt, die Korngröße, die Härte des Erzes, den Ton-, Kohlenstoff- oder Sulfidgehalt usw., sowie die metallurgischen Testergebnisse auswerten und die erwartete Mahlbarkeit, die Laugungskinetik und die Ausbeute für jeden Erzblock separat modellieren. Diese Informationen können bei der Minenplanung verwendet werden, um die Abfolge der Minen und die Erzmischung zu optimieren.

Das Endergebnis sollte ein geringerer Energie- und Reagenzienverbrauch sowie eine höhere Goldausbeute sein. Selbst eine geringfügig verbesserte Ausbeute kann erhebliche Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaftlichkeit des Projekts haben. Nehmen wir an, eine Mine verarbeitet 5 Mio. Tonnen Erz pro Jahr und der Erzgehalt beträgt 1 g/t Gold. Bei einer Gewinnungsrate von 75 % wird die Mine etwa 120.600 Unzen Gold produzieren. Bei einer Ausbeute von 80 % sind es jedoch 128.600 Unzen Gold. Bei einem Goldpreis von 4.000 USD pro Unze ergibt dies eine den Gewinn steigernde Differenz von 32 Mio. USD.

Transport

Ein weiterer Bereich, in dem KI die Effizienz verbessern kann, ist der Transport. Der Transport des Erzes von der Mine zur Aufbereitungsanlage ist ein wichtiger Teil des gesamten Förderprozesses. Er ist auch für einen erheblichen Teil der Betriebskosten verantwortlich. Die KI kann Echtzeitdaten zu Verkehr, Wetterbedingungen, Geländeprofil usw. auswerten und die besten und effizientesten Routen finden. Neben den Routen kann sie auch die Geschwindigkeit der LKW auf einzelnen Streckenabschnitten optimieren, was nicht nur zu Zeit-, sondern auch zu Kraftstoffeinsparungen führen kann. *Laut einer kürzlich durchgeführten Studie von GEM Mining Consulting* kann die KI im Tagebau die Wartezeiten der LKW um bis zu 55 % und den Kraftstoffverbrauch um 6–21 % senken. Mit anderen Worten: KI kann dazu beitragen, die Zahl der benötigten LKW und die verbrauchte Treibstoffmenge zu verringern.

Newmont gilt als Vorreiter in diesem Bereich, da das Minenunternehmen beschlossen hat, 2020 die Goldmine *Boddington* mit der ersten autonomen Transportflotte auszustatten. *Die Investition in Höhe von 150 Mio. USD* soll einen IRR von 35 % generieren, die Lebensdauer der Mine um 2 Jahre verlängern und die Effizienz der Mine verbessern. Bis Ende 2022 hat die Flotte *mehr als 100 Mio. Tonnen Material* transportiert.

Produktionskette

Aber die KI kann auch dazu beitragen, die gesamte Produktionskette zu optimieren, nicht nur ihre einzelnen Teile. Hier kommen die digitalen Zwillingstechnologien ins Spiel. Digitale Zwillinge ermöglichen es dem Minenunternehmen, verschiedene Szenarien des Anlagenbetriebs unter wechselnden Bedingungen zu simulieren. Die KI kann

” *Tech-enabled transformation opens up a whole new horizon of possibilities. It equips companies with novel levers, tools, and opportunities to improve safety, productivity, and ways of working. The rewards will be far-reaching for companies that commit to it and approach it wisely.*

McKinsey

” *Goals are about the results you want to achieve. Systems are about the processes that lead to those results.*

James Clear

maßgeschneiderte Lösungen für verschiedene Erztypen anbieten, was einen optimaleren Energie-, Wasser- und Chemikalienverbrauch ermöglicht. Mit dieser Technik kann der Bergwerksbetreiber verschiedene Alternativen der Prozesskonfiguration simulieren, ohne reale Umwelt- oder finanzielle Risiken einzugehen. Der digitale Zwilling kann auf den gesamten Betrieb oder auf einen bestimmten Prozess angewendet werden. Ein Beispiel ist die Entwicklung eines KI-basierten metallurgischen Zwillings für die Lihir-Goldmine von Newmont. **Das Unternehmen nutzte die Geminex-Plattform von Metso**, um den Materialfluss und die metallurgischen Prozesse zu optimieren und die Variabilität der Erzzufuhr besser zu steuern. Metso selbst gibt an, dass seine Geminex-Zwillings-technologie dazu beiträgt, die betriebliche Effizienz zu steigern, Risiken zu verringern und die Ausbeute sowie die Nachhaltigkeit zu verbessern. Darüber hinaus **hilft sie auch bei der Schulung von Bedienern**.

„AI has by now succeeded in doing essentially everything that requires ‚thinking‘ but has failed to do most of what people and animals do ‚without thinking‘.

Donald Knuth

Eine weitere zukunftssträchtige KI-Innovation sind KI-basierte vorausschauende Wartungssysteme, die Algorithmen des maschinellen Lernens nutzen, um historische Daten sowie Echtzeitdaten auszuwerten, die von direkt in die Maschinen eingebetteten Sensoren geliefert werden, um Ausfälle von Anlagen vorherzusagen. Sensoren sammeln Daten über die Leistung, den Energieverbrauch oder den Wärmezustand einer bestimmten Anlage, und die KI nutzt historische Daten, um Anomalien zu erkennen und eine erhöhte Ausfallwahrscheinlichkeit vorherzusagen. Der Bergwerksbetreiber kann anschließend Maßnahmen ergreifen, um den Ausfall zu verhindern oder seine Auswirkungen zu minimieren. Dadurch können die Zahlungsströme besser geplant werden und, was noch wichtiger ist, lange Produktionsunterbrechungen vermieden werden. Dies trägt nicht nur dazu bei, ungeplante Stillstandszeiten erheblich zu reduzieren, sondern auch die Sicherheitsrisiken zu minimieren.

Noch wichtiger ist folgender Aspekt: Da das System aus früheren Ausfällen lernt, verbessert sich die Prognosequalität fortlaufend, was im Laufe der Zeit den Nutzen immer weiter erhöht. **Laut einer Studie von McKinsey können KI-gesteuerte vorausschauende Wartungssysteme die Ausfallzeiten von Anlagen um bis zu 50 % reduzieren.** Für eine mittelgroße Goldmine kann dies bedeuten, dass die negativen Auswirkungen auf die Einnahmen und den Cashflow um mehrere zehn Millionen US-Dollar geringer ausfallen, je nach Art der ausgefallenen Anlagen. **Eine Studie von Deloitte hat ergeben**, dass unsachgemäße Wartungsstrategien die Produktionskapazität einer Anlage um 5–20 % verringern können. Diese Zahl ist ein weiterer Beleg für die potenziellen Vorteile des Einsatzes von KI in vorausschauenden Wartungssystemen. Im Durchschnitt steigert die vorausschauende Wartung die Produktivität um 25 %, reduziert Ausfälle um 70 % und senkt die Wartungskosten um 25 %.

Umsatzeinbußen durch verfehlte Prognosen (2020–2024)

Unternehmen	Kupfer	Gold	Eisenerz	Zink	Nickel	Kohle	Gesamt
Anglo American	1.094		1.667		63	3.966	6.790
Barrick Gold	416	4.315					4.731
BHP	2.744		210		619	6.472	10.045
Fortescue Metals			308				308
Newmont	146	4.322		371			4.839
Nexa Resources				382			382
Rio Tinto	1.122		2.682				3.804
Teck Resources	1.941			163		2.022	4.126
Vale	1.679		9.532		930		12.141
Agnico Eagle		1.012					1.012
Freeport McMoran	2.347	362					2.709
Glencore	1.785			1.389	1.047	8.481	12.702
Gesamt	13.274	10.011	14.399	2.305	2.659	20.941	63.589

Quelle: Accenture, Incrementum AG

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass KI das Potenzial hat, den operativen Betrieb einer Mine erheblich zu verbessern und die Schwankungen bei den Produktionsmengen zu verringern. Dies kann erhebliche wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen.

Laut einer Studie von Accenture³, in der die 12-monatigen Produktionsprognosen und die tatsächlichen Produktionsergebnisse von 89 Minen untersucht wurden, die von 12 großen Minenunternehmen betrieben werden, wurden im Minensektor im Zeitraum 2020–2024 die Produktionsprognosen deutlich häufiger verfehlt als übertroffen. Die kumulierten entgangenen Einnahmen belaufen sich auf 63,6 Mrd. USD. Bei den in die Studie einbezogenen Goldminenunternehmen – Barrick, Newmont, Agnico Eagle – summieren sich die entgangenen Einnahmen in diesem Zeitraum auf 9,65 Mrd. USD. Laut Bernd Elser, Senior Managing Director bei Accenture, können Minenunternehmen, „by addressing the root causes and implementing recommended strategies, ... improve production predictability, minimise revenue misses and contribute to a successful net-zero transition“. Man kann davon ausgehen, dass ein großer Teil der Minderperformance durch den richtigen Einsatz verschiedener KI-basierter Technologien hätte verhindert werden können.

KI kann auch bei der Verbesserung der Sicherheit im Bergbau nützlich sein. Ein wichtiges Thema ist das Abraumanagement. In den vergangenen mehr als 100 Jahren wurde fast jedes Jahr mindestens ein Dammbruch eines Absetzbeckens verzeichnet. In vielen Fällen handelte es sich um relativ kleine Schäden, die nur begrenzte Auswirkungen auf den Bergbaubetrieb, die Umwelt und die Gesundheit der Bevölkerung hatten. In einigen Fällen waren die Schäden jedoch verheerend, wie in Mariana, Brumadinho, Mount Polley, Baia Mare usw. Die KI hat jedoch das Potenzial, ähnliche Situationen zu verhindern.

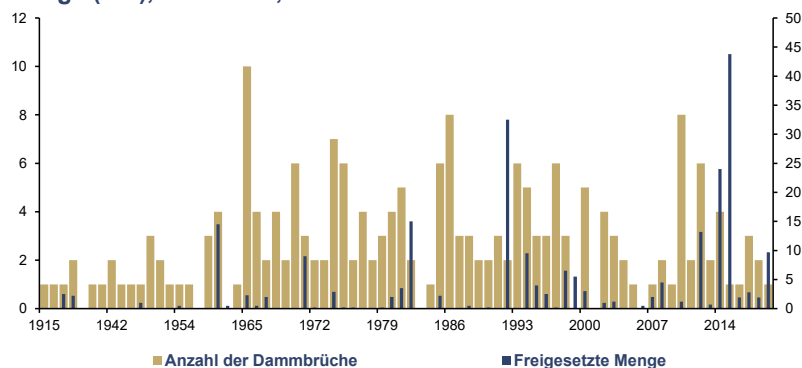
„Vorhersagen sind sehr schwierig, besonders wenn es um die Zukunft geht.“

Niels Bohr

„Everybody wants to save the earth; nobody wants to help Mom do the dishes.“

P. J. O'Rourke

Absetzbecken, Anzahl der Dammbrüche (lhs), und freigesetzte Menge (rhs), in Mio. m³, 1915–2019



Quelle: Engineering Geology Vol. 303, Incrementum AG

incrementum

Bei der Bewirtschaftung von Abraumhalden kann die KI dazu beitragen, Dammbrüche und Leckagen von Abraumhalden besser vorherzusehen und damit auch zu verhindern. KI kann Mikrobewegungen oder Verformungstendenzen erkennen oder sogar vorherzusagen, die ein menschliches Auge übersehen kann. **Die Verhinderung von Dammbrüchen bedeutet geringere Umweltauswirkungen und mehr Sicherheit.** Die Minenunternehmen sammeln Daten über Temperatur, Niederschlag, Bodenfeuchtigkeit oder seismische Verschiebungen. KI kann diese Daten zusammen mit Satellitenbildern oder von Drohnen gesammelten Daten effizienter verarbeiten und die kritischsten Bereiche identifizieren. Sie kann die Daten sogar kontinuierlich, rund um die Uhr, auswerten. KI kann auch dazu beitragen, das Wassermanagement und Strandböschungen zu optimieren, um die Lebensdauer von Abraumhalden zu verlängern.

Die KI kann auch eingesetzt werden, um die allgemeine Sicherheit des Bergbaubetriebs auf vielfältige Weise zu verbessern. Sie kann Live-Videostreams überwachen, um potenziell gefährliche Verschiebungen in der Topografie, einen Anstieg

„It is important to protect the environment while pursuing economic and social progress – to achieve harmony between man and nature, and harmony between man and society.“

Xi Jinping

Laut einer Studie von McKinsey können KI-gesteuerte vorausschauende Wartungssysteme die Ausfallzeiten von Anlagen um bis zu 50 % reduzieren.

des Wasserstands oder sogar das Auftauchen verdächtiger Personen in Sperrgebieten zu erkennen. Auch kann die KI erkennen, ob sich Personen in gefährlichen Bereichen aufhalten – z. B. zu nahe an schweren Maschinen – und sowohl die Person als auch den Maschinenführer warnen.

Ein Beispiel für die Verbesserung der Sicherheit in Bergwerken durch KI ist das von *Almonty Industries* und *Korea Telecom* entwickelte System *Mine Safety DX*. Mit Smart Tags ausgestattete Armbänder und Helme überwachen die biologischen Funktionen der Bergmänner, und die KI bewertet den Grad ihrer Müdigkeit, so dass sie gewarnt oder aus gefährlichen Bereichen entfernt werden können. Darüber hinaus verfolgen die Tags auch die Position der Minenarbeiter und die KI sendet automatisch eine Warnung, wenn die Minenarbeiter ein gefährliches Gebiet betreten.

com entwickelte System *Mine Safety DX*. Mit Smart Tags ausgestattete Armbänder und Helme überwachen die biologischen Funktionen der Bergmänner, und die KI bewertet den Grad ihrer Müdigkeit, so dass sie gewarnt oder aus gefährlichen Bereichen entfernt werden können. Darüber hinaus verfolgen die Tags auch die Position der Minenarbeiter und die KI sendet automatisch eine Warnung, wenn die Minenarbeiter ein gefährliches Gebiet betreten.

Wie die KI die Verpflichtungen nach einer Betriebseinstellung reduziert

„*To build may have to be the slow and laborious task of years. To destroy can be the thoughtless act of a single day.*

Winston Churchill

Die Verpflichtungen eines Minenunternehmens enden nicht, wenn die Förderung eingestellt wird. Denn das Abbaugelände muss nach dem Ende der Förderung wieder instandgesetzt werden. Dazu gehören der Abbau der Infrastruktur, die Entfernung der Maschinen und Geräte, das Auffüllen der offenen Gruben oder ihre Umwandlung in Seen, die Umgestaltung der Hügel und Anhöhen, um die natürliche Entwässerung zu unterstützen und die Erosion zu verringern, das Ersetzen des Mutterbodens durch fruchtbaren Boden, das Anpflanzen einheimischer Gras- und Baumarten usw. Ziel ist es, das alte Minengelände praktisch verschwinden zu lassen und die Herrschaft der Natur wiederherzustellen. Die KI kann bei diesen Prozessen helfen. Sie kann die Satellitenbilder verarbeiten, um Anzeichen von Pflanzenschwund, Bodenerosion oder anormaler Wasseransammlung zu erkennen, sodass diese Probleme beseitigt werden können, bevor sie außer Kontrolle geraten. Sie kann auch bei der Identifizierung bestimmter Verschmutzungsquellen helfen, falls erhöhte Verschmutzungswerte festgestellt werden.

Ein besonderes Problem stellen die Abraumhalden dar. Sie müssen noch lange nach Beendigung der Bergbautätigkeit überwacht werden, da sie eine dauerhafte Gefahr für die Umwelt darstellen. Sie enthalten oft eine beträchtliche Menge an wertvollen Metallen, die mit den ursprünglichen Abbaumethoden nicht gewonnen werden konnten. Die KI kann beim Recycling von Abraum helfen, indem sie den Prozess auf Grundlage geologischer und metallurgischer Daten optimiert. Dieser Prozess kann nicht nur erhebliche ökologische, sondern auch wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen. So erwartet *Vale*, dass im Jahr 2030 etwa 10 % seiner Eisenerzproduktion aus dem Recycling von Abraum stammen werden.

Fazit

„*Let us not seek to fix the blame for the past. Let us accept our own responsibility for the future.*

John F. Kennedy

Alle diese Verfahren werden bereits eingesetzt, wenn auch oft nur isoliert. In Zukunft besteht jedoch das Potenzial, alle diese Prozesse im Rahmen der agenten-gestützten KI zusammenzuführen. Agenten-KI ist die nächste Generation der KI, die autonom und rund um die Uhr funktionieren soll. Mit anderen Worten: Es ist durchaus möglich, dass in nicht allzu ferner Zukunft die agentenbasierte KI ununterbrochen riesige Mengen an Live-Daten aus allen möglichen Bereichen der Bergbauproduktionskette auswertet und die Bergbauarbeiten in Echtzeit optimiert. Wenn beispielsweise die Erzgehalte unerwartet sinken oder die Metallurgie in einem abzubauenen Block komplexer ist als vorhergesagt, kann der KI-Agent die Abbaureihenfolge ändern, um die Mühle

mit einer optimaleren Erzmischung zu beschicken, mit dem Ziel, die negativen Auswirkungen auf das Produktionsvolumen zu minimieren. Oder wenn der Algorithmus für die vorausschauende Instandhaltung einen bevorstehenden Ausfall einer Anlage anzeigt, kann der KI-Agent eine neue Anlage bestellen und gleichzeitig die Produktionskette ändern, um die gefährdete Anlage zu entlasten und das Risiko eines Ausfalls zu verringern, bevor der Ersatz eintrifft.

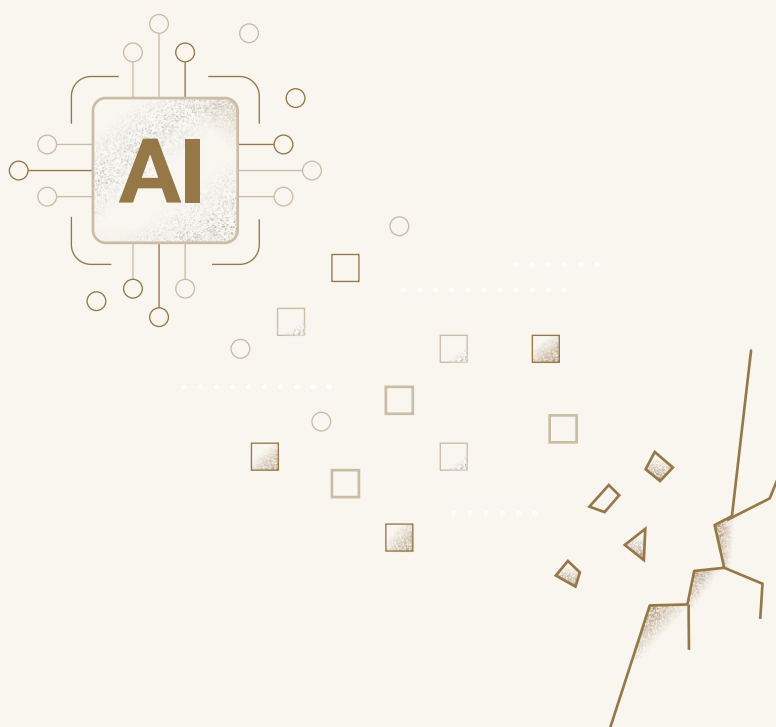
Die KI kann die Satellitenbilder verarbeiten, um Anzeichen von Pflanzenschwund, Bodenerosion oder anormaler Wassersammlung zu erkennen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Bergwerk in 20 Jahren, vielleicht sogar schon früher, Augen – verschiedene Sensoren –, Ohren – akustische Sensoren – und ein eigenes Gehirn – verschiedene KI-Anwendungen und KI-Agenten – haben wird, die sich um einen hocheffizienten, sicheren und umweltfreundlichen Bergbaubetrieb kümmern werden. **Das Bergwerk der Zukunft wird wahrscheinlich nicht voll von menschenähnlichen Robotern sein, und es wird auch nicht voll von menschlichen Sklaven sein, die ihren KI-Herrschern dienen.** Es wird ein hocheffizienter, vollautomatischer Betrieb sein, in dem ein Angestellter lediglich mit der Kontrolle der Abläufe betraut sein wird.

Allerdings gibt es auch Hindernisse, die überwunden werden müssen. Die vollständige Implementierung von KI-Agenten in einen Bergbaubetrieb kann teuer und technisch anspruchsvoll sein, insbesondere wenn es sich um ein bereits in Betrieb befindliches Bergwerk handelt. Bei einem Bergwerk, das erst errichtet wird, könnte der Prozess einfacher und etwas weniger kostspielig sein. Ein weiteres Problem ist, dass die Minenunternehmen Expertenteams benötigen, die in der Lage sind, maßgeschneiderte KI-Agenten für jede einzelne Mine zu entwickeln und zu betreiben. Vor allem in den ersten Jahren ist es schwierig, eine Einheitslösung zu erwarten, die so anpassungsfähig ist, dass sie für jede Mine geeignet ist. Außerdem stellt sich die ethische und sicherheitstechnische Frage nach der Einbeziehung des menschlichen Faktors. Mit anderen Worten: Inwieweit sollte die KI das Bergwerk autonom verwalten, und wann soll – oder muss – der Faktor Mensch eingesetzt werden? ■

” *With artificial intelligence we are summoning the demon.*

Elon Musk





Creating Value That Endures

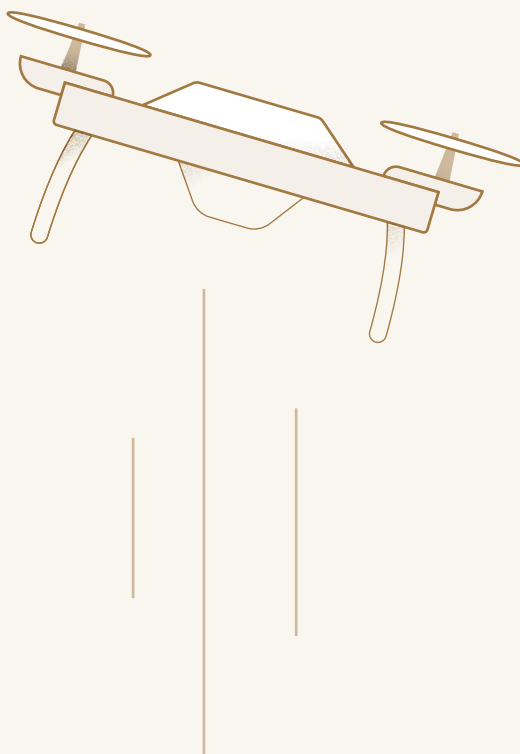
Newmont is the global leader in gold production, with an unrivaled portfolio of world-class gold operations and projects in the most favorable mining jurisdictions. Our investments in our people, our assets and our communities position us for decades of value creation for our stakeholders.



TM

Learn more at [newmont.com](https://www.newmont.com)

Innovieren oder untergehen: Der Minensektor am Scheideweg



Key Takeaways

- Die breite Einführung von Innovationen, die in den letzten Jahren im Goldminensektor stattgefunden hat, ist eine Reaktion auf Entwicklungen wie sinkende Erzgehalte, Wasserknappheit, höhere Treibstoff-/Energiekosten und die Dekarbonisierung.
- Die Dekarbonisierung verändert den betrieblichen Alltag durch batterieelektrische Fahrzeuge, Trolley-Assist-Systeme, Wasserstoffpilotprojekte und IPCC mit dem Ziel, den Dieselverbrauch und die Emissionen sowie manchmal auch den Belüftungsbedarf zu senken, was jedoch häufig mit höheren Investitionskosten und Infrastrukturanforderungen einhergeht.
- Explorationsarbeiten werden durch bessere Sensoren und Bohrsteuerung immer schneller und billiger: UAV-Geophysik (Drohnen) für frühzeitiges Screening und Kartierung, faseroptische DAS für die seismische Überwachung von Bohrlöchern sowie Richtungsbohrungen und drehbare, steuerbare Systeme
- Innovationen in der Aufbereitung und im Abfallmanagement, wie z. B. die Thiosulfatauslaugung oder die Trockenlegung von Abraummalden, zielen auf die Reduzierung von Energie, Wasser, Toxizität und Risiken ab.

No decision in business provides greater potential for the creation of wealth ... than the choice of which innovation to back.

Robert Heller

„*Stone Age. Bronze Age. Iron Age. We define entire epochs of humanity by the technology they use.*

Reed Hastings

„*Innovation is more than having new ideas: it includes the process of successfully introducing them or making things happen in a new way. It turns ideas into useful, practicable and commercial products or services.*

John Adair

Manche Innovationen haben enorme Auswirkungen auf die gesamte Gesellschaft. So gilt beispielsweise die Erfindung des Rades als eine der wichtigsten technischen Innovationen in der Geschichte der Menschheit. Manche Innovationen sind so wichtig, dass sie eine ganze Epoche prägen. Das gilt zum Beispiel für die Bronzezeit. In den letzten hundert Jahren hat sich das Innovationstempo deutlich beschleunigt, und die Menschheit ist von Pferdekutschen und Dampflokomotiven auf Autos, Flugzeuge und Raumschiffe umgestiegen, hat Atomwaffen und Kernenergie entwickelt, Mobiltelefone, Computer und das Internet erfunden und befindet sich gerade in der Anfangsphase der KI-Revolution.

Innovationen haben im Goldminensektor ihre Spuren hinterlassen. In den letzten Jahren mussten sich die Goldminenunternehmen zahlreichen Herausforderungen stellen, die von sinkenden Erzgehalten und zunehmender Wasserknappheit über steigende Treibstoff- und Energiekosten bis hin zum zunehmenden Druck zur Dekarbonisierung des Betriebs reichen. **Und trotz der hohen Innovationsaktivität dauert von der Entdeckung eines neuen Vorkommens bis zum Förderbeginn nach Angaben von Accenture im Durchschnitt 40 % länger als noch vor 15 Jahren.**¹ Die Goldproduzenten müssen sich anpassen und innovativ sein, um den wachsenden Anforderungen von Regulierungsbehörden, Investoren und anderen Interessengruppen gerecht zu werden.

Die wohl wichtigste der jüngsten Innovationen ist die breite Einführung von KI, die das Potenzial hat, das Gesicht der Branche völlig zu verändern.² Es gibt jedoch auch zahlreiche Innovationen, die nicht auf KI beruhen und von der Goldminenindustrie in verschiedenen Phasen des Minenzyklus eingesetzt werden. Einige von ihnen wurden bereits in früheren Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports behandelt, z. B. „Asteroi- den- und Tiefseebergbau: Science-Fiction oder die nächste Innovationswelle im Minensektor?“ im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ oder „Mining & Technologie“ im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“. Nicht alle von ihnen sind völlig neu, einige wurden lediglich angepasst. Ihre positiven Auswirkungen haben sich jedoch in den letzten Jahren deutlich bemerkbar gemacht.

¹ Accenture: „From explore to ore – How data and AI can radically tighten the mineral exploration lifecycle“, April 2025

² Siehe Kapitel „Die KI hält Einzug in den Minensektor“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Die folgende Tabelle zeigt zwei wesentliche Dinge. Erstens ist die Zahl der Innovationen recht groß, obwohl in der Tabelle nur einige von ihnen aufgeführt sind. Zweitens sind die Innovationen in verschiedenen Bereichen des Bergbaubetriebs und in unterschiedlichen Phasen des Produktionszyklus zu finden.

Innovationen (ohne KI) in der Wertschöpfungskette des Minensektors

Wertschöpfungsstufe	Innovation	Primärer Vorteil bzw. Einsatzbereich
Explorationsarbeit & Entdeckung	UAV/Drohnen-Geophysik (Magnetik, Radiometrie, EM), faseroptische verteilte akustische Sensorik (DAS)	Schnellere Zielsuche und Kartierung, verbesserte Auflösung in abgelegenen Gelände, bessere und schnellere Darstellung des Untergrunds, Verbesserung der Erfolgsquote bei Bohrungen
Bohrungen & Ressourcenbestimmung	Richtbohrungen (Abzweigbohrungen), MWD/LWD, rotierende lenkbare Systeme (RSS)	Geringerer Bedarf an Bohrplatten/-kragen, höhere Trefferquote, verbesserte Positionierung der Abschnitte, schnellere Ressourcendefinition
Probenahme, Untersuchung & frühe Testarbeiten	PhotonAssay, frühes metallurgisches Screening zur Verringerung des Risikos der Erzvariabilität	Kürzere Entscheidungszyklen, verbesserte Repräsentativität der Probenahmen für Grobgold, geringeres Studienrisiko durch frühere Identifizierung von Verarbeitungseinschränkungen
Minenplanung und -ausführung	Batterieelektrische Bergbaufahrzeuge (BEVs), Konzepte für Trolley-Assist-Systeme und dynamisches Aufladen, Wasserstoff-Pilotprojekte, IPCC mit getriebelosen Förderantrieben	Geringerer Dieselvebrauch und geringere Emissionen, geringerer Belüftungsbedarf im Untertagebergbau, potenzielle Produktivitätssteigerungen, niedrigere Transportkosten und verbesserte Energieeffizienz
Aufbereitung & Metallurgie	HPGR (Hochdruckmahlwalzen), Grobpartikelflotation (CPF), Thiosulfatlaugung	Geringere Zerkleinerungsenergie, potenzielle Steigerung der Ausbeute, geringerer Wasser- und Reagenzienintensität, verbesserte Flowsheet-Optionen für komplexe/refraktäre Erze
Abraum- und Wassermanagement	Trockener (gefilterter) Abraum	Geringeres Ausfallrisiko der Abraummalden, kleinerer Platzbedarf, geringerer Wasserverbrauch, verbessertes Genehmigungsrisiko, verbessertes ESG-Profil, langfristige Haftungsreduzierung
Sicherheit, Gefahrenabwehr & ESG	Drohnen für Sicherheitsinspektionen, Hangüberwachung und Sicherheitsanwendungen, Elektrifizierung zur Reduzierung von Wärme, Lärm und Emissionen	Weniger Zwischenfälle durch Ferninspektionen, bessere Einhaltung und Überwachung, bessere Arbeitsbedingungen und weniger Schadstoffe vor Ort
Schließung und Wiederherstellung	Geomorphische Gestaltung von Landformen, Planung von Phytosanierung und ökologischer Wiederherstellung, unterstützt durch Überwachung	Stabilere, natürliche Entwässerung und Erosionsschutz, geringere langfristige Stilllegungskosten und -verbindlichkeiten, bessere Landnutzung nach dem Bergbau

Quelle: Incrementum AG

Mehr Elektrizität, weniger CO₂

Die Elektrifizierung des Transportwesens war in den letzten zehn Jahren ein allgemeiner Trend, der sich auch auf den Goldminensektor ausgewirkt hat. Die Einführung von Elektrofahrzeugen ist aus mehreren Gründen wichtig. Sie reduziert nicht nur die Emissionen, was den Minenunternehmen hilft, ihre ESG-Ziele zu erreichen, sondern trägt auch zu einer erheblichen Senkung der Betriebskosten bei, da Strom in der Regel billiger ist als Diesel. Elektrostapler verfügen über ein sofortiges Drehmoment, und außerdem kann bei Abwärtsfahrten ein großer Teil der Energie zurückgewonnen werden. Eine Studie von IDTechEx kommt zum Ergebnis, dass ein 150-Tonnen-Elektrotransporter während seiner Lebensdauer über 5,5 Mio. USD an Energiekosten einsparen kann. Ein weiterer Vorteil ist die geringere Anzahl beweglicher Teile in Elektromotoren, was zu weniger Ausfällen und niedrigeren Wartungskosten führt.

Durch den Einsatz emissionsfreier Fahrzeuge wird außerdem der Bedarf an umfangreichen Bewetterungssystemen beim Untertagebergbau verringert. Dies führt zu einer weiteren Senkung der Betriebs- und auch der Investitionskosten. Elektrofahrzeuge verbessern auch die Arbeitsbedingungen in den Bergwerken, da sie weniger Lärm, Wärme und Emissionen erzeugen. Natürlich gibt es auch Nachteile. Batteriepakete sind groß, was die Nutzlastkapazität begrenzt. Das Aufladen der Batterien nimmt mehr Zeit in Anspruch als das einfache Betanken mit Diesel. Außerdem kann die Kapazität der Batterien unter harten Winterbedingungen schnell nachlassen, was die Elektrofahrzeuge für arktische oder subarktische Regionen ungeeignet macht, insbesondere für Tagebaue. Es fallen zusätzliche Kosten für den Aufbau der Infrastruktur an, etwa für Ladestationen, ein verstärktes Stromnetz oder sogar ein neues Kraftwerk. Außerdem sind die Elektrostapler allein schon teurer als ihre Diesel-Pendants. Während sie die Betriebskosten senken, erhöhen sie jedoch die Kapitalkosten. Laut einer Studie von Grand View Research dürfte der Markt für elektrische Minenausrüstung mit einem Volumen von derzeit 3,05 Mrd. USD dennoch mit einer CAGR von 15,2 % wachsen und bis 2033 ein Volumen von 10,5 Mrd. USD erreichen.

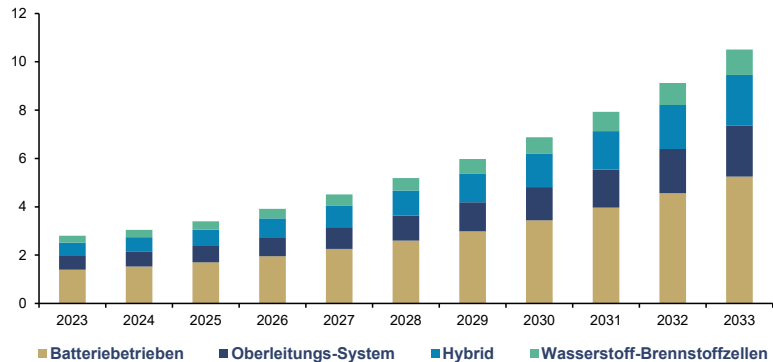
„Any conversation I have about innovation starts with the ultimate goal.

Sergej Brin

„Innovation distinguishes between a leader and a follower.

Steve Jobs

Markt für elektrische Bergbaumaschinen, nach Energiequelle, in Mrd. USD, 2023–2033e



Quelle: Grand View Research, Incrementum AG



„Synergy is the bonus that is achieved when things work together harmoniously.

Mark Twain

„If you don't innovate fast, disrupt your industry, disrupt yourself, you'll be left behind.

John Chambers

„Any sufficiently advanced technology is indistinguishable from magic.

Arthur C. Clarke

Eine weitere Technologie, die den Kraftstoffverbrauch und die CO₂-Bilanz der Minenförderung reduziert, sind Trolley-Assist-Systeme. Sie ermöglichen es den Muldenkippern, bei Steigungen schneller zu fahren. Dies trägt dazu bei, den Kraftstoffverbrauch zu senken, die CO₂-Bilanz zu verringern, die Lebensdauer der LKW-Motoren zu verlängern und die Umlaufzeiten der LKW zu verkürzen. Eine in der Copper-Mountain-Mine vorgenommene Studie zeigt, dass das Trolley-Assist-System die Steiggeschwindigkeit der Förderfahrzeuge um 59 % erhöht. Die Betriebskosten pro Tonne geförderten Materials werden hingegen um 16 % und die Kohlendioxidemissionen um 42 % reduziert.³ Ein weiterer Entwicklungsschritt sind die dynamisch aufladbaren Batterietrolleys, die das Aufladen der Batterien während der Fahrt ermöglichen, sodass keine Ladepausen mehr nötig sind.

Die Elektrifizierung von Minenfahrzeugen ist jedoch nicht die einzige Möglichkeit, um die Kraftstoffkosten und die Umweltverschmutzung zu reduzieren. Eine andere Möglichkeit wurde von Anglo American 2022 durch die Einführung eines 2-MW-Wasserstoff-Batterie-Hybrid-Förderfahrzeugs in seiner Mogalakwena PGM-Mine aufgezeigt. Nach Angaben von Anglo American handelt es sich dabei um den größten wasserstoffbetriebenen LKW für den Gütertransport. Technisch gesehen handelt es sich um einen LKW Komatsu 930E, bei dem der Dieselmotor durch Wasserstoff-Brennstoffzellen und ein Batteriepaket ersetzt wurde. Er wiegt 220 Tonnen und kann bis zu 290 Tonnen Material transportieren. Das entspricht dem Gewicht von 50 Elefanten oder 220 PKW. Nach Angaben des Unternehmens könnte eine vollständige Einführung dieses LKW-Typs die Diesel-Emissionen in den Tagebauen um etwa 80 % reduzieren.

Leider kann das Projekt dennoch nicht als Erfolg gewertet werden. Es stellte sich heraus, dass der Aufbau einer Wasserstoffinfrastruktur vor Ort mehr Zeit benötigt und teurer ist als ursprünglich erwartet. Nach einer Änderung der Prioritäten stellte Anglo American die Finanzierung von First Mode, dem Unternehmen, das hinter den Lastwagen stand, ein, und es meldete Insolvenz an. Die Idee, Wasserstoff für den Antrieb von Bergbaumaschinen zu verwenden, ist jedoch nicht tot, denn im Februar 2025 begann Komatsu mit der Erprobung seines mit einem Wasserstoffverbrennungsmotor ausgestatteten LKW HD785. Dabei handelt es sich jedoch um eine andere wasserstoffbasierte Technologie.

In der Zwischenzeit hat Caterpillar die C13D-Motorenplattform entwickelt, die den Einsatz von erneuerbaren Treibstoffen wie 100 % HVO oder B100 destilliertem Biodiesel ermöglicht, und entwickelt auch eine Wasserstoff-Hybridlösung für die C13D-Motorenplattform. Und auch die chinesische Konkurrenz schläft nicht. Erst im Februar 2026 präsentierte XCMG Prototypen eines vollelektrischen ultragroßen Radladers, der im Rahmen einer Partnerschaft mit Fortescue entwickelt wurden. Etwa 100 dieser Geräte

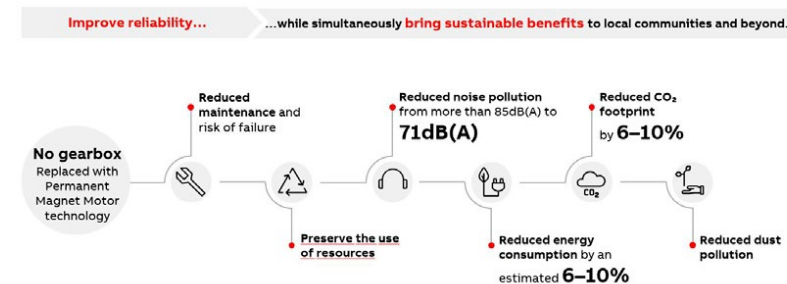
³ Fujimaki, K.: „A Case Study of the Trolley Assist System at the Copper Mountain Mine“, in: 12th International Copper Conference COPR, Springer, 13. November 2025

sollen in der Pilbara-Mine zum Einsatz kommen, um das Ziel zu erreichen, die CO₂-Emissionen bis 2030 auf null zu reduzieren. Das Angebot an Elektrofahrzeugen wird auch von SANY, LiuGong und Zoomlion erweitert. Die gleichen Unternehmen entwickeln auch wasserstoffbetriebene Fahrzeuge.

Das Ziel, die CO₂-Emissionen zu reduzieren, führte auch zur Einführung oder genauer gesagt zur Wiedereinführung von Grubenbrecher- und Förderanlagen (In-Pit Crushing and Conveying, IPCC). Das Konzept ist nicht neu, es geht auf die Mitte des 20. Jahrhunderts zurück. Das Erz wird direkt in der Grube gebrochen und anschließend über Förderbänder zur Aufbereitungsanlage transportiert. Da die Förderbänder mit Strom betrieben werden, sind keine Lastwagen mehr erforderlich, und der Kraftstoffverbrauch und die Emissionsmenge werden reduziert. Die größte Innovation bei diesem System ist der Einsatz von getriebelosen Förderbändern. Sie verwenden leistungsstarke Elektromotoren, die die Riemenscheibe direkt und ohne Getriebe antreiben. Die getriebelosen Systeme sind sowohl für lange Strecken als auch für steile Anstiege geeignet. **Außerdem bedeutet der Verzicht auf Getriebe weniger Verschleißteile, weniger Brüche, längere Wartungsintervalle und niedrigere Betriebskosten.** Auf der anderen Seite sind getriebelose Fördersysteme deutlich teurer als die klassischen Systeme. Daher ist ihr Einsatz vor allem für Bergwerke mit großer Tonnage und langer Lebensdauer effizient. Zu den größten Herstellern von getriebelosen Förderanlagen gehören ABB und Siemens. **Nach Angaben von ABB** haben getriebelose Förderer eine um mehr als 10 Jahre längere Lebensdauer als herkömmliche Förderbänder, sie sind außerdem deutlich leiser – 73 dB gegenüber 85 dB – und reduzieren den Energieverbrauch und den CO₂-Fußabdruck um 6–10 %.

„Do more with less – go gearless.“
ABB

Vorteile von IPCC-Systemen



Quelle: ABB: „Green conveyor systems driven by slow-speed gearless drives in the Czech Republic“

Innovation in der Explorationsarbeit

Auch in der Explorationsarbeit gibt es zahlreiche Innovationen. Eine der wichtigsten Neuerungen in diesem Bereich, vor allem in der Anfangsphase, ist der Einsatz von Drohnen zur Durchführung von geophysikalischen Untersuchungen. Die Drohnenplattformen können die gesamte Ausrüstung tragen, die für die Durchführung geomagnetischer Untersuchungen erforderlich ist. Im Vergleich zu klassischen Flugzeugen mit menschlicher Besatzung sind Drohnen viel billiger und die Logistik ist einfacher. Sie können auch in schwer zugänglichen Gebieten und unter schlechteren Wetterbedingungen operieren, ohne die Drohnenoperatoren zu gefährden. Eine wichtige Innovation sind auch hochauflösende Satellitenbilder in Kombination mit KI, die von Unternehmen wie CAP2, Terra AI oder Earth AI bereitgestellt werden.⁴

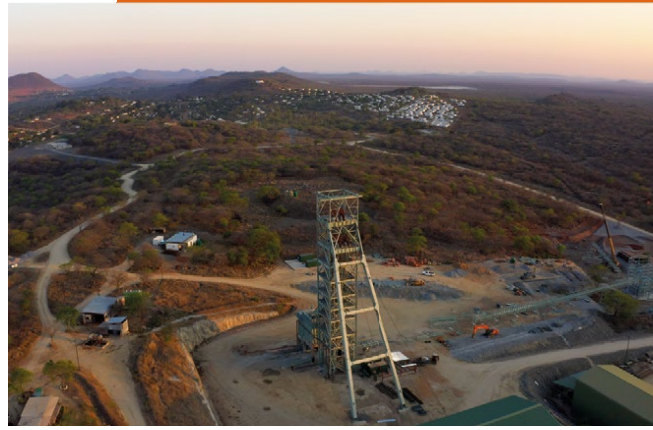
„Exploration is the engine that drives innovation. Innovation drives economic growth.“
Edith Widder

Eine weitere Innovation ist das *Distributed Acoustic Sensing* (DAS). Bei dieser Technologie werden Glasfaserkabel verwendet, um eine Abfolge von akustischen Sensoren zu erstellen, die anstelle von klassischen Geophonen für die vertikale seismische Profilierung in Bohrlöchern eingesetzt werden können. Die DAS-Systeme haben zahlreiche Vorteile. Sie ermöglichen eine kontinuierliche Überwachung über die gesamte

„One accurate measurement is worth a thousand expert opinions.“
Grace Hopper

⁴ Siehe Kapitel „Die KI hält Einzug in den Minensektor“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Investing in Disciplined Gold Growth



Proven Producer:
Consistent gold production and quarterly dividends since 2012



Growth Pipeline:
Strategic assets in Bilboes and Motapa for disciplined expansion



Cash Generation:
Blanket Mine delivers ~75,000 oz annually with extended mine life



Zimbabwe Experience:
Strong local relationships with 100% in-country employment

Strategy & Outlook

1. Maximise Value:
Optimising Blanket operations in high gold price environment

2. Prudent Development: Value-focused approach to Bilboes with minimized risk

3. Exploration Upside:
Promising Motapa results create flexible pathway to multi-asset growth

Länge des Bohrlochs. Außerdem sind sie deutlich langlebiger und ihr Einsatz ist kostengünstiger. Theoretisch kann das Glasfaserkabel jahrzehntelang im Bohrloch verbleiben und immer noch funktionstüchtig sein. Ein großer Vorteil ist auch die viel schnellere und einfachere Installation. Zudem sind die Geophone empfindlicher und können schwache Signale besser auffangen.

Auch im Explorationsprozess gibt es zahlreiche Innovationen. Die Idee des gerichteten Diamantbohrens ist zwar nicht neu, doch wurde sie in den letzten Jahren durch zahlreiche technologische

Verbesserungen weiterentwickelt. Das gerichtete Diamantbohren ermöglicht es, das Bohrloch auf einem bestimmten Weg zu führen, der von einer einfachen vertikalen Trajektorie abweicht. Dies ermöglicht nicht nur das horizontale Bohren. Es ermöglicht auch das Bohren zahlreicher Abzweigungen von einem einzigen Hauptbohrloch aus, was die Anzahl der für die Erschließung einer Lagerstätte erforderlichen Bohrungen erheblich reduzieren kann. Das bedeutet niedrigere Kosten, geringere Umweltauswirkungen und schnellere Bohrungen. Weitere Innovationen sind beispielsweise Technologien wie MWD („Measurement While Drilling“) und LWD („Logging While Drilling“), die die zeitgleiche Erfassung und Auswertung von Daten während des Bohrvorgangs ermöglichen. Auf Grundlage dieser Daten kann der Bohreräteführer die Bohrrichtung operativ ändern. Darüber hinaus ermöglichen es die *Rotary Steerable Systems*, die Bohrrichtung zu ändern, ohne das Bohrerät anzuhalten, was zu einer erheblichen Zeiterparnis führen kann.

Eine Innovation, die direkt für den Goldminensektor bestimmt ist, ist die *PhotonAssay*-Technologie. Sie basiert auf der Gamma-Aktivierungsanalyse, bei der leistungsstarke Röntgenstrahlen eingesetzt werden, um Goldatome in der Erzprobe zu aktivieren. Nach Angaben von *Csiro*, dem Entwickler dieser Technologie, ist sie im Vergleich zu klassischen Brandprobenverfahren wesentlich schneller, genauer und umweltfreundlicher. Das Potenzial dieser Technologie wird durch das Interesse von Minenunternehmen bestätigt. Im Vorjahr erwarb *McEwen Mining* eine 31%ige Beteiligung an *Britannia Mining Solutions Inc.*, einem weiteren Anbieter der *PhotonAssay*-Technologie.

Im Vergleich zu SAG-Mühlen ist das HPGR-Verfahren energieeffizienter, da es nicht nur das Erz bricht, sondern auch Mikrobrüche erzeugt, die eine bessere Auslaugung und höhere Ausbeute ermöglichen.

„The best way to predict the future is to create it.

Alan Kay

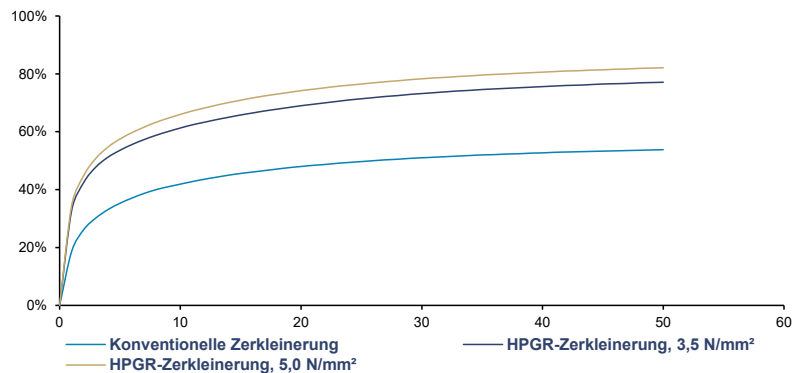
Fortschritte in der Erzaufbereitung und Metallurgie

Im Bereich der Metallurgie und der Erzaufbereitung wurden in den letzten Jahren zahlreiche Innovationen eingeführt. Ein Beispiel dafür sind die Hochdruckmahlwalzen („high-pressure grinding rolls“, HPGR). Obwohl es sich hierbei um keine neue Technologie handelt, hat sie sich im Goldminensektor erst in den letzten Jahren durchgesetzt. Traditionell wurden in den Goldminen SAG-Mühlen verwendet, in denen das Erz mit Stahlmahlkugeln zerkleinert wird. Beim HPGR-Verfahren wird das Erz zwischen zwei rotierenden Stahlwalzen zerkleinert. Dadurch wird das Erz in Flocken aufgebrochen, die sich viel leichter weiterverarbeiten lassen. Im Vergleich zu SAG-Mühlen ist das HPGR-Verfahren energieeffizienter, da es nicht nur das Erz bricht, sondern auch Mikrobrüche erzeugt, die eine bessere Auslaugung und höhere Ausbeute ermöglichen. Aufgrund des geringeren Wasser- und Energieverbrauchs, des geringeren Lärms und der geringeren Staubentwicklung ist auch die Umweltbelastung insgesamt geringer. Andererseits sind HPGR-Anlagen teurer, die Walzen können bei zu hartem Erz relativ schnell verschleifen, und ihr Betrieb ist komplexer.

„No decision in business provides greater potential for the creation of wealth (or its destruction, come to think of it) than the choice of which innovation to back.

Robert Heller

Auswaschung nach Technologie, 0–50 Tage



Quelle: Enduron High Pressure Grinding Rolls, Incrementum AG



„The most dangerous kind of waste is the waste we do not recognize.“

Shigeo Shingo

Eine wichtige Innovation ist die Grobpartikelflotation („coarse particle flotation“, CPF). Im Vergleich zu klassischen Flotationstechnologien ermöglicht die CPF die Flotation von bis zu 5x größeren Erzpartikeln. Die CPF nutzt Wirbelschichten, hoch-energetische Blasenbildung und Zonen mit geringer Turbulenz, um grobe Partikel in der Schwebelage zu halten und an die Luftblasen zu binden. Diese Technologie erfordert eine wesentlich geringere Zerkleinerung des Erzes, was den Energieverbrauch erheblich senkt. Darüber hinaus nimmt das Mahlen weniger Zeit in Anspruch, was die Verarbeitungskapazität des gesamten Prozesses (gemäß Flowsheet) verbessern kann. CPF ermöglicht auch eine höhere Ausbeute, einen geringeren Wasserverbrauch und eine Verringerung des Volumens an ultrafeinem Material, das sich viel schwerer in den Abgängen absetzt. Einer vor kurzem durchgeführten Studie zufolge kann das Eriez-HydroFloat-CPF-System die konventionelle Flotationskapazität um 40 % erhöhen sowie den Energieverbrauch beim Mahlen um 30–50 % und die Kosten für das Abraumanagement um 30 % senken. Die Nachteile der CPF sind höhere Kapitalkosten, sie ist nicht für alle Erzarten geeignet und größere Partikel können zu einem schnelleren Verschleiß einiger Anlagen führen.

„Mining is essential to extracting the minerals people need for the green economy, but it is essential to do so responsibly to protect the environment and people.“

Géralda Wildschutt

Ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem nachhaltigen Bergbau ist die Substitution von Zyaniden durch weniger toxische Alternativen. Ein Beispiel ist die Thiosulfatlaugung. Nach Angaben von SGS Minerals Services sind Thiosulfate weniger toxisch und auch effizienter als Cyanide, insbesondere bei kohlenstoffhaltigen Materialien. Die Hauptbestandteile von Thiosulfaten sind Ammoniumsulfat und Ammoniumthiosulfat, die üblicherweise als Düngemittel verwendet werden. Der Nachteil der Thiosulfatlaugung ist ihre höhere chemische Komplexität im Vergleich zur Zyanidlaugung. Außerdem sind Thiosulfate zwar deutlich billiger als Zyanide, ihr Verbrauch im Laugungsprozess ist jedoch erheblich höher. Ein weiterer Nachteil besteht darin, dass die üblichen Verfahren der Goldgewinnung mit Hilfe von Carbon-in-Pulp und Carbon-in-Leach für Thiosulfate ineffizient sind. Ein Pionier bei der Einführung der Thiosulfatlaugung im kommerziellen Maßstab ist Barrick Mining. Das Unternehmen beschloss, diese Methode für die Verarbeitung von feuerfestem Erz in seiner Goldstrike-Mine einzusetzen. Die Labortests begannen 2009, eine Demonstrationsanlage folgte einige Jahre später, und die großtechnische Anlage wurde 2015 fertiggestellt. Seitdem hat die Thiosulfatlaugung auch in anderen Bergbaubetrieben und im städtischen Bergbau zur Gewinnung von Gold, Silber und anderen Metallen aus Elektronikschrott ihren Platz gefunden.⁵

⁵ Tran, Duy Tho, Tran, Ngoc Tu Trinh et al: „Thiosulfate-based leaching for eco-friendly urban mining: Recent developments and challenges“, *Separation and Purification Technology*, Vol. 359 (3), 22. Juni 2025

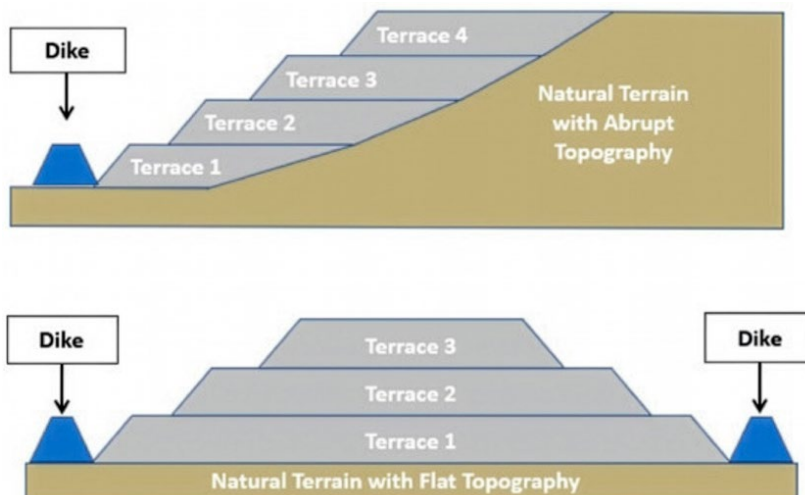
Neue Wege im Tailings- und Dammanagement

Die jüngsten Dammbrüche und die zunehmende Wasserknappheit haben dazu geführt, dass die **Trockenstapelung von Abraum** gefördert wird. Das bedeutet, dass die Abraumhalden gefiltert werden, um den größten Teil des Wassers zu entfernen. Das daraus resultierende Material, gefilterte Abgänge, enthält mehr als 80 % Feststoffe im Vergleich zu weniger als 25 % bei herkömmlichen Abgängen und kann aufgeschüttet und verdichtet werden. Dadurch wird der Bedarf an Dämmen und Aufschüttungen verringert und das Risiko von Dammbrüchen und den damit verbundenen enormen ökologischen Schäden minimiert. Der größte Teil des gefilterten Wassers kann wiederverwendet werden, was den Wasserverbrauch erheblich senkt. Außerdem lassen sich die Trockenstapelhalden viel einfacher sanieren und bepflanzen. Nachteilig sind die hohen Investitionskosten für den Bau der Filteranlagen, und auch die Betriebskosten sind in der Regel höher. Ein weiteres Problem besteht darin, dass die Trockenstapelung zwar für trockenes Klima geeignet ist, in Gegenden mit einem feuchten Klima jedoch nicht ohne Weiteres nutzbar ist.

„Everybody wants to save the earth; nobody wants to help Mom do the dishes.“

P.J. O'Rourke

Typische geometrische Konfiguration der Trockenstapelung von gefiltertem Bergematerial



Quelle: Cacciuttolo, C., Atencio, E.: „Dry Stacking of Filtered Tailings for Large-Scale Production Rates over 100,000 Metric Tons per Day: Envisioning the Sustainable Future of Mine Tailings Storage Facilities“, *Minerals*, 13 (11), 1445, 16. November, 2023

Eine moderne Methode bei der Rekultivierung von Bergwerken ist die **geomorphische Landschaftsgestaltung**. Dieser Prozess basiert auf der Nachbildung natürlicher Landformen, Hänge und Entwässerungsnetze. Systeme wie *GeoFluv* nutzen Daten über lokale Wettermuster und Klimabedingungen sowie über Geologie und Vegetation, um langfristig eine bessere Hangstabilität und eine deutlich geringere Beeinträchtigung der umgebenden Landschaft zu gewährleisten.

Ein spannender Weg zum Umgang mit den alten Abraumhalden ist die **Phytosanierung**. Bei der Phytosanierung werden **hyperakkumulierende Pflanzen zur Phytoextraktion und Phytostabilisierung eingesetzt**. Phytoextraktion bedeutet, dass im Bereich der Abraumhalden Pflanzen wie Sonnenblumen oder indischer Senf gepflanzt werden. Diese Pflanzen sind in der Lage, Metalle wie Gold oder Platin zu absorbieren. Anschließend werden sie geerntet und getrocknet, und aus dem entstehenden Material können die Metalle extrahiert werden. Bei der Phytostabilisierung geht es darum, die Menge an giftigen Stoffen in den Abraumhalden zu reduzieren. Zu diesem Zweck werden in der Regel Pflanzen wie das Vetivergras verwendet. Sie binden die Schadstoffe und begrenzen das Ausmaß ihrer Freisetzung. Die Vorteile der Phytosanierung liegen auf der Hand. Der Nachteil ist, dass es sich um einen langfristigen Prozess handelt. Eine ältere Studie zeigt, dass indischer Senf, eine der effizientesten Hyperakkumulator-Pflanzen, nur 10-20 % des im Substrat enthaltenen Goldes

„Die Natur hat es nicht eilig, aber alles ist vollbracht.“

Lao Tzu

Eine besondere Kategorie ist der Einsatz von Drohnen. In der Explorationsphase werden mit Spezialgeräten ausgestattete Drohnen vor allem für Magnetometrie, Gammastrahlenspektrometrie oder elektromagnetische Untersuchungen eingesetzt.

in einem einzigen Zyklus entfernen kann. Außerdem hängt der Einsatz der Phytosanierung stark von der Eignung der örtlichen Bedingungen für die Pflanzen ab.

Der Einsatz von Drohnen

Eine besondere Kategorie ist der Einsatz von Drohnen. In der *Explorationsphase* werden mit Spezialgeräten ausgestattete Drohnen vor allem für Magnetometrie, Gammastrahlenspektrometrie oder elektromagnetische Untersuchungen eingesetzt. Diese Techniken ermöglichen die Kartierung von Strukturen im Untergrund, die Erkennung von

Verwerfungen, leitfähigen Erzkörpern und radioaktiven Elementen. Diese Techniken sind nicht neu, aber Drohnen stellen eine relativ kostengünstige und effiziente Möglichkeit dar, sie an abgelegenen und schwer zugänglichen Orten anzuwenden. *Nach Angaben von SPH Engineering* können Drohnen als billigerer Ersatz für Hubschrauber dazu beitragen, die Betriebskosten um bis zu 70 % zu senken und auch die für die Durchführung der Untersuchungen benötigte Zeit von Wochen auf Stunden zu verkürzen.

„ *The future belongs to the fast.*
Jim Carroll

In der *Abbauphase* werden Drohnen zur Abgrenzung von Erzkörpern, zur Kontrolle der Neigung, zur Überwachung der Hangstabilität oder zur Identifizierung von nicht explodierten Kampfmitteln eingesetzt. Und nach Abschluss der Förderung, in der *Rekultivierungsphase*, kommen Drohnen zur Überwachung der Umweltauswirkungen und des Sanierungsprozesses zum Einsatz.

„ *The eye sees only what the mind is prepared to comprehend.*
Henri Bergson

Auch bei der Sicherung von Minenstandorten spielen Drohnen eine besondere Rolle. Ein Beispiel ist die Tarkwa-Goldmine von Gold Fields in Ghana. *Einem Reuters-Artikel* zufolge setzt Gold Fields erfolgreich Drohnen ein, um das 210 km² große Gelände nach illegalen Bergarbeitern abzusuchen. Drohnen ermöglichen die Überwachung großer, mit dichter Vegetation bedeckter Gebiete. Ihre Bedeutung wächst mit den steigenden Goldpreisen, die immer mehr Eindringlinge in die Minen-Standorte locken.

Fazit

„ *The biggest risk is not taking any risk. In a world that's changing really quickly, the only strategy that is guaranteed to fail is not taking risks.*
Mark Zuckerberg

Um im modernen Bergbau profitabel und nachhaltig zu wirtschaften, führt an Innovationen kein Weg vorbei. Nur wer neue Technologien in den Produktionszyklus integriert, kann den steigenden Anforderungen begegnen und Herausforderungen – von sinkenden Erzgehalten über steigende Kosten bis hin zur Wasserknappheit – erfolgreich lösen. Die Liste der prominentesten Innovatoren umfasst die Schwergewichte des Gold- und Silberbergbaus wie *Agnico Eagle Mines*, *Barrick Mining*, *Equinox Gold*, *Newmont* und *Pan American Silver*.

Trotz der Vorteile gibt es jedoch auch Grenzen für die Implementierung von Innovationen. In der Regel ist ein hoher Kapitalbedarf erforderlich, die Integration in bestehende Abläufe kann technisch schwierig sein und die Arbeitskräfte verfügen möglicherweise nicht über ausreichende Qualifikationen. In der Tat könnte der menschliche Faktor das größte Hindernis darstellen. **Laut einer Studie von Craig Tindale sind westliche Minenunternehmen wegen der demographischen Krise mit einem Fachkräftemangel konfrontiert.** Bergbauingenieure werden zu einer knappen Ressource. Die junge Generation zeigt wenig Interesse an solchen Berufen, und die ältere Generation ist in der Regel konservativer und weniger offen für neue Technologien. Dies kann die Einführung einiger Innovationen, insbesondere der disruptiveren, erheblich verlangsamen.

Investoren wollen jedoch mehr Effizienz und höhere Gewinne, und die Öffentlichkeit will sicherere Minen mit geringeren Umweltauswirkungen.

Die Regierungen wollen in der Regel beides. Deshalb wird der Minensektor auch weiterhin innovativ sein (müssen). Ironischerweise könnte der demographische Wandel zwar die Einführung einiger Innovationen verlangsamen, aber wir nähern uns einem Punkt, an dem die Lösung für diese Krise möglicherweise die Innovation selbst ist. Laut einem Artikel von Streetwise Reports wird in den USA

mehr als die Hälfte der derzeitigen im Bergbau Beschäftigten bis 2029 in den Ruhestand gehen. Werden sie durch moderne Technologien wie selbstfahrende Bergbaumaschinen und Roboter ersetzt werden? Vielleicht.

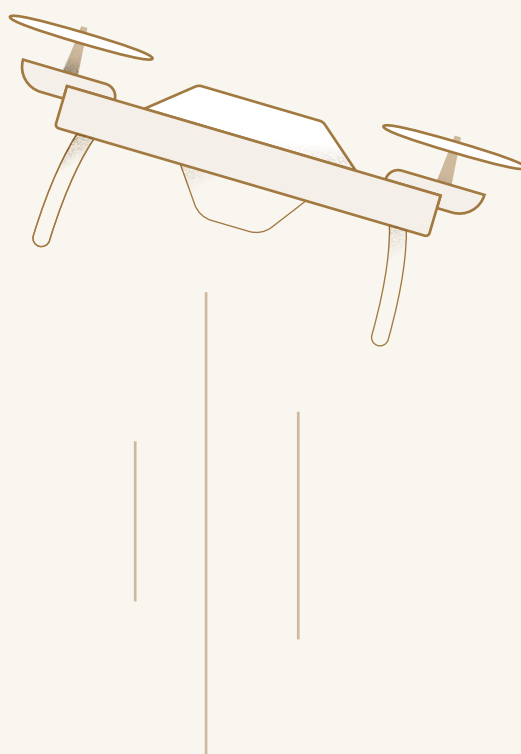
Blicken wir jedoch etwas weiter in die Zukunft. Es ist keine gewagte Prognose, dass die nächsten zwei Jahrzehnte kontinuierlicher Innovationen das Gesicht des Goldbergbaus – und des Bergbaus im Allgemeinen – erheblich verändern werden. Die Minen werden immer stärker autonom betrieben werden und die (CO₂-)Emissionen weiter zurückgehen. Fortschrittliche Überwachungssysteme werden für die Sicherheit und die ökologische Nachhaltigkeit des Betriebs sorgen. Die Explorationsarbeiten und die Kontrolle des Erzgehalts werden sich vollständig auf Echtzeitdaten von Drohnen, Satelliten und faseroptischen Sensoren stützen.

Innovative Verfahren rund um Aufbereitung, Recycling und Abraummanagement machen die Erzverarbeitung künftig deutlich effizienter und ressourcenschonender. Dank fortschrittlicher Rekultivierung ist schon zehn Jahre nach Schließung eines Bergwerks kaum noch etwas von dessen Existenz zu erahnen. Auch beim Thema ESG wird lückenlose Transparenz zum Standard: Anleger können den Weg ihres Goldes künftig von der Abbaustätte bis zum Tresor nachvollziehen und erhalten, ähnlich wie bei Diamantenzertifikaten, alle relevanten Informationen zu Herkunft und Nachhaltigkeit. ■

Die nächsten zwei Jahrzehnte kontinuierlicher Innovationen werden das Gesicht des Goldbergbaus – und des Bergbaus im Allgemeinen – erheblich verändern.

” You have to be prepared to make your innovation obsolete.

Peter Drucker





CERRO DE
PASCO
RESOURCES



Die Zukunft erschließen

Eine der weltweit größten oberirdischen polymetallischen Gelegenheiten

QUIULACOCHA-TAILINGS

Ein großflächiges, oberirdisches polymetallisches System, das Silber, Zink, Blei, Kupfer und Gold enthält.

STRATEGISCHE ROHSTOFFE

Laufende Arbeiten untersuchen die Gewinnung kritischer Materialien wie Gallium und Indium. Pyrit könnte zudem als Schwefelquelle dienen – ein wichtiger Grundstoff für die Düngemittelproduktion.

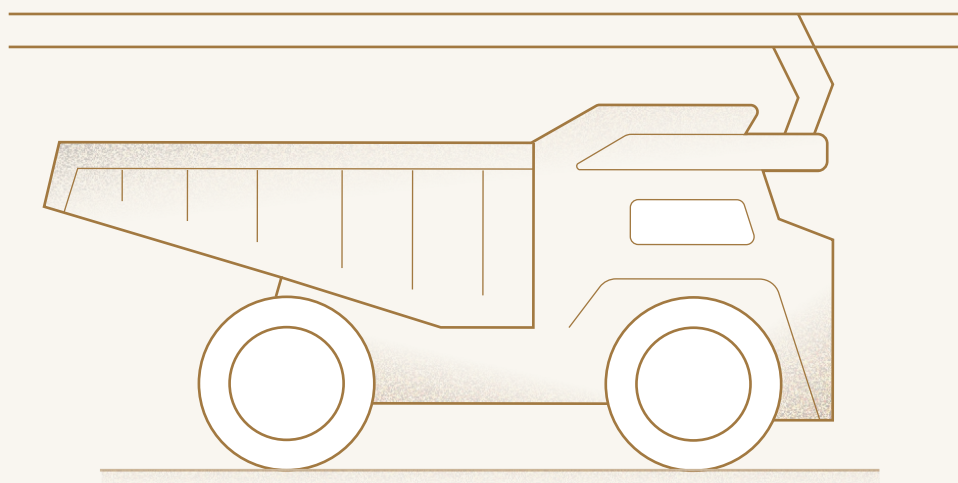
KEIN KONVENTIONELLER FESTGESTEINSABBAU ERFORDERLICH

Konzipiert für eine geringere Betriebsintensität, den Verzicht auf Sprengstoffe und die Minimierung der Umweltauswirkungen.



SCANNEN, UM IHREN TERMIN ZU BUCHEN & MEHR ZU ERFAHREN!

Der Corporate Gold Standard: Warum Miner ihre eigenen Edelmetalle halten sollten



Key Takeaways

- Wir stellen unseren *Corporate Gold Standard* vor: Minenunternehmen sollten ihrem eigenen Rat folgen und 5–10 % ihrer Produktion in Gold und/oder Silber halten.
- Permanente Leerverkäufer ihres eigenen Produkts. Seit 1971 hat der US-Dollar gegenüber Gold rund 98 % seines Wertes eingebüßt, Gold legte um durchschnittlich 9 % p.a. zu. Wer die eigene Förderung sofort gegen ein chronisch entwertendes Fiat-Versprechen tauscht, betreibt Treasury-Management gegen sich selbst.
- Gold ist der natürliche Hedge gegen Minenkosten-Inflation. Goldpreis und AISC korrelieren mit $R^2 = 0,97$ – in Gold gerechnet haben sich die Abbaukosten seit Jahrzehnten kaum verändert.
- Vom Preisnehmer zum Preissetzer. Das Zurückbehalten von 5–10 % der Produktion stärkt die Bilanz und strafft einen Markt, der an der Margenschwelle gehandelt wird.

Any business that is a price taker does not deserve a good multiple.

Chris Ritchie

Das Konzept des „Corporate Gold Standard“ wurde von **Ronald-Peter Stöferle** in Zusammenarbeit mit **Chris Ritchie** und **Alexander Scanlon** entwickelt. Unser Dank gilt beiden für ihre Erkenntnisse und ihre Großzügigkeit bei der Gestaltung dieses Kapitels.

Seit zwanzig Jahren empfiehlt der *In Gold We Trust*-Report jedem Anleger eine Goldquote von zumindest 5–10 %. Der *Corporate Gold Standard* überträgt diese Logik auf die Bilanzen jener Unternehmen, die das Metall überhaupt erst fördern. Wenn Gold gerade wegen der Unzuverlässigkeit des Fiat-Systems ins Portfolio jedes rationalen Anlegers gehört, dann ist Mining die einzige Branche der Welt, die ihre eigene Versicherung umgehend in den Schadensfall tauscht.

Die Ironie der Goldproduzenten

„*The price of excellence is discipline. The cost of mediocrity is disappointment.*

William Arthur Ward

Es ist einer der bemerkenswertesten Widersprüche der Finanzwelt: Unternehmen fördern Gold aus der Erde – jenes Gut, das der Menschheit seit Jahrtausenden als ultimativer Wertspeicher dient – und verkaufen es umgehend, nur um genau jene Währung zu halten, vor deren Entwertung sie ihre Anleger warnen. Die Branche vermarktet Gold als Inflationsabsicherung, während ihr eigener Standard vorschreibt, Machbarkeitsstudien mit einer impliziten Inflationsrate von null Prozent zu rechnen. Wie unser Freund Chris Ritchie, ehemaliger Präsident von SilverCrest, es formuliert: Gute Unternehmensführung müsste Gesamtkosten und -risiken über den gesamten Lebenszyklus der Kapitalallokation bewerten.

Diese kognitive Dissonanz ist kein Randthema. Sie liegt im Kern der chronischen Unterbewertung des Minensektors und seiner Unfähigkeit, Kapital über eine kleine Nische von Edelmetall-Enthusiasten hinaus anzuziehen. **Mit einer CAGR von 9 % seit 1971 zählt Gold zu den ertragsstärksten Vermögenswerten der Geschichte – dennoch bleibt der Goldminensektor für den Großteil des Marktes unattraktiv.**

„*The relevance of gold is not in its price but in its ownership. Participating in a price movement is not the same as owning an asset.*

Anthony Deden

Genau das ist der *Corporate Gold Standard*: ein Rahmen, in dem Goldproduzenten aufhören, als reine Durchlaufstation zu agieren, die den Vermögenswert mit der höchsten monetären Integrität so schnell wie möglich in den mit der niedrigsten verwandelt. Sie fördern die Substanz, die seit fünftausend Jahren am verlässlichsten Kaufkraft bewahrt, und tauschen sie sofort gegen eine Währung, die seit 1971 rund 98 % ihres Goldwerts verloren hat. Faktisch halten sie eine permanente Short-Position auf genau jenen Vermögenswert, für den ihre Investoren die Aktien überhaupt gekauft haben.

Unser Vorschlag ist simpel: Goldproduzenten sollten mindestens 5–10 % ihrer Produktion als Kriegskasse in Hartwährung in der Bilanz zurückhalten. Die Portfoliotheorie empfiehlt dieselbe Quote seit langem für private Anleger. Warum sollten Unternehmen in der Praxis anders handeln?

Die Falle der Wiederbeschaffungskosten

Die branchenübliche Kennzahl *All-in Sustaining Costs* (AISC) verschleiert die wahren Kosten der Goldproduktion. Sie erfasst nur die laufenden Betriebs- und Erhaltungsinvestitionen einer bereits bestehenden – sprich: erfolgreichen – Mine. Nicht erfasst bleiben die versunkenen Kosten der Exploration, die Investitionen in den Minenbau, die Ausgaben für Projekte, die nie in Produktion gehen, die Verwaltungskosten bis zur Inbetriebnahme sowie der Zeitwert des eingesetzten Kapitals. Vor allem aber berücksichtigt die Kennzahl nicht, wie unwahrscheinlich es ist, den Erfolg beim nächsten Projekt zu wiederholen.

Die Zahlen sind ernüchternd: Nur eines von 750 Explorationsprojekten erreicht die Produktionsreife (Colorado School of Mines). Erfolgreiche Minen sind statistische Ausreißer, nicht die Regel. Berücksichtigt man alle vorgelagerten Kosten – Exploration, Erschließung, Bau, gescheiterte Projekte, Kapitalkosten und eine realistische Inflationsrate –, lagen die wahren Gesamtkosten pro Unze Silber bei SilverCrest nach Ritchies Berechnungen bei rund 22 USD, während Silber bei 18 USD notierte. Branchenweit dürften die tatsächlichen Gesamtkosten heute schätzungsweise deutlich über 40 USD liegen. Bei einem Silberpreis von 75 USD ist das zunächst kein Problem – doch die Zyklicität des Geschäfts verlangt die Freiheit, zu entscheiden, wann man verkauft. Denn die Gesamtkosten liegen über den Zyklus hinweg oft über dem Marktpreis, und die künftigen Wiederbeschaffungskosten erst recht. Eine erfolgreiche Mine ist vom ersten Tag an eine sterbende Mine.

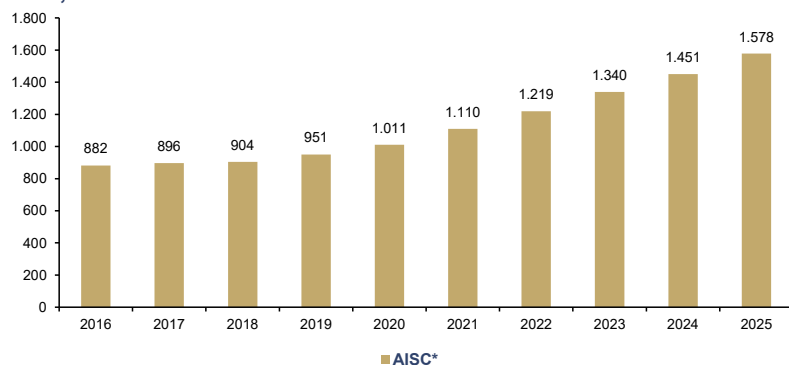
» *The cheapest ounces we can find might be the ones we have in our hand.*

SilverCrest Metals, Präsentation auf der New Orleans Investment Conference 2023

Der Zinseszinsseffekt steigender Kosten

Aufschlussreich ist die empirische Entwicklung der AISC: Zwischen 1990 und 2022 wuchsen sie auf Basis der Daten von 400 Produzenten mit einer CAGR von rund 8 %. Der aktuelle Zyklus setzt den Trend fort – in Q3/2025 stieg der branchenweite AISC gegenüber dem Vorjahr um 9 % auf 1.605 USD, den höchsten je verzeichneten Wert. Treiber sind höhere laufende Investitionen, steigende Inputkosten und Lizenzgebühren, die an den gestiegenen Goldpreis gekoppelt sind.

All-in Sustaining Cost (AISC)* für die wichtigsten Produzenten, in USD, 2016–2025**



Quelle: FactSet, Incrementum AG

*Produktionsgewicht, **NEM, AEM, ABX, AU, GFI, K, NST, HAR, EDV, BTO

Nur eines von 750 Explorationsprojekten erreicht Produktionsreife. Erfolgreiche Minen sind statistische Ausreißer.

„*Good judgment comes from experience, and often experience comes from bad judgment.*

Rita Mae Brown

metrisch entwickelt: Die R^2 liegt bei 0,97. Für eine Branche, die große Summen über lange Zeiträume verteilt, ist die Einsicht transformativ, dass ihr eigenes Produkt genau jene Risiken neutralisieren kann, denen sie strukturell ausgesetzt ist.

Die Implikation lässt sich anhand eines einfachen Gedankenexperiments veranschaulichen: Verzinst man den heutigen Median-AISC von 1.605 USD über den typischen 15-jährigen Zyklus von Entdeckung bis Produktion mit 8 % p. a., ergibt sich ein künftiger AISC von rund 5.090 USD – bereits oberhalb des heutigen Goldpreises von rund 4.600 USD. Die Kosten einer zukünftigen Unze übersteigen also den heutigen Verkaufspreis einer Unze.

Anders formuliert: Wer eine Unze heute verkauft und den Erlös in US-Dollar parkt, tauscht ein knappes Gut gegen ein unbegrenzt vermehrbares, erhöht das Reinvestitions- und Bergbaurisiko und verringert den Hebel der Anleger auf genau jenes Metall, das sie eigentlich erwerben wollten. **Die günstigsten Unzen, die ein Produzent finden kann, sind womöglich jene, die er bereits in der Hand hält.**

Die 97-prozentige Korrelation: Gold als funktionelle Inflationsabsicherung

Eines der stärksten Argumente für das Halten von Gold in der Bilanz ist zugleich das am wenigsten beachtete: **die nahezu perfekte Korrelation zwischen Goldpreis und Produktionskosten der Branche.** Mit einem R^2 von 0,97 bewegt sich der Goldpreis über den gesamten Kapitalallokationszyklus nahezu im Gleichschritt mit den AISC.

„*With four parameters I can fit an elephant, and with five I can make him wiggle his trunk.*

John von Neumann

Diese Korrelation speist sich aus drei Quellen. Erstens treiben dieselben inflationären Kräfte – Energie, Löhne, Rohstoffe, regulatorischer Aufwand – sowohl die Produktionskosten als auch den Goldpreis. Zweitens muss der Goldpreis langfristig die Grenzkosten des teuersten noch aktiven Produzenten decken. Drittens, und oft übersehen: Die Korrelation ist teilweise endogen. Bei steigenden Goldpreisen verlängern die Produzenten die Lebensdauer ihrer Minen durch „Low-Grading“ – den Abbau minderwertigen Erzes, der bei tieferen Preisen unwirtschaftlich wäre. Das treibt die ausgewiesenen AISC automatisch nach oben, weil pro Unze mehr Tonnen bewegt werden müssen. In Bärenmärkten kehrt sich das Muster um: Die Produzenten betreiben „High-Grading“ und fördern selektiv nur die reichsten Adern.

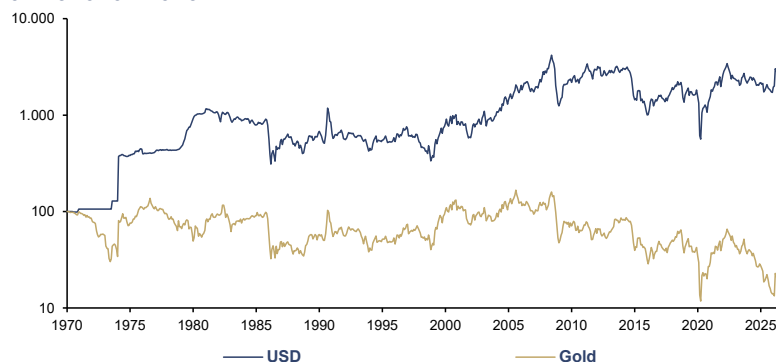
Die Schlussfolgerung bleibt dieselbe: Ob gemeinsame Inflationsfaktoren oder preisreaktives Bergbauverhalten die Korrelation treiben – in Gold denominated Kosten sind weit stabiler als in Fiat-Währung denominated. Formal:

$$C(\text{real}) = C(\text{fiat}) / P(\text{Au})$$

wobei $C(\text{fiat})$ die Gesamtproduktionskosten in Fiat-Währung und $P(\text{Au})$ der Goldpreis ist. Die Fiat-Kosten schwanken stark; die Gold-Kosten bewegen sich kaum. Der Produzent, der Gold behält, verfügt über die stabilste Rechnungseinheit für seine eigene Kostenstruktur.

Besonders anschaulich wird dies beim Energiekostenanteil: Energie macht 25–30 % der Cash-Kosten im Goldbergbau aus – Diesel für Muldenkipper, Strom für Brecher und Mühlen, Gas für Heizung und Verarbeitung. Wer Gold zu 4.600 USD verkauft und den Erlös in US-Dollar parkt, setzt darauf, dass diese Dollar im nächsten Quartal dieselbe Energiemenge kaufen werden. Angesichts der Tatsache, dass Öl seit 1971 rund 80 % seines US-Dollar-Wertes in Gold verloren hat, war diese Wette historisch ein Verlustgeschäft. Wer hingegen einen Teil der Produktion als Kriegskasse in Hartwährung hält, sichert sich Betriebskontinuität genau dann, wenn sie am wichtigsten ist.

Öl (WTI) (log), in USD, und in Gold, 100 = 01/1970, 01/1970–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



Für ein Minenunternehmen ist Gold die natürliche Absicherung gegen die eigene Kosteninflation. Ein Unternehmen, das in 15-jährige Projektzyklen investiert, deren größtes Risiko markante Kostensteigerungen sind, hält die perfekte Absicherung buchstäblich in den Händen. Eine Strategie: Genügend Gold halten, um die erwarteten jährlichen Unterhaltskosten auszugleichen. Eine andere: Die Bestände vor größeren Investitionsvorhaben aufstocken.

Der aktuelle Zyklus illustriert den Punkt: Bei AISC von rund 1.600 USD und Gold über 4.600 USD liegen die Margen auf Rekordniveau – und dennoch wandelt die Branche nahezu 100 % der Produktion in Fiat-Geld um. Hätten die Produzenten zwischen 2013 und 2019 – als der Goldpreis im Schnitt bei 1.250 USD lag – nur 5 % ihrer Produktion einbehalten, wären diese Unzen heute knapp viermal so viel wert, ohne dass ein einziges zusätzliches Bohrloch notwendig gewesen wäre.

Gesündere Hebelwirkung: Die Lizenzgebührenlogik für Produzenten

Der Bewertungsabschlag von Goldproduzenten gegenüber Royalty- und Streaming-Unternehmen zählt zu den hartnäckigsten Anomalien des Minensektors. Franco-Nevada und Wheaton Precious Metals werden mit EV/EBITDA-Multiples von 22–28x gehandelt, selbst hochwertige Produzenten bleiben bei 7–10x zurück. Die Erklärung liegt weniger im operativen Risiko des Bergbaus als in der Art des Engagements: Royalty-Unternehmen bieten reine Metallpreis-Hebelwirkung ohne operative Last. Jede Unze, die ein Produzent in der Bilanz hält, erzeugt denselben *Post-Production*-Hebel. Bevorzugen Anleger Gold und Silber gegenüber Fiat-Währungen, stützt jede gehaltene Unze das Bewertungs-Multiple; verkauft der Produzent sie, driftet das Multiple zurück in Richtung eines Unternehmens, dessen Reserven aus Instrumenten bestehen, die stetig an Kaufkraft verlieren.

„The essence of investment management is the management of risks, not the management of returns.

Benjamin Graham, *The Intelligent Investor*

„Think of why a royalty company gets a better multiple. Investors can limit their exposure to mining and increase their exposure to the desired product in a cleaner way.

Chris Ritchie

Eine über der Erde gelagerte Unze ist keinen bergbaulichen Risiken mehr ausgesetzt – weder geologisch noch operativ, weder politisch noch ökologisch. Sie ist reine, unverfälschte Metallpreis-Exposition, ohne jedes inflationsanfällige Beiwerk. In der Sprache der Österreichischen Schule: Der Produzent senkt seine Zeitpräferenz – er verzichtet auf den sofortigen Konsum der Fiat-Erlöse zugunsten eines nicht inflationären Vermögenswerts, der künftigen Konsum mit höherer Wahrscheinlichkeit trägt. Jede einbehaltene Unze bietet dem Anleger einen gesünderen Hebel – und ein reineres Engagement in die Zukunft selbst.

Angebotsdisziplin: Vom Preisnehmer zum Preissetzer

» *Price is what you pay. Value is what you get.*
Warren Buffett

Die zweite Konsequenz dieses Ansatzes spielt sich nicht in den Bilanzen ab, sondern am Markt selbst – auf der Angebotsseite. Was würde geschehen, wenn große Goldproduzenten 5–10 % ihrer Jahresproduktion einbehielten? Oder, noch einen Schritt weiter: Was wäre mit Unternehmen, denen der langfristige Erhalt ihrer Bilanz wichtiger ist als die kurzfristige Umsatzrealisierung? Jedes einfache Backtesting zeigt: Gold als Reservewährung in der Bilanz hätte erheblichen Mehrwert geschaffen.

Die jährliche Goldminenproduktion liegt bei rund 3.660 t oder etwa 117 Moz. Ein Einbehalt von 5 % entspräche 180 t – eine Zahl, die gegenüber den Zentralbankkäufen von jeweils über 1.000 t (2022–2024) und 2025 immer noch 863 t bescheiden wirkt. Doch Preise bilden sich stets „at the margin“.

Der Mechanismus ist technisch trivial: Die Produzenten liefern einen Teil ihrer monatlichen Doré- oder Raffinationsproduktion schlicht nicht an die Bullionbank. Das Metall wandert von der Verarbeitungsanlage direkt in den Unternehmenstresor – kein Fiat-Roundtrip, kein Steuerereignis, das wirtschaftliche Risiko verbleibt beim Produzenten, bis dieser es realisiert. Wer um Liquidität besorgt ist: Physisches Gold dient als erstklassige Sicherheit für Kreditfazilitäten – ein Mechanismus, den Privatanleger, Zentralbanken und einzelne Staatsfonds längst nutzen.

Die Netzwerkeffekte einer Branchenstrategie

Wenn ein einzelner Produzent diesen Weg einschlägt, sind die Auswirkungen auf den Markt marginal. Sollten jedoch mehrere große Gold-Minenunternehmen folgen, würde sich ein sich selbst verstärkender Kreislauf ergeben: Zurückgehaltenes Angebot stützt den Preis. Steigende Preise verbessern die Margen. Bessere Margen bedeuten, dass weniger Absatz nötig ist, um die tatsächlichen Kosten zu decken – was weitere Zurückhaltung erlaubt. Die Kombination aus höherer Metallpreis-Exposition und geringerer Abhängigkeit von der operativen Produktion hebt wiederum die Bewertungsmultiplikatoren. Wird die Gewichtung dieser Strategie zyklusabhängig angepasst, verbessert sich die Kapitalallokation zusätzlich – und für Kursrisiken der gehaltenen Bestände stehen mehrere kosteneffiziente Absicherungsinstrumente bereit.

» *NVIDIA is just Taylor Swift for dudes.*
Investment-Hulk

Zur Einordnung der Größenverhältnisse: Die jährliche weltweite Silberminenproduktion von rund 820 Moz entspricht bei einem jüngsten Silberpreis von etwa 75 USD einem Marktwert von rund 61,5 Mrd. USD – auf den globalen Finanzmärkten ein Rundungsfehler. Das Tageshandelsvolumen eines Mega-Caps wie Nvidia kann in die Größenordnung des gesamten Jahresproduktionswerts der Silberbergbauindustrie vorstoßen. Schon eine moderate Angebotsdisziplin auf Produzentenebene hätte überproportionale Auswirkungen auf die Preise.

Von der Theorie zur Praxis: Das SilverCrest-Experiment

Das Beispiel SilverCrest Metals illustriert den Punkt: Das Team schloss den Bau mit überschüssigem Kapital, niedrigen Kosten und zu einem in mehrfacher Hinsicht günstigen Zeitpunkt ab. Dass es klug war, an den Edelmetallen festzuhalten, als der Verkaufspreis von damals rund 18 USD für Silber bzw. rund 1.800 USD für Gold unter den Gesamtkosten und deutlich unter dem branchenüblichen AISC lag, lässt sich im Nachhinein bequem sagen. Auf dem heutigen Preisniveau befindet sich die Branche in einer ganz anderen Zyklusphase – mit anderen Optionen für die Kapitalallokation.

Der Markt hat die Disziplin letztlich belohnt: Im Februar 2025 schloss Coeur Mining die Übernahme von SilverCrest in einer reinen Aktientransaktion im Wert von rund 1,7 Mrd. USD ab. Die Edelmetallreserven waren kein *Deal-Breaker*, sondern ein *Deal-Maker* – sie wurden in das Übernahme-Multiple eingepreist, nicht davon abgezogen.

Um dem unvermeidlichen Einwand zuvorzukommen: Michael Saylor (Micro)Strategy verfolgt seit 2020 eine parallele Strategie mit Bitcoin und hat ein Softwareunternehmen in ein Vehikel für digitale Vermögenswerte umgebaut. Der Unterschied liegt in der Kapitalstruktur, nicht in der Strategie. Goldproduzenten haben einen Vorteil, den Saylor nie hatte: Sie produzieren den Vermögenswert, den sie akkumulieren. Ihre Treasury-Strategie braucht weder Wandelanleihen noch Kapitalerhöhung – sie finanziert sich schlicht dadurch, dass ein Teil des geförderten Goldes nicht verkauft wird. Es ist die kostengünstigste Treasury-Strategie der Welt: kein Aufwand für Kapitalbeschaffung, nur Opportunitätskosten einer aufgeschobenen Umsatzrealisierung.

Mit jedem Projekt, das zusätzlich in Produktion drängt, dürften Engpässe und Kosteninflation weiter zunehmen. Die Margen sind hoch, die Bilanzen der Produzenten waren nie gesünder. Das Halten von Gold und Silber mag derzeit als riskantere Kapitalallokation erscheinen – der vollständige Verkauf zugunsten von US-Dollar birgt ein ebenso erhebliches, nur weit seltener diskutiertes Risiko.

Wer eine Goldquote von 10 % für riskant hält, sollte mit gleicher Aufmerksamkeit prüfen, wie riskant es ist, 90 % der Bilanz in einem Instrument zu halten, vor dem die Branche ihren eigenen Anlegern abrät. Erhöhte Dividenden und Aktienrückkäufe sind begrüßenswert – aber der Kapitaleinsatz für Edelmetallbestände (oder das schlichte Unterlassen des Verkaufs) gehört gleichberechtigt in diese Diskussion.

Begeisterung bei Privatanlegern, Skepsis bei institutionellen Anlegern

Die Aktionärsreaktion auf SilverCrests Edelmetallstrategie fiel gespalten aus. Privatanleger – von denen viele Bergbauaktien gerade deshalb halten, weil sie an Gold als Geld glauben – reagierten begeistert. SilverCrests Ansatz traf ihre Grundüberzeugung: Hier war endlich ein Unternehmen, das praktizierte, was der Minensektor predigt. Die Strategie wurde zu einem Markenwert, sie schuf Loyalität und Fürsprache jenseits der klassischen Aktienanalyse. In einem Wettbewerb um günstige Kapitalkosten wird es entscheidend, jenes Kapital anzusprechen, das sich für Inflation interessiert, aber wenig über Bergbau weiß.

Goldproduzenten haben einen Vorteil, den Michael Saylor nie hatte: Sie produzieren den Vermögenswert, den sie akkumulieren.

” *The beauty of stocks is that they do sell at silly prices from time to time. That’s how Charlie and I have gotten rich.*

Warren Buffett

” *I prefer a volatile appreciating asset over a stable depreciating one.*

Michael Saylor

” *A group of people who think differently is a market. A group of people who think alike is a mob.*

Naval Ravikant

Die Diskrepanz ist aufschlussreich: Die Edelmetall-These findet ausgerechnet bei jenen Investoren den stärksten Anklang, die der Minensektor am dringendsten anziehen und binden muss – langfristige, überzeugungsgetriebene Anleger mit Gespür für die monetären Eigenschaften von Gold. Wie Marty Neumeier in *The Brand Flip* schreibt: „Customers no longer buy brands. They join brands.“ Die Privatanleger, die sich hinter SilverCrest versammelten, waren keine passiven Aktionäre, sondern Mitglieder einer Gemeinschaft, die eine gemeinsame monetäre Weltanschauung teilte – und sich gegenseitig bestärkte. Tesla ist das bekannteste Beispiel für dieses Muster: Käufer, die sich mit der Marke identifizierten, bildeten eine Gemeinschaft, übertrugen ihre Überzeugung auf die Aktie und wurden zu Markenbotschaftern.

Die österreichische Perspektive: Zeitpräferenz und Kapitaltheorie

„It may sometimes be expedient for a man to heat the stove with his furniture. But he should not delude himself by believing that he has discovered a wonderful new method of heating his premises.“

Ludwig von Mises

Aus der Perspektive der österreichischen Kapitaltheorie lässt sich das Verhalten des Goldminensektors als **pathologische Zeitpräferenz charakterisieren**. Die Produzenten verhalten sich so, als ob eine Unze Gold morgen weniger wert wäre als heute – obwohl das Gegenteil der Fall ist, wenn man die Kaufkraft des Fiatgeldes zugrunde legt. Sie diskontieren die Zukunft mit einem Satz, der nur dann rational wäre, wenn das im Tausch erhaltene Fiatgeld seinen Wert behalten würde.

Die rationale Kapitalallokation für einen Goldproduzenten in einem inflationären Umfeld – und das aktuelle Umfeld aus fiskalischer Dominanz, schrumpfenden Steuerbemessungsgrundlagen und strukturell erhöhter Inflation ist *genau* ein solches Umfeld – besteht darin, einen Teil der Produktion in der härtesten verfügbaren Währung zu behalten: dem eigenen Produkt.

Das nächste Jahrzehnt: Die Kostenkurve kennt nur eine Richtung

Daten und Erfahrung sprechen für ein Jahrzehnt deutlich steigender Bergbaukosten – ein Risiko, das gemanagt werden muss. Mehrere strukturelle Trends wirken in dieselbe Richtung:

- **Sinkende Erzgehalte:** Die durchschnittlichen Goldgehalte produzierender Minen fallen seit Jahrzehnten. Niedrigere Gehalte bedeuten mehr Gestein, mehr Energie, mehr Wasser, mehr Chemikalien – und damit höhere Kosten pro Unze.
- **Tiefere und komplexere Lagerstätten:** Die leicht zugänglichen Vorkommen sind abgebaut. Neue Projekte verlangen tiefere Schächte, abgelegene Standorte, aufwendigere Verarbeitungsmethoden.
- **Längere Genehmigungsverfahren:** Die Fristen für neue Minen haben sich in vielen Ländern verdoppelt oder verdreifacht – was Kapitalrisiko und Finanzierungskosten direkt nach oben treibt.
- **Energie- und Arbeitsmarktdruck:** Bergbau ist energieintensiv; stabile und erschwingliche Versorgung ist im Zeichen geopolitischer Fragmentierung und Energiewende nicht mehr selbstverständlich. Gleichzeitig konkurriert der Sektor – gerade in abgelegenen Regionen – zunehmend um Fachkräfte.
- **Ressourcen-Nationalismus:** Lizenzgebührenerhöhungen, Windfall-Steuern und vollständige Stilllegungen sind in vielen Jurisdiktionen zum Basisszenario geworden.
- **Soziale Akzeptanz und ESG:** Zustimmung der Bevölkerung, strengere Abraumhalden-Standards und neue Offenlegungspflichten sind vom Reputationsrisiko zum festen Kostenposten geworden. Im November 2025 erfüllten nur 67 % der 836 von ICMM-Mitgliedern betriebenen Standorte den Global Industry Standard vollständig – ein Drittel muss weiter investieren, um dorthin zu gelangen.

All diese Faktoren laufen auf denselben Punkt hinaus: Kosten und Risiko, eine heute verkaufte Unze künftig zu ersetzen, steigen schneller als das allgemeine Preisniveau. Die Logik der Wiederbeschaffungskosten verschärft sich mit jedem Jahr.

Die Innovation, die der Minensektor am dringendsten braucht, ist keine bessere Fördertechnologie. Sie ist der Glaube an das eigene Produkt.

Das Dilemma des CFO: Praktische Hindernisse

So schlüssig die These der Goldrückhaltung auch ist – sie stößt in der Praxis auf reale Hindernisse, die ihre bislang zögerliche Umsetzung erklären. **Jeder CFO, der diesen Weg prüft, sieht sich mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert, die man offen benennen muss:**

” *The question isn’t whether your industry will be disrupted, but when.*

Marty Neumeier, The Brand Flip

- **Unklarheiten in der Rechnungslegung:** Gold passt unter IFRS in keine Standardklassifikation: Es ist kein Finanzinstrument nach IAS 32/IFRS 9, keine als Finanzinvestition gehaltene Immobilie (IAS 40), keine Sachanlage (IAS 16, da nicht betrieblich genutzt), und die Behandlung als Vorrat (IAS 2) setzt Verkaufsabsicht voraus. Wer Gold als Treasury-Position hält, bewegt sich in einer Grauzone, die maßgeschneiderte Bilanzierungsrichtlinien erfordert. Der World Gold Council setzt sich seit Jahren für einen einheitlichen Rahmen ein – die Fortschritte bleiben zäh.
- **Verzerrung der Kennzahlen:** Sell-Side-Analysten bewerten Produzenten anhand standardisierter Metriken: AISC, Free-Cashflow-Rendite, Produktionswachstum. Gold in der Bilanz irritiert diese Modelle. Ein Produzent, der 10 % der Produktion zurückhält, weist geringere Umsätze, niedrigeren ausgewiesenen Free Cashflow und – da AISC per verkaufter Unze gerechnet werden – eine rechnerisch höhere Stückkostenquote aus. Das drückt automatisch die Kursziele. Pioniere werden einen „Komplexitätsabschlag“ verkraften müssen, bis die Analysten-Frameworks Goldbestände als wertsteigernd einstufen.
- **Ertragsvolatilität:** Zum Fair Value bewertete Bestände erzeugen unrealisierte Gewinne und Verluste, die vom operativen Geschäft entkoppelt sind. CFOs mit quartalsgetriebenen Analysten im Nacken riskieren Covenant-Brüche und Rating-Herabstufungen. Put-Optionen auf die Treasury-Position bieten einen Ausweg – sie begrenzen das Abwärtsrisiko, ohne das Aufwärtspotenzial zu kappen.
- **Asymmetrisches Reputationsrisiko:** Funktioniert die Treasury-Strategie, zucken die Anleger mit den Schultern; scheitert sie, steht das Management im Rampenlicht. Diese Asymmetrie belohnt den Status quo und bestraft das Experiment.
- **Cashflow-Timing:** Bergbau hat unerbittliche Zahlungsverpflichtungen – Löhne, Energie, Verbrauchsmaterialien, Lizenzgebühren, Steuern. Gold zu halten, setzt ausreichende Barreserven voraus oder die Disziplin, Einbehalte an Phasen mit Überschusserzeugung zu koppeln. Für kleinere Produzenten ohne die beneidenswerte Ausgangslage von SilverCrest – schuldenfrei, hohe Margen – ist die Liquiditätsrechnung weniger nachsichtig. Solche Positionen lassen sich nur schrittweise aufbauen.
- **Der Einwand „Das können Aktionäre selbst tun“:** Wenn Anleger Gold-Exposure wollten, würden sie es direkt kaufen. Der Einwand ist oberflächlich korrekt, verfehlt aber den Kern: Einzelne Aktionäre können weder den Hebel im Bewertungs-Multiple noch die kollektive Angebotswirkung koordinierter Einbehalte nachbilden – beides entsteht erst auf Unternehmens- und Branchenebene.

„*Our species can only survive if we have obstacles to overcome. You remove those obstacles. Without them to strengthen us, we will weaken and die.*

Captain James T. Kirk

Das sind reale Hindernisse, keine theoretischen – aber Hindernisse der Umsetzung, nicht des Grundprinzips. Für jedes einzelne existieren Lösungen: maßgeschneiderte Bilanzierungsrichtlinien, Aufklärungsarbeit gegenüber Anlegern, schrittweiser Aufbau, zyklusbewusste Rückhaltequoten. Die eigentliche Frage ist, ob Führungsteams und Aufsichtsräte den Mut aufbringen, kurzfristige Reibungsverluste in Kauf zu nehmen, um ein strukturell überlegenes Kapitalmanagement zu etablieren.

Dies bietet jedoch wiederum eine Chance zur Differenzierung, zum Markenaufbau und zur Gemeinschaftsbildung. Setzt sich die Branche für eine Reform ein, gewinnt sie die Goldanhänger als ihre lautesten Botschafter. Wie William Pollard es ausdrückt: „*Those who initiate the change will have the better opportunity to manage the change that is inevitable.*“

Der Markenwandel: Vom Preisnehmer zum Community-Builder

„*Don't compete. Differentiate.*

Marty Neumeier

Die oben skizzierten Herausforderungen sind real, lassen jedoch eine tiefere strategische Dimension außer Acht. Wie Marty Neumeier in *The Brand Flip* argumentiert: „*A brand is not owned by the company, but by the customers who draw meaning from it.*“ Der Bergbauindustrie ist der Markenaufbau bislang nicht gelungen. Sie verfügt über Rohstoffe und Börsenkürzel, aber nicht über Bedeutung – ausgerechnet gegenüber jenen Investoren, die mehr als jede andere Anlegergruppe an das Produkt glauben, das sie finanzieren. Fairerweise trägt die fast vollständige Bedeutungslosigkeit, in die Gold seit den 1970er-Jahren in einer „dollarisierten“ Wirtschaft gedrängt wurde, einen großen Teil der Schuld. Doch dieser Trend kehrt sich gerade um – und das verlangt Neudenken von jenen, die Branchenführer sein wollen.

„*The greatest danger in times of turbulence is not the turbulence. It is to act with yesterday's logic.*

Peter Drucker

Peter Drucker schrieb, ein Unternehmen habe nur einen gültigen Zweck – Kunden zu gewinnen – und nur zwei Grundfunktionen: Innovation und Marketing. Der Minensektor investiert massiv in materielle Werte, aber auffallend wenig in immaterielle – und damit in seine Kapitalkosten. Er betreibt Investor Relations, doch er erzählt keine Geschichte, die der Mehrheit der Anleger zugänglich wäre, die sich für Inflation interessiert, aber nicht für Bergbau. Die These der Goldrückhaltung ist im Kern eine Marketinginnovation. Sie sagt dem Anleger: Wir glauben an unser Produkt wie Sie. Wir sind nicht nur Förderer – wir sind Hüter des Sound Money.

„*Innovation amateurs talk good ideas. Innovation experts talk testable hypotheses.*

Marty Neumeier

Die Goldanleger-Community wird von Sinn getragen – monetäre Souveränität, Schutz vor institutionellem Versagen, Kaufkrafterhalt über Generationen. Die Unternehmen aber, die diese Community bedienen, agieren, als verkauften sie Weizen, Kupfer oder Schweinebäuche: undifferenziert, generisch, im Wettbewerb allein über Kostenkennzahlen. Die ökonomischen Folgen sind unmittelbar: Ein Produzent mit einer loyalen, überzeugungsgetriebenen Aktionärsbasis platziert Aktien mit geringeren Abschlägen, übersteht Volatilität mit weniger Panikverkäufen und hält über Konjunkturzyklen höhere Bewertungs-Multiples. „*The aim of marketing is to make selling superfluous*“, schrieb Drucker.

„*You either have a boss or you have clients.*

Louis-Vincent Gave

Wer den Kunden an die erste Stelle setzt, muss ihm mehr von dem geben, was er will – Gold- und Silberexposure – und weniger von dem, was er nicht will: reines Bergbaurisiko, das sich in Fiat-Wertverlust niederschlägt. Nur sehr wenige Menschen investieren in Goldminen, weil sie den Bergbau an sich lieben. Sie wollen das Produkt – oder das, was dem am nächsten kommt. Das Unternehmen, das diese Erkenntnis verinnerlicht und danach handelt, verbessert nicht nur seine Kapitalallokation. Es verwandelt seine Marke.

Fazit: Liebe Bergbauindustrie, nehmt euer eigenes Produkt ernst

Die Ironie ist bestechend: Die Innovation, die der Minensektor am dringendsten braucht, ist keine bessere Fördertechnologie, keine effizientere Verarbeitung – es ist der Glaube an das eigene Produkt.

Die Argumente für den Einbehalt sind vielschichtig und verstärken sich gegenseitig: Gold ist die natürliche Absicherung gegen die eigene Kosteninflation eines Minenunternehmens. Über der Erde gehaltene Unzen bieten reinen Metallpreis-Hebel ohne operatives Risiko. Disziplinierte Angebotssteuerung stützt Preis und Margen der Branche.

Natürlich bleiben praktische Einwände: Cashflow-Bedarf, steuerliche Implikationen, bilanzielle Vorschriften, Analystenerwartungen an konstante Umsatzvolumina. Doch diese Einwände betreffen das *Wie*, nicht das *Ob* oder *Warum*. Niemand würde ernsthaft verlangen, die gesamte Produktion zurückzuhalten – doch umgekehrt sollte auch niemand verlangen, 100 % der liquiden Mittel in Fiat-Währung zu halten. 5–10 % sind kein radikaler Vorschlag. Es ist dieselbe Allokation, die umsichtigen Anlegern seit Jahrzehnten empfohlen wird – angewendet auf die Bilanzen jener Unternehmen, die den Vermögenswert überhaupt erst produzieren.

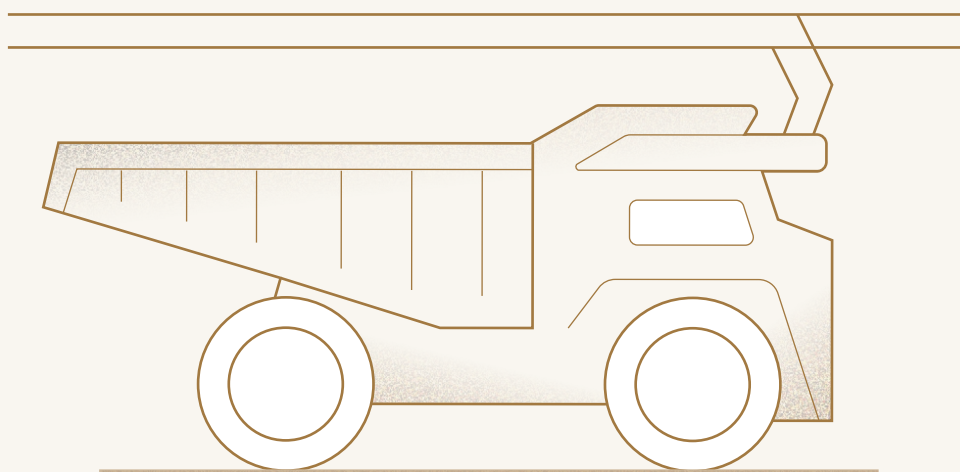
Die eigentliche Frage ist nicht mehr, ob Goldproduzenten ihr Metall halten sollten. Die Frage ist, warum sie es so lange nicht getan haben. Das eigene Produkt erfüllt in jedem Teil ihres Geschäfts eine konkrete Funktion – von niedrigeren Kapitalkosten über die Absicherung der Treasury bis zum wirksameren Marketing. **Die Branche empfiehlt ihren Anlegern 5–10 % in Gold und Silber. Nimmt sie diesen Rat selbst ernst, sollte sie bei sich beginnen.**

Oder, um es mit dem Motto von SilverCrest zu formulieren: Das Produkt ist die Lösung. ■

Niemand würde ernsthaft verlangen, die gesamte Produktion zurückzuhalten. Doch ebenso wenig sollte jemand verlangen, 100 % der liquiden Mittel in Fiat-Währung zu halten.

” *The main purpose of any company is to get a new customer. Therefore the main two functions are to innovate and market.*

Peter Drucker

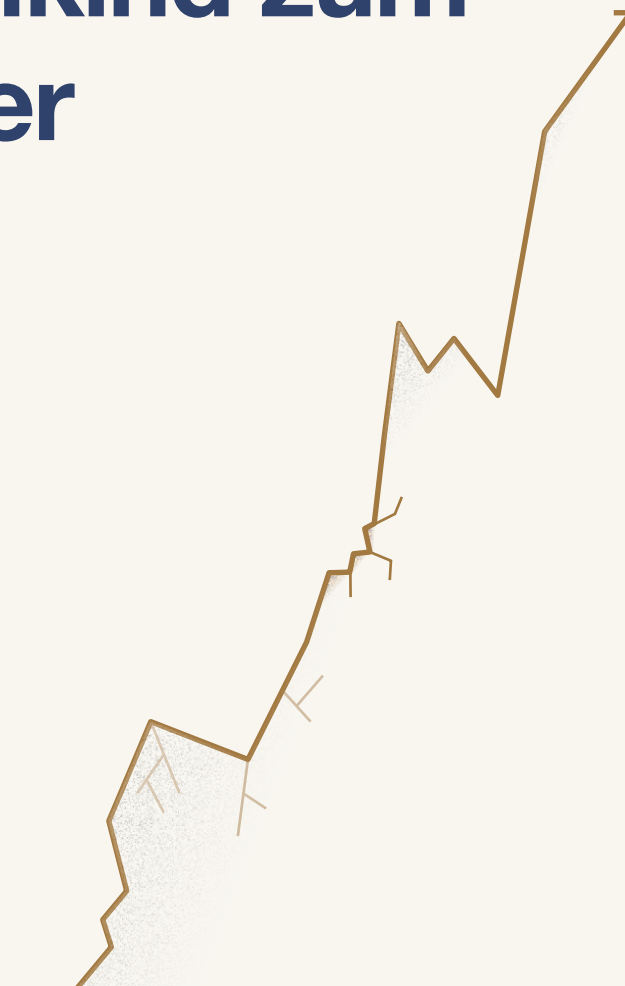


Der Goldstandard bei Edelmetallinvestitionen

- 78 % der Einnahmen im Jahr 2025 stammen aus Gold, 12 % aus Silber
- 68 % des Umsatzes im Jahr 2025 stammen aus Nordamerika
- Ein breit gefächertes Portfolio mit 80 produzierenden Anlagen
- Geringste Anzahl an Aktien im GDX-Index
- Das einzige Edelmetallunternehmen im S&P High Yield Dividend Aristocrats Index



Gold- und Silberminer: Vom Problemkind zum Musterschüler



Key Takeaways

- Vom Problemkind zum Musterschüler: Kapitaldisziplin, Verschuldungsabbau und transparente Ausschüttungspolitik haben den Minensektor verwandelt.
- 2025 war das profitabelste Jahr der Goldminen-Geschichte: Die Free-Cashflow-Marge des GDX-Aggregats sprang von 4,2 % auf 24,5 %, der Gewinn je Aktie vervierfachte sich – während das KGV von 30,8x auf 19,8x fiel.
- M&A als die neue Exploration: Mit 21,2 Mrd. USD allein im Goldbereich war 2025 das aktivste M&A-Jahr seit 2010 – getrieben von strukturellem Reservenmangel. Die globale Discovery-Rate ist seit 2009 von 202 Funden auf 70–90 pro Jahr eingebrochen, die Kosten je Discovery von 50 auf 200 Mio. USD gestiegen.
- Public-Participation-Phase, nicht Mania: Die Senior-Producers haben die Eröffnungssalve geliefert, die Mid-Tier-Konsolidierung läuft, die Junior-Finanzierungen kehren zurück.
- Templeton-Lackmustest bestanden: Generalisten-Allokation marginal, ETF-Zuflüsse anämisch, auf den Cocktailpartys redet man über KI. Hatte John Templeton recht, stehen wir nicht am Ende dieses Bullenmarkts, sondern mittendrin. Bullenmarkt, nicht Bubble.

The secret to investing is to figure out the value of something – and then to pay a lot less.

Joel Greenblatt

Wenn ein Sektor das Leitmotiv „Back to the Monetary Future“ unseres 20. Jubiläumsreports verkörpert, dann ist es der Goldminensektor. Über ein Jahrzehnt hinweg war der Sektor das Fegefeuer des Kapitalmarkts. Die Narben von rund 500 Mrd. USD vernichtetem Aktionärswert, von zyklisch fehlgesteuerten Übernahmen, von unbedarfter Expansion in marginale Lagerstätten hatten die Branche für eine Generation institutioneller Investoren weitgehend uninvestierbar gemacht.

„Gold and silver are not simply rising cyclically; they are being monetarily re-priced. Furthermore the precious metals mining equities remain priced for linear outcomes, not exponential operating leverage.“

Ben Davies

Aufmerksame Leser unserer Mining-Kapitel werden sich erinnern: 2022 schrieben wir, die Branche habe „geliefert“, aber der Markt habe es noch nicht realisiert. 2023 wiederholten wir, dass „Generalisten und Value-Investoren das Wertversprechen des Minensektors (wieder-)entdecken“ würden. 2024 beschrieben wir den Sektor noch als „Unloved, Undervalued, Underowned“ und mahnten, dass viele Investoren von den Q1/2024-Kennzahlen „überrascht“ wären. Im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ schließlich präsentierten wir die These einer „Cashflow- und Margenoptimierung“. Nun ist sie eingetreten.

Performance verschiedener Edelmetallveranlagungen, in USD, 30/04/2026

	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Gold	40,6%	102,2%	161,3%	257,3%
Silber	126,3%	180,6%	184,7%	313,8%
GDX	80,1%	166,5%	157,0%	241,8%
GDXJ	89,5%	187,5%	145,2%	202,0%
SIL	117,4%	189,7%	112,5%	141,5%

Quelle: LSEG, Incrementum AG

„Gold will continue to vanish into private hoards against the day that even no metallic money will be had or seen any more...Gold mines will once again be viewed as mini-central banks.“

Dan Oliver

Die Daten der nachfolgenden Tabelle erlauben einige Schlussfolgerungen zur Entwicklung von Gold, Silber und Goldminenaktien. Zwar weist Gold über kurze Zeiträume durchaus Korrelationen zur Federal-Funds-Rate, der 10-jährigen Treasury-Rendite oder dem CPI auf – langfristig sind diese jedoch nicht belastbar. **Einzig die negative Korrelation zum US-Dollar hat Bestand, und sie hat sich 2025 erneut bewährt: Während der DXY um 9,4 % nachgab, legte Gold um 64,4 % zu.**

Bei Goldminenaktien zeigt sich erneut der dominante Treiber: der Goldpreis selbst, verstärkt durch operativen Hebel. Der GDM-Anstieg von 155,4 % bei einem Goldpreisplus von 64,4 % entspricht einem Beta von rund 2,4. Auch Silber blieb seinem Ruf als „Gold auf Steroiden“ treu – mit einem Plus von 146,8 % gegenüber 64,4 % bei Gold.

Performance diverser Wertanlagen und makroökonomischer Indikatoren, 2000–2026 YTD

Jahr	Gold (USD)	Silver (USD)	GDM	S&P 500	DXY	US-CPI*	Effektiver US-Leitzins*	US 10Y*
2000	-5,3 %	-15,0 %	-31,3 %	-10,1 %	7,5 %	3,38 %	6,24 %	5,96 %
2001	2,4 %	0,4 %	39,3 %	-13,0 %	6,6 %	2,83 %	3,89 %	4,96 %
2002	24,4 %	3,3 %	79,7 %	-23,4 %	-12,8 %	1,59 %	1,67 %	4,53 %
2003	19,6 %	24,6 %	47,1 %	26,4 %	-14,7 %	2,27 %	1,13 %	3,99 %
2004	5,6 %	14,5 %	-9,6 %	9,0 %	-7,0 %	2,68 %	1,35 %	4,26 %
2005	18,1 %	29,7 %	29,1 %	3,0 %	12,8 %	3,39 %	3,21 %	4,26 %
2006	23,0 %	46,1 %	21,9 %	13,6 %	-8,2 %	3,24 %	4,96 %	4,78 %
2007	30,9 %	14,8 %	16,9 %	3,5 %	-8,4 %	2,85 %	5,02 %	4,57 %
2008	5,4 %	-23,5 %	-26,8 %	-38,5 %	5,8 %	3,85 %	1,93 %	3,58 %
2009	24,8 %	48,9 %	37,3 %	23,5 %	-4,1 %	-0,34 %	0,16 %	3,27 %
2010	29,5 %	83,4 %	33,9 %	12,8 %	1,5 %	1,64 %	0,18 %	3,12 %
2011	10,2 %	-10,3 %	-16,2 %	0,0 %	1,5 %	3,16 %	0,10 %	2,73 %
2012	7,1 %	9,5 %	-9,9 %	13,4 %	-0,5 %	2,07 %	0,14 %	1,73 %
2013	-28,0 %	-36,0 %	-54,4 %	29,6 %	0,3 %	1,47 %	0,11 %	2,36 %
2014	-1,8 %	-19,3 %	-12,7 %	11,4 %	12,8 %	1,62 %	0,09 %	2,48 %
2015	-10,4 %	-11,7 %	-25,5 %	-0,7 %	9,3 %	0,12 %	0,13 %	2,09 %
2016	8,5 %	15,2 %	53,3 %	9,5 %	3,6 %	1,26 %	0,40 %	1,82 %
2017	13,1 %	6,4 %	11,3 %	19,4 %	-9,9 %	2,13 %	1,00 %	2,33 %
2018	-1,5 %	-8,7 %	-9,6 %	-6,2 %	4,4 %	2,44 %	1,83 %	2,89 %
2019	18,3 %	15,2 %	39,7 %	28,9 %	0,2 %	1,81 %	2,16 %	2,08 %
2020	25,0 %	47,8 %	22,5 %	16,3 %	-6,7 %	1,24 %	0,38 %	0,82 %
2021	-3,6 %	-11,7 %	-10,9 %	26,9 %	6,7 %	4,69 %	0,08 %	1,45 %
2022	-0,2 %	3,0 %	-10,3 %	-19,4 %	7,9 %	8,01 %	1,68 %	3,00 %
2023	13,1 %	-0,9 %	8,8 %	24,2 %	-2,1 %	4,14 %	5,02 %	3,97 %
2024	27,2 %	21,5 %	9,1 %	23,3 %	7,1 %	2,95 %	5,14 %	4,23 %
2025	64,4 %	146,8 %	155,4 %	16,4 %	-9,4 %	2,69 %	4,21 %	4,23 %
2026 YTD	7,1%	3,5%	3,7%	5,3%	-0,3%	2,69%	3,64%	4,22%
Kumulativ	1.400,6%	1.219,6%	711,2%	365,9%				

Quelle: LSEG (per 30/04/2026), Incrementum AG
*Jahresdurchschnitt

Was wir seit 2025 erleben, lässt sich nicht anders als eine goldene Renaissance des Miningsektors beschreiben – eine Rückkehr zu finanzieller Disziplin, operativer Exzellenz und aktionärszentrierter Governance, die noch vor einem Jahrzehnt undenkbar gewesen wäre. **Aus dem volatilen Zickzack des Bärenmarktes ist ein volatiler, aber eindeutiger Aufwärtstrend geworden.**

Performance und Profitabilität 2025

2025 war das profitabelste Jahr in der Geschichte des Goldbergbaus. Die operative Performance war solide, doch die eigentliche Botschaft lautet: Der starke Goldpreisanstieg hat einen weit überproportionalen Effekt auf Gewinne, Free Cashflow und Bilanzqualität entfaltet. Wachstum durch zusätzliche Unzen war nie der Treiber – es ist die schiere Hebelwirkung des Preises auf die Margen, die das Bild verändert hat.

Werfen wir einen Blick auf die Zahlen: FactSet aggregiert die Quartalergebnisse aller GDX-Konstituenten zu einem Sektor-Index. Der Gewinn je Aktie des GDX-Aggregats vervierfachte sich von 1,05 USD auf 4,63 USD – ein Plus von 341 %. Im selben Zeitraum sank das KGV von 30,8x auf 19,8x. Anders formuliert: Die Anleger zahlen heute für jeden verdienten US-Dollar ein geringeres Vielfaches als noch vor drei Jahren – und das, obwohl pro Aktie nun mehr als das Vierfache verdient wird.

„In mining, hope is not a strategy, but cash flow is.“

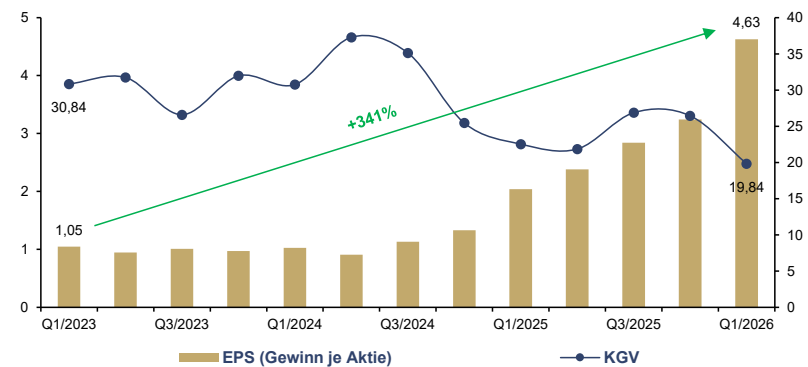
Pierre Lassonde

„If you pay well above the historical means for assets, you will get returns well below the historical mean.“

John Hussman

Das ist die wahre Anomalie dieses Zyklus. Selten in der Geschichte der Finanzmärkte konnte man eine strukturelle Vervielfachung der Profitabilität zu einem sinkenden Bewertungsmultiple einkaufen. Üblicherweise verläuft das Spiel umgekehrt: Steigende Gewinne ziehen steigende Multiples nach sich, und der Kurs leistet beides – Gewinnwachstum und Re-Rating. Hier hat der Markt nur den Gewinnsprung gewährt; das Re-Rating steht noch aus.

GDX (LTM), EPS (lhs), in USD, und KGV (rhs), Q1/2023–Q1/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG

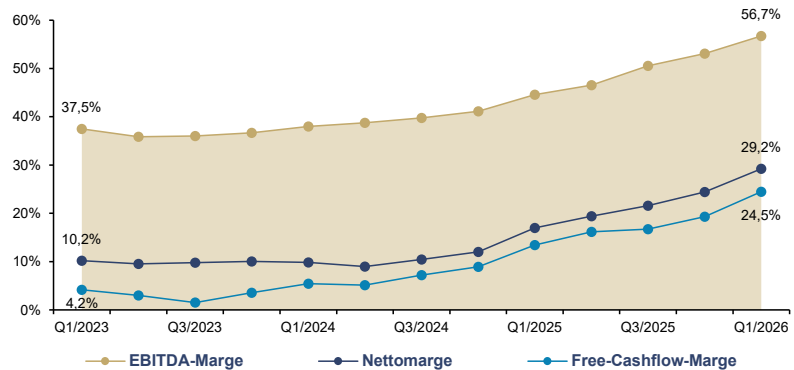
incrementum

„The fact is that one of the earliest lessons I learned in business was that balance sheets and income statements are fiction; cash flow is reality.“

Chris Chocola

Die Free-Cashflow-Marge des GDX-Aggregats lag in Q1/2023 bei 4,2 %, in Q1/2026 stand sie bei 24,5 %. Das ist ein Sprung um den Faktor sechs in 12 Quartalen, oder anders formuliert: Von jedem US Dollar Umsatz wandert heute beinahe ein Viertel als freier Cashflow auf die Bilanz. Die EBITDA-Marge wuchs parallel von 37,5 % auf 56,7 % – ebenfalls ein Niveau, das man sonst nur in den profitabelsten Tech-Industrien antrifft. **Wichtig ist, nochmals zu betonen: Der gesamte Profitabilitätssprung kam aus Margenexpansion, nicht aus Volumenswachstum.**

GDX (LTM), Margen, Q1/2023–Q1/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG

incrementum

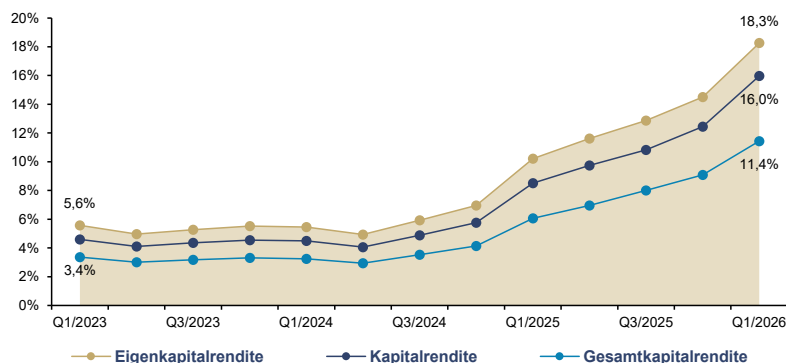
„Gebt mir einen festen Punkt, und ich werde die Erde aus den Angeln heben.“

Archimedes

Der nächste Chart illustriert die operative Hebelwirkung des Goldminensektors in Reinkultur. Während die Eigenkapital-, Kapital- und Gesamtkapitalrendite über fast zwei Jahre seitwärts tendierten, setzte ab Q3/2024 eine markante Beschleunigung ein. In Q1/2026 erreichte die Eigenkapitalrendite mit 18,3 % einen Spitzenwert, der vor drei Jahren noch undenkbar schien. Kapitalrendite (16,0 %) und Gesamtkapitalrendite (11,4 %) bestätigen das Bild. Hintergrund ist der inverse Zusammenhang zwischen Goldpreis und Cash-Kosten: Bei AISC-Margen von fast 3.000 USD pro Unze wandert jeder

zusätzliche Preisanstieg nahezu unverändert in die Gewinn- und Verlustrechnung. Wer trotz dieser Fundamentaldaten weiterhin behauptet, der Sektor sei „heißgelaufen“, verwechselt Kursperformance mit Bewertungsausweitung.

GDX (LTM), Rentabilitätskennzahlen, Q1/2023–Q1/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG



Wenn die Kosten steigen, weil der Goldpreis steigt

Die viel diskutierten Kostensteigerungen entpuppen sich bei näherem Hinsehen als überwiegend preisinduziert. Royalties, gewinnabhängige Steuern, Profit-Sharing-Komponenten und Wechselkurseffekte erklären den Löwenanteil des AISC-Anstiegs, nicht eine operative Verschlechterung.

Die einzige nennenswerte exogene Unsicherheit ist der Ölpreis. Da Diesel und Strom 2025 laut S&P Global rund ein Fünftel der Cash-Kosten ausmachen, könnten die realisierten AISC bei anhaltend hohem Ölpreis Richtung 1.800–1.900 USD pro Unze tendieren. Eine BMO-Analyse beziffert die Sensitivität präzise: Pro Ölpreisanstieg um 10 % steigen die Goldförderkosten um rund 2 %. Newmont selbst kalkulierte seine Februar-Guidance auf Basis von 70 USD/Barrel Brent und beziffert den Effekt einer Ölpreisveränderung von 10 USD/Barrel mit rund 12 USD pro Unze auf die AISC. Bei einer Margenexpansion um den Faktor 6,5 seit 2015 ist das eine Belastung, die im Lärm der Goldpreisrally untergeht.

„Like energy investing, mining is the business of driving dollars into the dirt and hoping you get more dollars back.“

Kailash Concepts

Exogen vs. endogen: Wo die wahre Herausforderung liegt

Differenzierung ist freilich geboten. Die strukturelle AISC-Inflation seit 2020 ist real – und sie hat zwei Quellen, die fundamental unterschiedlich zu bewerten sind:

- **Exogene Kostentreiber** wie Diesel, Stahl, Reagenzien oder Reifen sind mittlerweile gut über die Hedging- und Beschaffungspolitik der etablierten Produzenten abgedeckt. Sie sind operativ steuerbar.
- **Endogene Kosteninflation** wie fallende Erzgrade, abnehmende Mine-Lives oder steigende Stripping-Ratios ist hingegen nicht hedgebar. Die Mining-Industrie operiert seit Jahrzehnten gegen das Gesetz der abnehmenden Erträge, und kein Forward-Kontrakt der Welt kann einen Erzgrad zurückbringen, der einmal abgebaut ist.

Genau hier liegt die operative Wasserscheide des Sektors. **Senior-Producers mit Tier-1-Assets und langer Mine-Life sind die strukturellen Profiteure** – sie konvertieren die Margenexpansion nahezu vollständig in freien Cashflow. Mid-Tier- und Junior-Produzenten mit komplexeren Assets, kürzeren Mine-Lives oder capex-intensiven Wachstumsprojekten realisieren die Margenexpansion zwar ebenfalls, aber mit höheren operativen Risiken.

„Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.“

Warren Buffett

Die Branche kann heute gleichzeitig wachsen, entschulden und ausschütten – eine bemerkenswerte Konstellation für einen Sektor, der noch vor wenigen Jahren als Synonym für Kapitalvernichtung galt.

Wachsen, entschulden, ausschütten – und das gleichzeitig

Bemerkenswert ist die neue Mehrdimensionalität der Kapitalallokation. Die alte Entweder-oder-Logik – Wachstum *oder* Bilanzreparatur *oder* Ausschüttung – ist passé. Die Branche kann heute gleichzeitig wachsen, entschulden *und* ausschütten. Eine bemerkenswerte Konstellation für einen Sektor, der noch vor wenigen Jahren als Synonym für Kapitalvernichtung galt.

Unter unseren Premium-Partner-Minern war 2025 das Jahr, in dem das Kapital zu den Aktionären zurückkehrte – und nicht zurück in den Boden. Barrick führte den strukturellen Reset an: mit Rekord-Ausschüttungen von 2,4 Mrd. USD, einer Dividendenanhebung um 140 % und einem 1,5 Mrd. USD schweren Aktienrückkauf, flankiert von einer neuen Policy, die 50 % des zurechenbaren Free Cashflows als Jahresausschüttung anvisiert – bestehend aus einer fixen Quartalsdividende plus einem performanceabhängigen Top-up zum Jahresende. Newmont reichte rekordverdächtige 3,4 Mrd. USD an die Aktionäre weiter, bediente 3,6 Mrd. USD seines 6 Mrd. USD schweren Buyback-Programms, reduzierte gleichzeitig die Nettoverschuldung um 3,4 Mrd. USD und schloss 2025 mit einer Netto-Cash-Position von 2,1 Mrd. USD ab. Agnico Eagle erreichte mit 1,4 Mrd. USD Gesamtausschüttung (803 Mio. USD Dividenden, 600 Mio. USD Rückkäufe) einen Unternehmensrekord, hob die Dividende für 2026 um weitere 12,5 % an und wahrte damit eine ununterbrochene Dividendenhistorie, die bis 1983 zurückreicht. Kinross steigerte die Dividende um 17 % und das Buyback-Volumen auf 600 Mio. USD. Endeavour Mining schickte 435 Mio. USD an die Aktionäre – 93 % über dem eigenen Mindestcommitment – und kündigte für den Zeitraum 2026–2028 mindestens 1 Mrd. USD an Ausschüttungen an. Harmony erzielte unter der bestehenden Policy einen FY25-Rekord von 2,4 Mrd. ZAR (133 Mio. USD) und erweiterte anschließend ihren Dividendenrahmen von 20 % auf 30 % des Netto-Free-Cashflows mit Upside-Option auf 50 % – was die Interimsdividende für H1/FY26 mehr als verdoppelte.

Pan American Silver gab USD 221 Mio. via Dividenden und Buybacks zurück und erhöhte die Ausschüttung in drei aufeinanderfolgenden Quartalen, gekrönt von einem Plus von 29 % im Q4. Mineros zahlte USD 42 Mio. aus – bei einem Rekord-Nettogewinn von USD 145 Mio. – und hielt eine Fünfjahres-Dividendenwachstumsrate von rund 17 %. Am saubersten verkörpern die Royalty- und Streaming-Partner die neue Disziplin: Royal Gold markierte 2025 die 25. konsekutive Jahresdividenden-Erhöhung.

Equinox Gold reduzierte seine Nettoverschuldung seit Q2/2025 um USD 1,1 Mrd., kündigte im Februar 2026 die erste Dividende seiner Geschichte (USD 0,06 annualisiert) und ein erstes Aktienrückkaufprogramm an – der klassische Übergang von Aufbau zu Kapitalrückführung. Elemental Royalty, das Post-Merger-Konstrukt aus Elemental Altus und EMX, ging einen ähnlichen Weg mit einer ersten Jahresdividende von USD 0,12 – und einen Schritt weiter, indem registrierte Aktionäre die Wahl haben, ihre Ausschüttung in Tether-Gold-Token zu erhalten. First Majestic arbeitet mit einer umsatzgekoppelten Dividendenformel (1 % des Quartalsumsatzes), die die Ausschüttung pro Aktie 2025 nahezu verdoppelte, getragen von steigenden Silber- und Goldpreisen. Fortuna setzt lieber auf Rückkäufe als auf Dividenden: Das Unternehmen vernichtete 3,4 Mio. Aktien zu durchschnittlich USD 9,53, bevor es das Programm im Mai 2026 um weitere 5 % des Free Floats erneuerte. Die übrigen Mitglieder unseres Partner-Rosters – Explorer, Developer und Turnaround-Operationen – reinvestieren stattdessen in Ressourcenerweiterung. In dieser Phase des Zyklus ist auch das eine Form von Disziplin.

Die vier Säulen der neuen Disziplin

Vier Verhaltensänderungen tragen diese Wende und unterscheiden den aktuellen Zyklus fundamental von früheren Bullenmärkten:

- **Capex-Disziplin:** Selbst die für 2026 erwarteten Capex-Steigerungen von rund +25 % yoy bleiben deutlich unter den 2011/12-Höchstständen. Wichtiger noch: Das zusätzliche Geld fließt überwiegend in Brownfield-Erweiterungen bestehender Tier-1-Assets und nicht in Greenfield-Megaprojekte.
- **Hedging-Disziplin:** Aus dem Hedging-Debakel der späten 1990er- und frühen 2000er-Jahre hat die Branche gelernt: Die führenden Produzenten verkaufen heute zum Spotpreis und partizipieren damit voll an der Rally, statt sie wie in früheren Zyklen via Forward-Sales an die Banken zu verschenken.
- **Konservative Kalkulation:** Die Majors kalkulieren ihre Reserven zu 1.700–2.200 USD/oz – bei einem Spotpreis von rund 4.600 USD/oz. Doppelter Effekt: Die Reserven sind gegen einen Preisrückgang abgesichert, *und* es schlummert ein erhebliches Aufwertungs-Potenzial in den Bilanzen.
- **Verwässerungsdisziplin:** Der prägnanteste Indikator des Paradigmenwechsels: Im Superzyklus 2003–2012 wuchs die Aktienzahl der Majors teils zweistellig pro Jahr – getrieben durch Akquisitionen und Equity-Raisings. Heute liegt die Verwässerung deutlich niedriger, viele Produzenten kaufen sogar aktiv eigene Aktien zurück.

Die Branche hat aus den Exzessen der Vergangenheit gelernt. Die einzige offene Frage ist, ob die Investorenschaft diese Lektion ebenfalls verinnerlicht hat.

Die nächste M&A-Welle: Reservenbeschaffung als strategischer Imperativ

Das Wachstumsbild bleibt zweigeteilt: Die Senior-Produzenten erwarten 2026 einen durchschnittlichen Produktionsrückgang von rund 4,5 %, während Intermediates mit +5,4 % und Juniors mit +16,8 % expandieren. Das organische Wachstum verlagert sich klar in Richtung der „neuen Generation“ von Minen – Côté, Greenstone, Valentine, Tocantinzinho, Blackwater, Goose, Media Luna. Wer als Major an die Reserven dieser Generation will, steht vor einer simplen Wahl: bauen, finden – oder kaufen.

Genau hier setzt die nächste M&A-Welle an. 2025 dominierten drei Großtransaktionen den Markt: Coeur/New Gold (6,88 Mrd. USD), Gold Fields/Gold Road (3,69 Mrd. USD), Equinox/Calibre (2,13 Mrd. USD). Drei Strukturmerkmale heben diese Welle vom Akquisitionsexzess des Superzyklus 2003–2012 ab:

- **All-Stock und Mixed-Cash-Stock dominieren, reine Cash-Deals sind die Ausnahme.** Käufer setzen ihre relativ aufgewerteten Aktien als Akquisitionswährung ein, statt knappe Cash auszugeben.
- **Premium-Spreads zwischen 11 und 39 %** – weit entfernt von den 50–80 %-Prämien des letzten Superzyklus.
- **Strategische Logik, durchgängig Reservenbeschaffung, nicht Diversifikation:** Northern Star/De Grey, Pan American/MAG Silver, Coeur/New Gold, Fresnillo/Probe – kein einziger Conglomerate-Deal, kein einziger Schritt in fremde Rohstoffe.

Der strukturelle Hintergrund: sinkende Funde. Die Daten von Richard Schodde liefern die fundamentale Begründung dieser M&A-Logik: Wurden im Spitzenjahr 2009 noch 202 Funde gemeldet, sind es aktuell nur mehr 70–90 pro Jahr, die durchschnittlichen Kosten je signifikantem Fund sind von rund 50 Mio. USD vor dem Boom auf

Capex-Disziplin. Hedging-
Restraint. Konservative Kalkulation.
Verwässerungsdisziplin. Vier
Säulen, die diesen Zyklus
fundamental von früheren Bullen-
märkten unterscheiden.

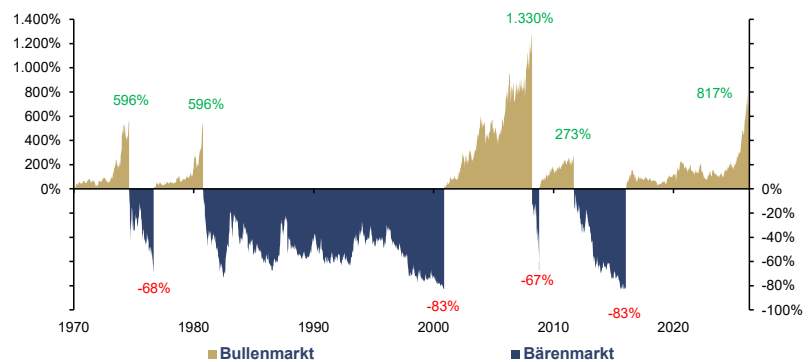
” You have to kiss a lot of frogs
before you find a prince. In
mining, you have to drill a lot of
holes before you find a mine.
Ross Beaty

heute rund 200 Mio. USD gestiegen. Seit 2010 wurden global nur 1.967 Moz Gold in 645 Lagerstätten entdeckt – bei zeitgleich 1.470 Moz an gefördertem Gold. Das klingt nach Reservenauflauf, ist aber nur dann positiv, wenn man das Ressourcenwachstum bei bestehenden Minen einrechnet. Bei echten neuen Funden durch eigenständige Explorationsaktivität ist die Bilanz defizitär.

Goldminenaktien: Aktives Management ist gefragt!

Leser sind mit unserer Unterscheidung zwischen *Sicherheitsgold*, d. h. physisches Gold zum Kaufkraftherhalt, und *Performance-Gold*, d. h. Minenaktien und Mining-Fonds zum Kapitalzuwachs, bereits vertraut. **Angesichts der vielfältigen Risiken plädieren wir im Umgang mit Goldminenaktien für eine aktive Investmentstrategie.** Denn nicht nur die Bullenmärkte sind in der Regel deutlich ausgeprägter als bei herkömmlichen Aktiensektoren, sondern auch die Bärenmärkte.

Goldminenaktien* Bullen-/Bärenmarkt, in USD, 01/1970–05/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
 *BGMI = 01/1970–11/2000, HUI = 11/2000–



Das Incrementum Active Aurum-Signal

„Catenaccio is not just defending; it's about knowing when to strike. You wait, you watch, and then you kill them on the counter.“

Nereo Rocco

Doch anhand welcher Kriterien lässt sich der optimale Zeitpunkt, um in die Offensive zu gehen und sich Performance-Gold ins Portfolio zu legen, bestimmen? Und wann ist es gemäß der Football-Weisheit „Die Offensive gewinnt Spiele, die Defensive aber Meisterschaften“ an der Zeit, defensiver zu agieren?

In den vergangenen Jahren haben wir uns intensiv mit dieser Fragestellung beschäftigt und ein Signal entwickelt, das uns dabei hilft, diesen Zeitpunkt präzise zu antizipieren. Das Ergebnis unserer Analyse ist unser proprietäres *Incrementum Active Aurum-Signal*, das wir zum ersten Mal im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ im Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ vorgestellt hatten. Dieses Signal dient dazu, den optimalen Zeitpunkt für die Anpassung des Gold-Exposures im Portfolio zu bestimmen.¹

Zusammensetzung

Das *Incrementum Active Aurum-Signal* besteht aus zwei Sub-Signalen: dem Zyklus-Signal und dem Fundamental-Signal. **Das Zyklus-Signal setzt sich aus fünf anti-zyklischen Komponenten zusammen:**

¹ Dieses proprietäre Signal unterstützt die Gewichtungen des *Incrementum Active Gold Fund*.

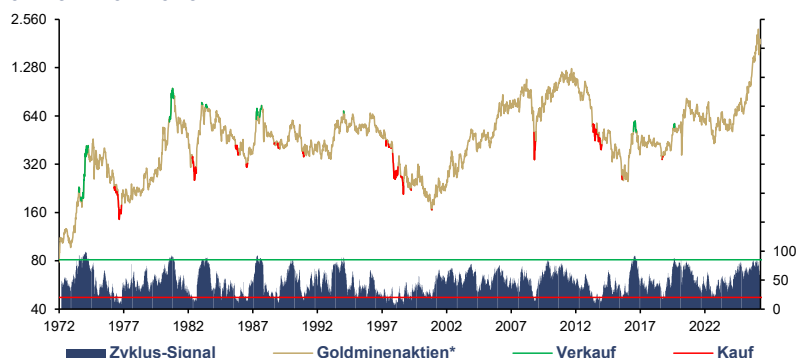
- **Momentum:** Relative-Strength-Index (RSI) der Goldminenaktien
- **Sentiment:** CFTC-Netto-Goldpositionierung
- **Risikoappetit:** Bollinger-Bänder auf Goldminenaktien/Gold-Ratios
- **Makro-Umfeld:** Treasury-Inflation-Protected Securities (TIPS)
- **Boom/Bust-Indikator:** Goldminenaktien relativ zu ihrem gleitenden Durchschnitt

Alle Subindikatoren des Zyklus-Signals oszillieren zwischen 0 und 100 und wirken in unterschiedlichen Gewichtungen auf das Zyklus-Signal ein. Insgesamt ergibt sich daraus das Zyklus-Signal, ebenfalls mit einem Wert zwischen 0 und 100. Kauf- bzw. Verkaufssignale werden generiert, wenn das Zyklus-Signal über 85 (= Verkaufssignal) bzw. unter 20 (= Kaufsignal) liegt.

„Die größten Entdeckungen entstehen oft aus einer Reihe kleinerer Entdeckungen, die sich zusammenfügen.“

Alexander Fleming

Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Zyklus-Signal (rhs), 01/1972–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Der zweite Eckpfeiler des *Incrementum Active Aurum-Signals* ist das **Fundamental-Signal**, welches als **prozyklischer Marktumfeld-Indikator für Goldminenunternehmen verstanden werden kann**. Im Gegensatz zum Zyklus-Signal kennt das Fundamental-Signal lediglich zwei Ausprägungsstufen:

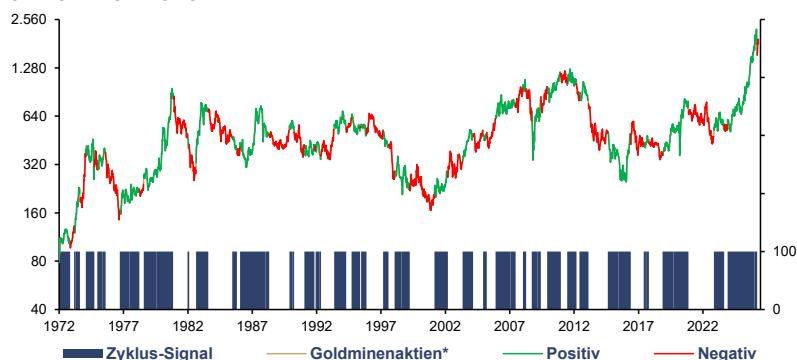
„Markets are never wrong – opinions often are.“

Jesse Livermore

- 0: negatives/schwaches Fundamental-Umfeld
- 100: positives/starkes Fundamental-Umfeld

Bei einem Wert von 100 wird ein Kaufsignal ausgelöst, bei einem Wert von 0 das Verkaufssignal.

Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Fundamental-Signal (rhs), 01/1972–04/2026

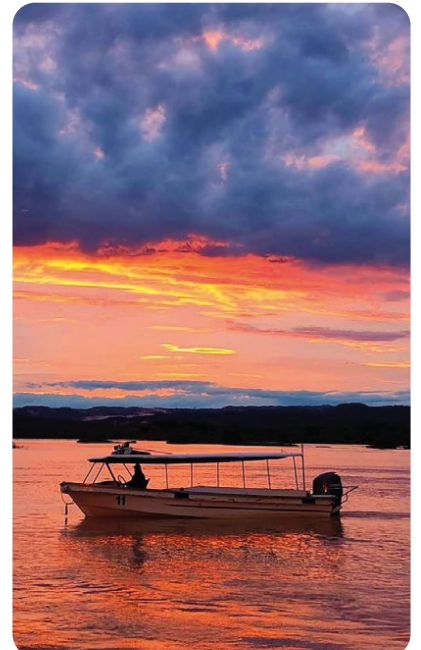


Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–





Rekordergebnisse,
bewiesenes
Wachstum,
ungenutztes
Potenzial.



TSX:MSA OTCQX:MNSAF BVC:MINEROS

www.mineros.com.co

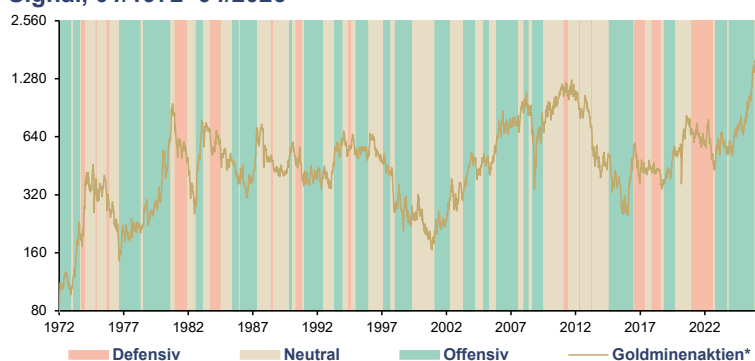


Interpretation des Signals

Die Kombination aus den beiden Sub-Signalen ergibt das *Incrementum Active Aurum*-Signal, welches drei Ausprägungsstufen hat:

- offensiv: Beide Sub-Signale stehen auf „kaufen“.
- neutral: Die beiden Sub-Signale weisen divergierende Ausrichtungen auf.
- defensiv: Beide Sub-Signale stehen auf „verkaufen“.

Goldminenaktien* (log), in USD, und Incrementum Active Aurum-Signal, 01/1972–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Backtest-Eigenschaften

Im Backtest seit 1971 zeigt das *Incrementum Active Aurum-Signal* im Schnitt 1,5 Signalwechsel pro Jahr an. Diesen Wert interpretieren wir als positiv.

Eine simple Backtest-Strategie mithilfe des *Incrementum Active Aurum-Signals* lässt sich umsetzen, indem bei einer offensiven Ausrichtung eine vollständige Investition zu 100 % in Goldminenaktien erfolgt, bei einem neutralen Signal eine Investition zu 50 % und bei einer defensiven Signalausprägung zu 0 %. Als Anlageinstrumente haben wir für den Backtest von 1971–2005 den Barron's Gold Mining Index (BGMI) und ab dem Auflagejahr 2006 den VanEck Gold Miners UCITS ETF (GDX) herangezogen. Während der BGMI der älteste Goldminenaktienindex weltweit ist, stellt der GDX ein Anlagevehikel im Bereich der Goldminen dar, in das die allermeisten Investoren global investieren können.

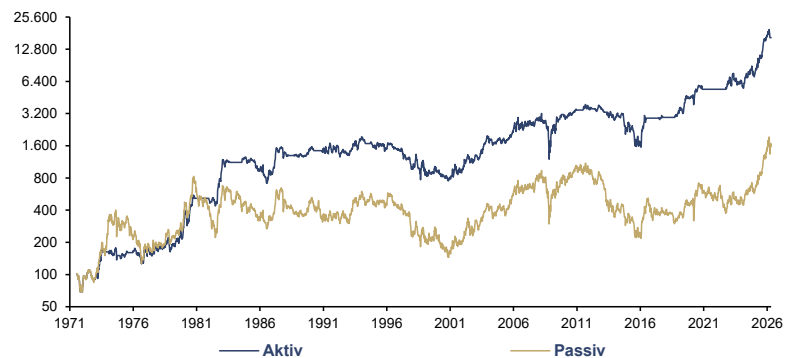
Die zentrale Frage lautet nun: Wie sieht die Performance einer aktiven Goldminenaktien-Strategie mithilfe unseres *Incrementum Active Aurum-Signals* im Vergleich zu einer passiven Strategie, sprich einer Strategie, bei der man immer zu 100 % in Goldminenaktien investiert ist, aus? **Die Ergebnisse sprechen eine klare Sprache.**

„It is a capital mistake to theorize before one has data.

Arthur Conan Doyle

Die annualisierte Volatilität der aktiven Strategie liegt bei 26,05 % – zehn Prozentpunkte unter der passiven Strategie (36,93 %). Bessere Performance bei geringerem Risiko.

Performance-Vergleich: Aktive vs. Passive Goldminenaktienstrategie* (log), in USD, 100 = 07/1971, 07/1971–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

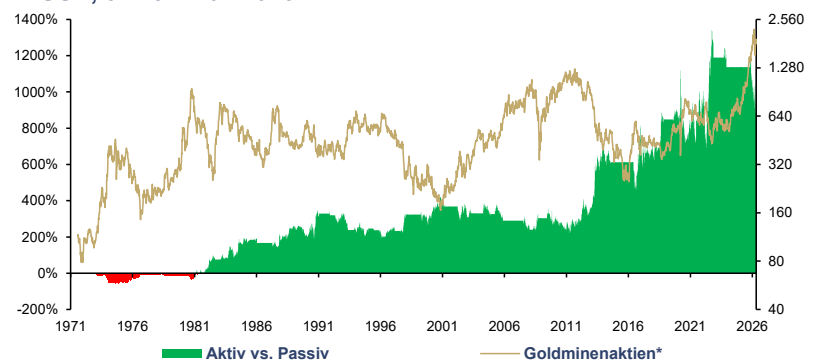


» *In God we trust, all others bring data.*

W. Edwards Deming

Während eine passive Strategie seit 1971 eine Performance von etwa 1.477 % (CAGR von 5,16 %) erzielen konnte, erreichte die aktive Minenaktienstrategie eine Performance von über 16.000 % (CAGR von 9,76 %). Positiv festzuhalten ist in diesem Zusammenhang, dass die Überrendite nicht aufgrund einer zeitraumabhängigen Outperformance in einer kurzen Periode erzielt wurde, sondern konstant über den gesamten Zeitverlauf. Die Ergebnisse des relativen Performance-Backtests sind demnach unabhängig vom Zeitraum.

Überrendite Aktiv vs. Passiv (lhs), und Goldminenaktien* (rhs, log), in USD, 07/1971–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Zu Beginn haben wir verdeutlicht, dass ein Investment in Goldminenaktien aufgrund ihrer ausgeprägten Volatilität möglicherweise für viele Investoren abschreckend wirkt. Daher ist es im Rahmen des Backtests nicht nur wichtig, die Performance zu betrachten, sondern auch Risikokennzahlen zu analysieren.

Der nächste Chart illustriert den Draw-down-Vergleich zwischen einer passiven

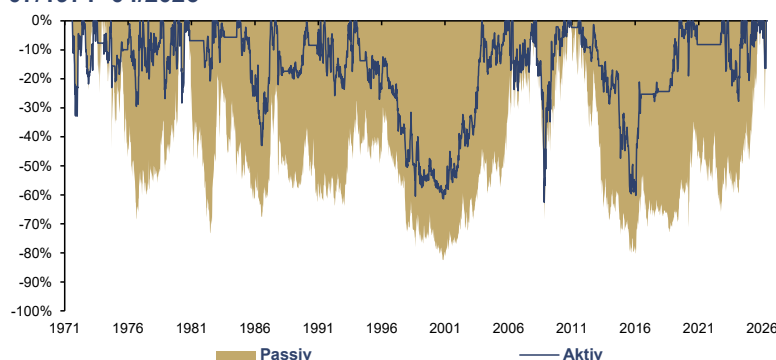
Minenstrategie und einer aktiven Strategie unter Verwendung des *Incrementum Active Aurum-Signals*. Das Ergebnis ist eindeutig: Die aktive Strategie verzeichnete wesentlich geringere Drawdowns. Zudem liegt die annualisierte Volatilität der aktiven Strategie bei 26,05 % und damit zehn Prozentpunkte unter der Volatilität einer passiven Strategie (36,93 %).

Die Senior-Producer-Rally 2024 bis 2025 war die Eröffnungssalve. Der Hauptakt – die Rotation in die Spätphasen-Hebelklassen – steht noch aus.

„Gains are overrated. Avoiding loss is underrated.

D. Muthukrishnan

Drawdown-Vergleich: Aktive vs. Passive Goldminenaktienstrategie*, 07/1971–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Die erzielten Ergebnisse legen somit nahe, dass eine durch das *Incrementum Active Aurum-Signal* unterstützte aktive Strategie einer passiven Goldminenaktien-Strategie sowohl hinsichtlich der Performance als auch hinsichtlich der Risikocharakteristika deutlich überlegen ist. Das Signal ermöglicht einen Investmentprozess, der nicht nur die langfristigen Marktzyklen, sondern auch kurzfristige Volatilität und Trends in Betracht zieht, um das Gold(-Minenaktien)-Exposure im Portfolio besser an wechselnde Marktbedingungen anzupassen. Im Backtest besticht das *Incrementum Active Aurum-Signal* mit einer deutlichen Outperformance gegenüber einer passiven Minenaktienstrategie. Dies wird durch die nachfolgende Tabelle veranschaulicht, in der sowohl Performance- als auch Risikokennzahlen aufgeführt sind.

„You get volatility in the market because people overreact to news, good or bad. That's where the bargains are.

Peter Lynch

Passive vs. aktive Minenaktienstrategie, in USD, 07/1971–04/2026

	Passiv	Aktiv
Performance	1.477 %	16.279 %
CAGR	5,16 %	9,76 %
Annualisierte Volatilität	36,93 %	26,05 %
Sharpe-Ratio	0,14	0,36
Sortino-Ratio	0,19	0,46
Omega-Ratio	1,05	1,17
Schiefe	-0,49	0,01
Max DD	-82,53 %	-62,56 %
RoMaD	3,34	8,15

Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

„I do not play according to a given set of rules; I look for changes in the rules of the game.“

George Soros

„The trick is to win at the slowest speed possible.“

Niki Lauda

„The topic of getting rich versus staying rich is undervalued because the former can be driven by luck, but the latter is almost pure strategy and tactics.“

Morgan Housel

Aktuelle Entwicklung des Signals

Nach einer eindrucksvollen Rally im Edelmetallsektor hat das *Incrementum Active Aurum-Signal* per 10. Oktober 2025 zunächst von *offensiv* auf *neutral* gewechselt. Damit erfolgte der erste Signalwechsel seit dem Live-Tracking per 1. Jänner 2024. In der **Offensiv-Phase von 1. Dezember 2023 bis 10. Oktober 2025** verzeichnete der HUI-Index in USD gerechnet einen Anstieg von rund 150 %. Der Wechsel beruhte auf einer antizyklischen Marktüberhitzung im Zyklus-Signal, während das Fundamentalsignal weiterhin positiv blieb.

Am 20. März 2026 erfolgte dann der Wechsel von *neutral* auf *defensiv*. Auslöser für den Signalwechsel war das deutlich eingetrübte Marktumfeld im Edelmetallsektor im Zuge des Iran-Kriegs, wodurch das Fundamentalsignal nun ebenfalls drehte. Steigende Energiepreise nähren neue Inflationssorgen, treiben die Renditen nach oben und gestalten die Zinserwartungen falkenhafter. Gleichzeitig ergibt sich daraus eine herausfordernde Kombination für Goldminenaktien. Hinzu kommt, dass mögliche Risk-off-Bewegungen an den Aktienmärkten Minenaktien zusätzlich belasten können, da sie aufgrund ihres Aktiencharakters eine entsprechende Sensitivität gegenüber der allgemeinen Marktstimmung aufweisen.

Die aktuell defensive Signal-Ausprägung ist nicht als strukturell negatives Votum für Gold und Minenaktien zu verstehen und ebenso wenig als generelle Verkaufsempfehlung. Vielmehr legt das Signal nahe, taktisch Risiko aus dem Minensegment zu nehmen, um bei verbesserter Ausgangslage wieder offensiver agieren zu können. Der längerfristige strukturelle Investment-Case für Gold und Minenaktien bleibt aus heutiger Sicht intakt. Gerade in diesem Spannungsfeld zeigt sich der Mehrwert von **aktivem Management**, das strategische Überzeugungen mit einem disziplinierten, quantitativen Signalsystem verbindet.

Wo stehen wir im Zyklus? Die drei Phasen nach Dow und ihre Übersetzung auf den Mining-Sektor

„The public, as a whole, buys at the wrong time and sells at the wrong time.“

Charles Dow

Charles Dow beschrieb die *Public-Participation*-Phase als längste der drei Phasen eines Bullenmarkts: zunehmende öffentliche Beteiligung, trendbestätigende Fundamentaldaten, breit fundierte Kursanstiege – und, entscheidend, eine Kapitalrotation von den Frühphase- zu den Spätphase-Asset-Klassen. Übersetzt auf den Mining-Sektor heißt das: zuerst Royalties & Streamer sowie Senior-Producers, dann Mid-Tier, am Ende Junior-Explorer.

Goldminen-Bullenmarkt nach Dow-Theorie

Phase	Treiber	Bevorzugte Asset-Klassen	Marktverhalten
Accumulation (Phase 1)	Frühe Smart-Money-Käufer, Kontraindikator zur öffentlichen Meinung	Physisches Gold, Royalty-Champions; Senior-Producers	Niedrige Volumen, narrative Skepsis
Public Participation (Phase 2)	Trend-Bestätigung, Fundamentaldaten verbessern sich, Generalist-Allokation kehrt zurück	Senior-Producers → Mid-Tier-Producers → Developers	Steigende Volumen, breite Kursanstiege
Distribution (Phase 3)	Smart Money verkauft an späte Generalist-Käufer	Mid-Tier-Producers → Junior-Developers → Pure Explorers	Mania-Volumen, parabolische Bewegungen, FOMO

Quelle: Incrementum AG

Wo stehen wir heute? Inmitten der *Public-Participation*-Phase. Vier empirische Indikatoren zeichnen ein konsistentes Bild:

- **Die Senior-Producers haben die Eröffnungssalve geliefert.** Die ersten 18 bis 24 Monate des Bullenmarkts gehörten klar den großen Cashflow-Generatoren – jenen Konzernen, die die Margen-Expansion am unmittelbarsten in Free Cashflow konvertieren konnten.

- **Die Mid-Tier-Konsolidierung läuft auf Hochtouren.** Gold-M&A-Transaktionen erreichten 2025 mit 21,2 Mrd. USD über 32 Transaktionen den höchsten Wert seit 2010. Die strategische Logik ist eindeutig: Reservenbeschaffung über Akquisition, weil Greenfield-Exploration schlicht zu langsam und zu teuer geworden ist.
- **Die Junior-Finanzierungen kehren zurück.** Nach fünf Jahren mit schwachen Kapitalzuflüssen, mit dem Tiefpunkt 2024 bei 10,27 Mrd. USD, deutet sich nun die Trendwende an. Auch am unteren Ende des Marktes hat sich 2025 einiges getan. Wir haben das zweitbeste Jahr für Finanzierungen seit 2011 gesehen. Bis Anfang März sah es in 2026 nach einem Rekordjahr aus, allerdings hat die Krise im Mittleren Osten den Risikoappetit der Anleger etwas gezügelt.

Trotz Rekord-Free-Cashflows, Net-Cash-Bilanzen und einer Margenexpansion vom Faktor 6,5 seit 2015 preist der Markt die Miner weiterhin so ein, als hätte die letzte Dekade nicht stattgefunden.

Die Diagnose ist eindeutig. Wir stehen weder am Anfang noch am Ende der *Public-Participation*-Phase, sondern mittendrin. Die Rotation von den Seniors hin zu Mid-Tier-Producers und Developers hat begonnen, aber die finale, lautstarke Welle in Richtung Junior-Explorer fehlt noch.

Damit liegt der verbleibende Sweetspot dieses Bullenmarkts klar erkennbar bei den Mid-Tier-Producers, den Developers und den qualitativ hochwertigen Juniors. Die Senior-Producer-Rally 2024 bis 2025 war die Eröffnungssalve. Der Hauptakt – die Rotation hin zu den Spätphasen-Hebelklassen – steht noch aus.

Der Time-Lag der Goldminer: 1980er- vs. 2011er-Muster

Eine der zentralen Timing-Fragen für Mining-Investoren lautet: Peak der Minensektor vor oder nach dem Goldpreis? Die historische Antwort ist verblüffend uneindeutig, denn die beiden letzten säkularen Bullenmärkte zeigen ein exakt spiegelverkehrtes Muster.

1980: Miner-Peak NACH dem Gold-Peak. Gold erreichte am 21. Jänner 1980 sein damaliges Allzeithoch von 850 USD. Der Barron's Gold Mining Index (BGMI) folgte erst neun Monate später, am 17. Oktober 1980, bei rund 1.285 Punkten. Während Gold zwischen Jänner und April 1980 um 41 % korrigierte, startete der BGMI im April eine sechsmonatige Rally und verdoppelte sich nahezu – obwohl der Goldpreis bereits weit unter sein Jänner-Hoch gefallen war. Mania-Distribution im Lehrbuchstil: Generalisten steigen spät ein und konzentrieren ihre Käufe auf die Miner, weil dort im finalen Crescendo die größten Renditen winken.

2011: Miner-Peak VOR dem Gold-Peak. Im 2000er-Bullenmarkt verlief das Muster spiegelbildlich. Der HUI markierte sein Allzeithoch bereits im April 2011 bei rund 638 Punkten. Gold zog erst fünf Monate später nach und erreichte im September 2011 einen Preis von 1.921 USD. Die Miner begannen ihren Bärenmarkt also, als Gold noch in der finalen Aufwärtsbewegung war. Das Ergebnis war brutal: Der HUI verlor bis Jänner 2016 83 %, Gold „nur“ 45 %.

Die beiden Setups könnten kaum unterschiedlicher sein. 1980 dominierten kostendisziplinierte, schuldenfreie, erzgehaltreiche Produzenten – südafrikanische Untertage-Minen und nordamerikanische Tier-1-Projekte –, die ungehebelt am Goldpreis partizipierten. 2011 hingegen steckte die Branche tief in der Phase ungetimter Mega-Akquisitionen, extrapolierte Reservenpreise und ausufernder Capex-Programme. Die

» *Der wichtigste Gedanke auf dem Gipfel gilt dem Weg nach unten.*
Reinhold Messner

Margen-Story wurde von strukturellen Bilanz- und Governance-Problemen überlagert – und der Markt diskontierte diese Diskrepanz, bevor die Goldpreis-Korrektur überhaupt einsetzte.

Die Lehre für heute: Mit Net-Cash-Bilanzen, Hedging-Disziplin, konservativen Reservenpreis-Annahmen und ausgeprägter Kapitaldisziplin ähnelt der Mining-Sektor von 2026 strukturell weit mehr dem disziplinierten 1980er- als dem überoptimistischen 2011er-Setup. Trägt diese Parallele, markieren die Miner ihren Peak nicht vor, sondern nach dem Gold. Selbst wenn Gold in den kommenden Quartalen seinen zyklischen Peak findet, könnte die Mining-Outperformance weitere sechs bis zwölf Monate andauern – und genau diese Distributionsphase war 1980 die profitabelste Periode des gesamten Zyklus.

Die relative Bewertung der Miner

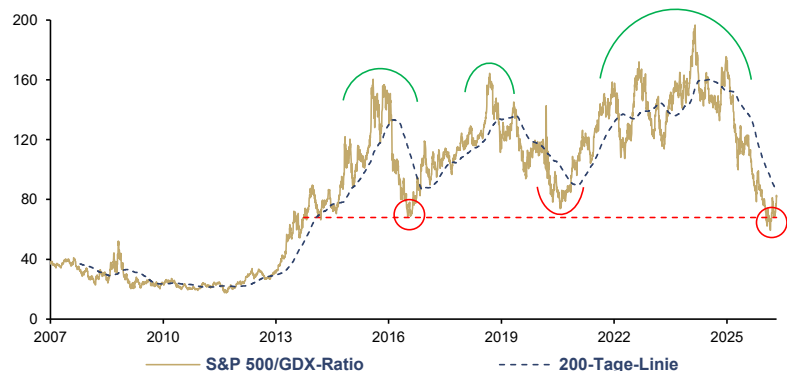
Goldaktien sind historisch attraktiv bewertet, egal ob gemessen am Nettoinventarwert, der Produktion, den Reserven oder dem Buchwert. Sehen wir uns nun aber die relative Bewertung der Minenaktien an.

» *Getting to the top is optional.
Getting down is mandatory.*

Ed Viesturs

Der erste Chart illustriert die relative Stärke der Goldminenaktien gegenüber dem S&P 500. Nach Jahren erbarmungsloser Underperformance haben die Miner seit Anfang 2025 die Initiative zurückgewonnen und das Ratio bis auf rund 76 gedrückt – ein Niveau, das zuletzt Anfang 2016 markiert wurde. Das Ratio notiert nun deutlich unter seiner 200-Tage-Linie. Vom historischen Extrem sind wir gleichwohl noch weit entfernt: Am Ende des letzten großen Goldzyklus lag das Ratio im Tief bei 18.

S&P 500/GDX-Ratio, 01/2007–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

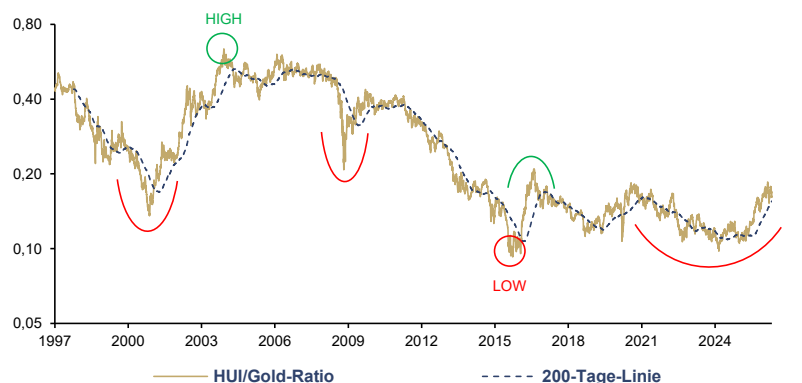
 incrementum

» *The best investments are usually made when you feel most uncomfortable about making them.*

Stanley Druckenmiller

Das HUI/Gold-Ratio zeichnet ein bemerkenswertes Bild: Mit aktuell rund 0,11 notiert es deutlich unter dem langfristigen Mittelwert von 0,28. Zur Einordnung: Im Hoch lag das Ratio bei 0,64, am Tief 2015 bei rund 0,10 – aktuell befinden wir uns also nahe am Tiefpunkt. Eine simple Mean Reversion zum historischen Mittelwert würde eine Verdoppelung der relativen Bewertung implizieren, ein Anstieg auf das frühere Hoch eine Versechsfachung. Trotz Rekord-Free-Cashflows, Net-Cash-Bilanzen und einer Margenexpansion vom Faktor 6,5 seit 2015 preist der Markt die Miner weiterhin so ein, als hätte die letzte Dekade nicht stattgefunden.

HUI/Gold-Ratio, 01/1997–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Während die Senior Producers (GDX) in den vergangenen Quartalen massiv aufgewertet haben, hinken die Junior Miner (GDXJ) ihren großen Brüdern noch hinterher. Das GDXJ/GDX-Ratio notiert mit rund 1,30 nahe seinem strukturellen Tief – fast 50 % unter dem Niveau zu Beginn des Beobachtungszeitraums 2011. Seit 2024 zeigt sich allerdings eine vorsichtige Trendwende: Die Juniors gewinnen langsam relative Stärke. Im Übergang zur Public-Participation-Phase ist die strukturelle Untergewichtung der Juniors damit das, was sie historisch gewöhnlich ist: ein Setup für überproportionale Aufholbewegungen.

” One of the things I have learned as a portfolio manager – maybe “the” hardest thing to do as a PM – is to do nothing.

Steve Eisman

GDXJ/GDX-Ratio, 01/2011–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Fazit: Bullenmarkt, nicht Bubble

Im Vorjahr hatten wir im Kapitel „Performance-Gold: Ist nun die Zeit für Minenaktien gekommen?“ geschrieben:

...erwarten wir, dass Minenaktien – und ihre Aktionäre – nach einer anstrengenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. Nun liegt es jedoch an der Branche, die in den letzten Jahren gemachten Versprechen einzulösen und neues Vertrauen bei den Anlegern aufzubauen.

Dies ist eingetroffen und hat die geduldigen Investoren mit reichlich Kursgewinnen belohnt.

» *The art of investment is the discipline of inaction in the absence of a good opportunity, but aggressive action when one is identified.*

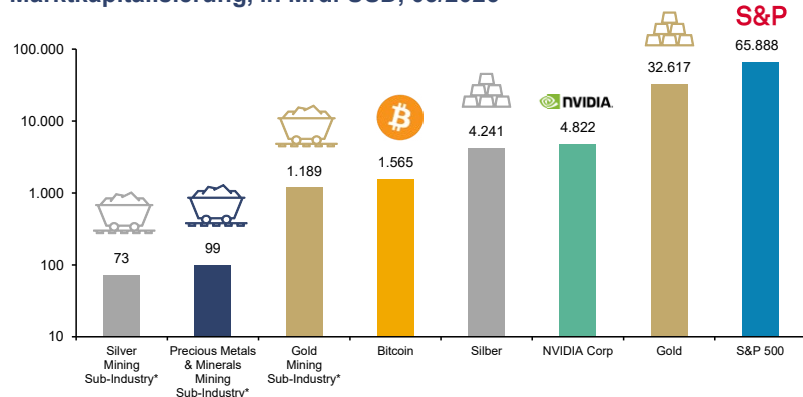
Li Lu

Die Branche hat aus dem Trauma des letzten Zyklus gelernt – McKinsey beziffert den Wertvernichtungsschaden 2003–2012 auf rund 500 Mrd. USD, primär durch Top-of-the-Market-Akquisitionen und überdimensionierte Capex-Programme. Diesmal ist es anders. Wo früher Greenfield-Gigantismus, Bilanzhebel und Aktionärsverwässerung im zweistelligen Prozentbereich an der Tagesordnung waren, regieren heute operative Effizienz, solide Bilanzen und transparente Ausschüttungspolitik. Was wie ein Konsolidierungsboom aussieht, ist in Wahrheit die rationale Antwort auf einen säkularen Reservenmangel: Inkrementelle, kapitaleffiziente Unzen schlagen die spektakuläre Greenfield-Wette als Wachstumsstrategie.

Die Aggregatzahlen sprechen eine deutliche Sprache. **Die Top-10 Edelmetallproduzenten verdreifachten ihren Free Cashflow binnen Jahresfrist – von rund 9 Mrd. USD (2024) auf knapp 27 Mrd. USD (2025).** Bei einer erwarteten AISC-Marge von rund 3.000 USD pro Unze – das ist ein historisches Profitabilitätsniveau. Die Margen-Hebelwirkung, die der GDX-Rentabilitätschart bereits sichtbar gemacht hat, schlägt 1:1 in den Free Cashflow durch.

Trotz dieser Profitabilität bleibt der Sektor in absoluten Größenordnungen ein Zwerg. Die globale Gold-Mining-Sub-Industry kommt auf eine Marktkapitalisierung von rund 1.189 Mrd. USD, die Silver-Mining-Sub-Industry auf gerade einmal 73 Mrd. USD. Zum Vergleich: Bitcoin liegt bei 1.565 Mrd. USD, NVIDIA allein bei 4.822 Mrd. USD, der gesamte S&P 500 bei 65.888 Mrd. USD. Physisches Gold übertrifft die börsennotierten Goldminen um den Faktor 27.

Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 05/2026



Quelle: CoinMarketCap, CompaniesMarketcap.com, Wikipedia, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG, *GICS classification (Global Industry Classification Standard)

incrementum

Hinzu kommt ein verstecktes Optionsrecht. Die Reservenpreise in den Planungsmodellen wurden zwar angehoben – Seniors rechnen mit rund 1.760 USD pro Unze, Intermediates mit 1.840 USD pro Unze –, doch beides liegt dramatisch unter dem Spot-Durchschnitt 2025 von rund 3.432 USD pro Unze. Was nach Vorsicht aussieht,

ist faktisch eine gigantische Call-Option auf höhere Goldpreise: Steigt der Spot weiter, wandern Multi-Millionen-Unzen aus der Resource- in die Reserve-Kategorie – ohne dass ein einziger Bohrmeter zusätzlich gebohrt werden muss.

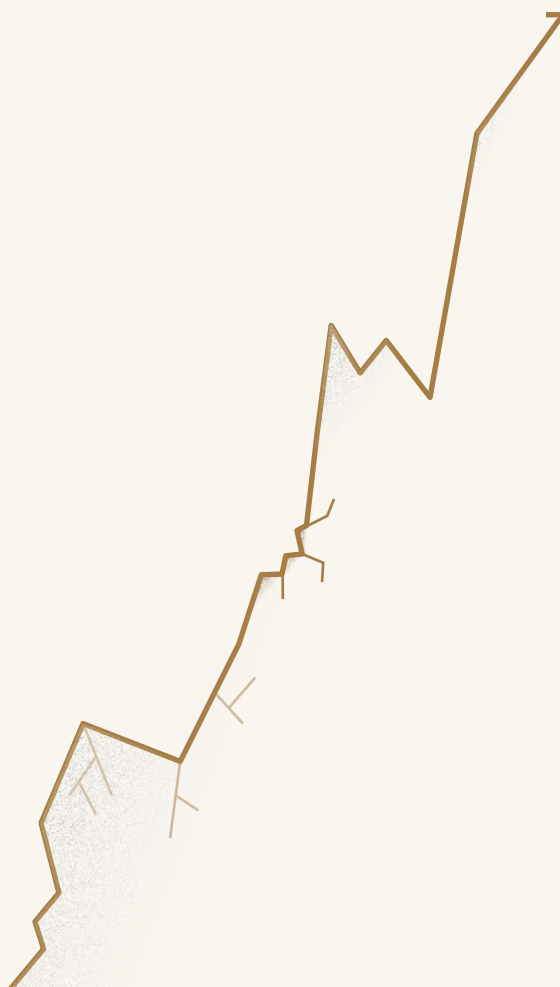
Die Frage ist also nicht mehr, ob die Branche liefern kann. Sie liefert. Die Frage ist nur noch, wann der Markt das zur Kenntnis nimmt. Denn trotz fulminanter Performance bleibt der Goldminensektor bei Investoren etwa so populär wie eine Vermögenssteuer-Debatte auf einem Private-Equity-Kongress.

Eine ausgewogene Allokation in einem mittleren bis späten Bullenmarkt würde unserer Einschätzung nach folgende Verteilung umfassen:

- 40–50 % Royalty- und Senior-Producers – stabile Cashflow-Kerne
- 30–35 % Mid-Tier-Producers – Sweetspot der Phase 2b/2c
- 15–20 % Junior-Developers in Tier-1-Jurisdiktionen – asymmetrisches Upside
- 5–10 % spekulative Explorer – höchster Hebel, höchstes Risiko

Diese Verteilung verbindet Cashflow-Stabilität mit asymmetrischem Upside-Potenzial.

Sir John Templetons berühmtes Diktum lautet: „Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism, and die on euphoria.“ Auf der Templeton-Skala sortiert sich der heutige Mining-Sektor irgendwo zwischen Skepsis und vorsichtigem Optimismus ein – von Euphorie keine Spur. Die Generalisten-Allokation bleibt marginal, die institutionelle Positionierung defensiv, kein Mining-CEO zielt bislang ein *Time-Cover*. **Auf Cocktailpartys redet man über KI, NVIDIA und Quantencomputer – nicht über Goldminen. Bullenmarkt, nicht Bubble.** ■



GROWING PRODUCTION, STRONG CASHFLOW AND ATTRACTIVE SHAREHOLDER RETURNS

GROWTH



Tier One

Assafou project DFS defines our lowest cost and longest life mine



+27%

Group production growth to 1.5Moz at first-quartile AISC by 2030

RETURNS



+\$1b

Minimum dividend over 2026-28



+\$2b¹

Shareholder returns

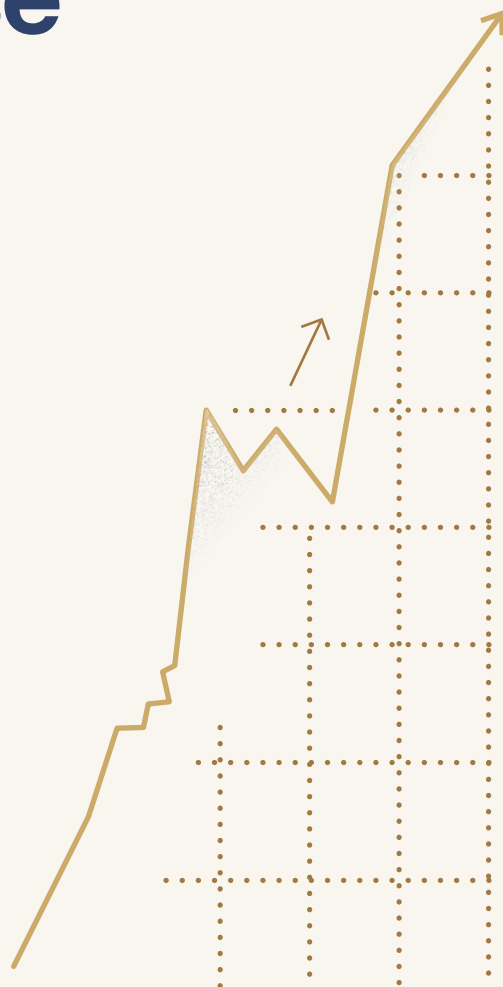
Invest in a top 10 pure gold producer delivering sector-leading organic growth and sector-leading shareholder returns

¹ The minimum dividend is expected to be paid semi-annually, provided that the prevailing realised gold price for the dividend period is at or above \$3,000/oz, and the Company's leverage remains below its long term target of 0.50x net debt / Adjusted EBITDA (LTM). Supplemental dividends and share buybacks are expected to be paid, if the gold price exceeds \$3,000/oz and if the Company's leverage remains below its long term target of 0.50x net debt / Adjusted EBITDA (LTM).

Find out more about our attractive shareholder returns program at
endeavourmining.com/investors



Technische Analyse



Key Takeaways

- Der säkulare Bullenmarkt ist intakt. Die parabolische Rally auf das Allzeithoch von 5.602 USD und die anschließende scharfe Korrektur bis 4.099 USD sind Teil eines gesunden Konsolidierungsmusters.
- Der Analystenkonsens bleibt ein zuverlässiger Kontraindikator: Während die Forward-Kurve einen Goldpreis von 5.556 USD bis 2030 einpreist, prognostiziert die Sell-Side im Median einen Bärenmarkt auf 3.405 USD. Bei Silber ist der Spread mit fast 45 % noch extremer.
- Saisonalität in Midterm-Wahljahren mahnt zur Geduld: Die saisonale Schwächephase im Sommer ist in Midterm-Election-Jahren statistisch besonders ausgeprägt.
- Sentiment aktuell neutral: Der Gold-Optix liegt bei 59, der Silber-Optix bei 60, der GDX-Optix tief im bearishen Terrain bei 14 – nirgendwo Spuren überschäumender Euphorie.
- Das Midas-Touch-Gold-Modell™ steht seit 7. Mai auf *neutral*. Zwei Szenarien: erratische Sommer-Range zwischen 50- und steigender 200-Tage-Linie (4.309 USD) – oder, inzwischen etwas wahrscheinlicher, Rückeroberung der 50-Tage-Linie mit Anlauf Richtung 5.000 USD und möglicher Sommer-Rally bis 5.297 USD.
- Kurzfristig durchatmen, mittelfristig höher, langfristig zurück ins Zentrum des Geldsystems: Bis zum Frühsommer erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung in der Bandbreite 4.500–4.950 USD.



A chart tells you what has happened. A great chart tells you what is happening. A masterful chart whispers what will happen.

Brian Shannon

Nach der umfassenden makroökonomischen und fundamentalen Analyse wenden wir uns nun der technischen Analyse des Goldpreises zu. Im Vorjahr, als der Goldpreis bei ca. 3.200 USD notierte, hatten wir im Kapitel „Technische Analyse“ geschrieben:

Im weiteren Jahresverlauf würde uns die Fortsetzung der Gold-Rally mit neuen Allzeithochs oberhalb von 4.000 USD nicht überraschen. Tatsächlich dürfte sich die Hausse am Goldmarkt, ähnlich wie zwischen 1976 und 1980, in den kommenden Monaten und Jahren rasant weiter beschleunigen, insbesondere da noch immer zahlreiche unterinvestierte Anleger weltweit dem bereits fahrenden Gold-Zug hinterherlaufen.

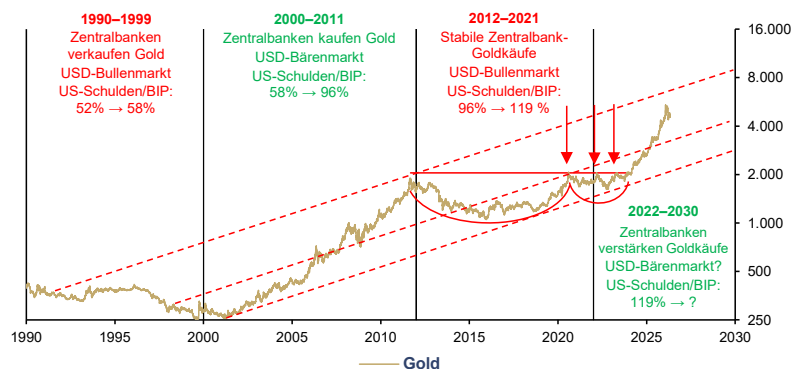
Diese technische Einschätzung erwies sich als korrekt, wir waren sogar zu konservativ in unserer Einschätzung.

» *The trend is your friend until the end when it bends.*

Ed Seykota

Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des Goldpreises aus? Im nachfolgenden logarithmisch skalierten Chart ist die langfristige Tassen-Henkel-Formation zu erkennen, die inzwischen nach oben aufgelöst wurde. Nachdem der Goldpreis in US-Dollar von August 2020 bis Februar 2024 in einer Seitwärtsbewegung konsolidierte, befindet sich der Goldpreis nun klar in einer neuen, expansiven Phase des säkularen Bullenmarktes. **Die obere Begrenzung des langfristigen Trendkanals liegt aktuell im Bereich von rund 6.000 USD, die untere bei rund 4.200 USD.**

Gold (log), in USD, 01/1990–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Für die längerfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut den Coppock-Indikator heran.¹ Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Der Coppock-Indikator steht weiterhin auf Kauf, hat allerdings eine Divergenz zum Preis ausgebildet. Der KST² hat hingegen bereits 2024 impulsiv nach oben gedreht und sendet weiterhin ein Kaufsignal.

„The best bulls in rodeo are unpredictable. Trying to outsmart them can lead cowboys to outsmart themselves.“

Ty Murray

Gold, in USD, 09/2003–05/2026



Quelle: Tradingview, Incrementum AG

Verschaffen wir uns nun einen Überblick über die Marktstimmung. Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistisch – und vice versa. Der Blick auf den aktuellen Bloomberg-Konsens ist daher mehr als nur eine Standortbestimmung, er ist ein Lehrstück in prozyklischem Denken. Sieht man sich die Konsens-Prognosen an, so wird im Median für Ende 2026 ein Goldpreis von 4.775 USD erwartet, also faktisch eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung um die aktuellen Niveaus. Vor exakt einem Jahr belief sich das Median-Kursziel für Ende 2025 übrigens auf 3.007 USD.

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

Sir John Templeton

- 1 Konkret handelt es sich um zwei zeitlich gewichtete Momentum-Kurven, die addiert werden und deren langfristiger Moving-Average die Coppock-Linie darstellt. Wir verwenden einen etwas modifizierten Coppock mit etwas längeren Periodizitäten.
- 2 Der „Know Sure Thing“-Indikator (KST) von Martin Pring misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.

Die Median-Kursziele für die Folgejahre lesen sich dann wie ein Beipackzettel der prozyklischen Prognosekultur: 4.700 USD (2027), 4.150 USD (2028), 3.775 USD (2029) und 3.405 USD (2030). De facto erwartet die Analystenzunft also einen Bärenmarkt von kumuliert über 1.300 USD bzw. rund 28 % bis Ende der Dekade.

Bloomberg: Analysten-Konsens für Gold, 2026–2030

Gold \$/t oz		Browse		As Of	04/27/26	Ticker Type	Actual
Overview		Curve Analysis		Histogram		Ranking	
Quarterly Forecast		Yearly Forecast		Quarterly and Yearly Forecast			
Firms		Standard		Custom		Rank	All
				Updated		Last 6 Months	
Consensus	Spot	As Of	2026	2027	2028	2029	2030
Median	04/24/26	4775	4700	4150	3775	3405	
Mean	04/24/26	4772	4722	4231	3984	3562	
High	04/24/26	5651	6550	5250	5300	4849	
Low	04/24/26	4225	3575	3100	2883	2750	
Forward	4722	04/27/26	4797	4952	5177	5381	5506
Diff (Median - Curr)			-22	-252	-1027	-1606	-2102

Quelle: Bloomberg

Besonders aufschlussreich ist die Divergenz zur Forward-Kurve. Während die Terminmarktpreise einen kontinuierlichen Anstieg auf 5.556 USD bis 2030 implizieren – getrieben von Realzinsen, Lagerhaltungs- und Finanzierungskosten – sehen die Analysten den Preis spiegelbildlich um über 2.100 USD darunter. Wer den Analysten-konsens für bare Münze nimmt, unterstellt der Forward-Kurve damit implizit eine Fehlbewertung von 39 %.

„Um ein tadelloses Mitglied einer Schafherde sein zu können, muss man vor allem ein Schaf sein.“

Albert Einstein

Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild. Per Jahresende 2026 wird im Median ein Preis von 75 USD erwartet. Anschließend soll der Preis sukzessive auf 65 USD (2027), 60 USD (2028), 52 USD (2029) und schließlich 48 USD je Unze (2030) fallen. Faktisch prognostiziert die Sell-Side also einen Bärenmarkt von rund 37 % bis Ende der Dekade – und das in einem Markt, der seit 2021 jedes Jahr ein strukturelles Angebotsdefizit aufweist.

Besonders pikant: Die Forward-Kurve sieht das diametral entgegengesetzt. Sie steigt von 79,56 USD (2026) sukzessive auf 87,49 USD bis 2030 – eine implizite Differenz zum Median per Ende 2030 von 39,37 USD bzw. fast 45 %. Wer also dem Bloomberg-Konsens folgt, wettet implizit, dass die Terminmarktpreise massiv falsch gepreist sind. Wirklich aussagekräftig ist der Konsens jedoch nicht mehr, denn die Anzahl der aktiven Coverages seitens der Banken hat sich in den letzten Jahren deutlich reduziert. Dies bestätigt unsere Hypothese, wonach Silber im Finanzsektor so populär ist wie ein Bitcoin-Maximalist auf einer EZB-Pressekonferenz.

Bloomberg: Analysten-Konsens für Silber, 2026–2030

Silver \$/t oz		99 Browse		As Of	04/27/26	Ticker Type	Actual
Overview	Curve Analysis	Histogram	Ranking				
Quarterly Forecast		Yearly Forecast	Quarterly and Yearly Forecast				
Firms	Standard	Custom	Rank	All	Updated Last 6 Months		
Consensus	Spot	As Of	2026	2027	2028	2029	2030
Median	04/24/26	75.00	65.00	60.00	52.30	48.12	
Mean	04/24/26	72.60	67.51	57.49	53.84	49.61	
High	04/24/26	90.00	95.00	81.22	78.19	71.60	
Low	04/24/26	48.29	48.58	35.00	37.60	34.00	
Forward	76.30	04/27/26	79.56	79.97	83.17	86.67	87.49
Diff (Median - Curr)			-4.56	-14.97	-23.17	-34.38	-39.37

Quelle: Bloomberg

Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von SentimenTrader. Dieser bildet die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt ab. Die diesem Barometer zugrunde liegende Logik ist eine denkbar einfache. Wenn die öffentliche Meinung einen starken Konsens bildet, ist dieser breite Konsens ein guter Kontraindikator. Der Markt ist meist zu bullish, wenn die Preise bereits (stark) gestiegen sind, und zu bearish, wenn sie bereits (stark) gefallen sind. Wenn der Optix-Index über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, gilt es, vorsichtiger zu werden. Liegt er bei 30 Punkten oder darunter, ist die Stimmung hingegen ausgeprägt pessimistisch und das Downside-Risiko limitiert.

Aktuell notiert der Optix bei 59 – nach mehrmaligen Vorstößen in Richtung 80 in den letzten Monaten ein Anzeichen dafür, dass der Markt nach der fulminanten Rally durchatmet. **Die Konsolidierung ist nicht nur normal, sondern gesund.**

Doch der größere Kontext zählt: Seit dem Optix-Tief bei 20 Punkten Ende 2022, das punktgenau mit dem Goldpreis-Tief zusammenfiel, hat sich der Goldpreis nahezu verdreifacht. Doch ein klassischer Euphorie-Peak mit anhaltenden Werten über 90 blieb bislang aus. Säkulare Bullenmärkte enden nicht bei höflichem Schulterzucken, sondern bei auf den Tischen tanzenden Anlegern. Davon sind wir noch ein gutes Stück entfernt.

” *Be careful when you follow the masses. Sometimes the “m” is silent.*

Unknown

Optix-Indikator und Goldpreis, 2016–2026



Der Optix-Index für Silber notiert bei 60, also ebenfalls im neutralen Terrain. Bezüglich der Stimmungslage im Silbersektor hatten wir einmal geschrieben: „Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wenngleich die Gäste nun langsam eintreffen.“ Trotz zwischenzeitlicher neuer Allzeithochs herrscht eher die Stimmung einer Vernissage – einige Gäste sind frustriert wieder gegangen, weil sie sich noch fulminantere Kursgewinne erwartet hatten, andere stören sich an der hohen Volatilität. Genau das ist aus Contrarian-Sicht das Bemerkenswerte. Die wirklich heißen Phasen säkularer Silber-Bullenmärkte sehen anders aus. **Wer 1980 oder 2011 dabei war, weiß: Der wahre Rausch kommt erst noch.**

” *Much of investing is avoiding FOMO buying and panic selling.*

Naval

Optix-Indikator und Silberpreis, 2016–2026

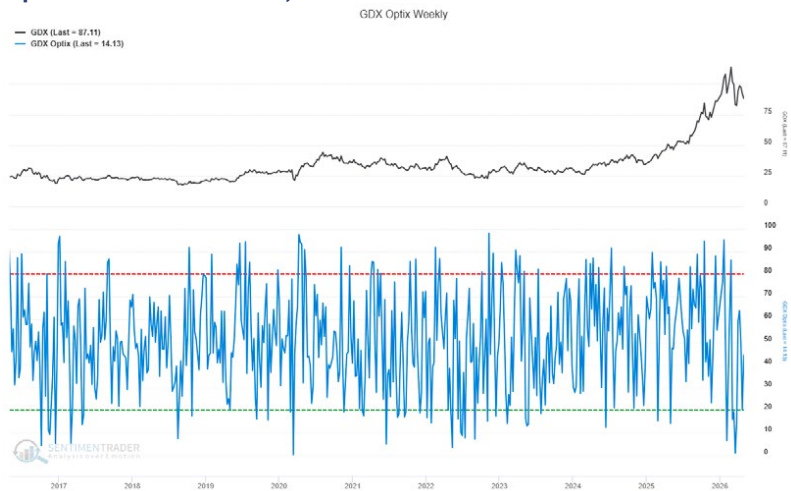


Silber im Finanzsektor: so populär wie ein Bitcoin-Maximalist auf einer EZB-Presskonferenz.

Wenn wir uns schließlich die Stimmungslage bei den Minen-Investoren ansehen, so lässt sich auch hier keinerlei überschäumende Euphorie vorfinden – im Gegenteil. Der GDX-Optix notiert aktuell bei 14 und somit tief im bearishen Terrain, und das nach einer

Vervielfachung des GDX seit 2022. Die Stimmungsvolatilität entspricht dabei jener eines Teenagerhaushalts – binnen weniger Momente pendelt der Indikator zwischen Verzweiflung, Panik und Euphorie. Mining-Investoren sind von überschäumendem Optimismus noch genauso weit entfernt wie ein Wiener Kaffeehauskellner von überschwänglicher Freundlichkeit.

Optix-Indikator und GDX, 2016–2026



Quelle: Sentimentrader.com

Auch ein Blick auf den Commitments-of-Traders-Report stützt unsere Einschätzung. Per 28. April 2026 lagen die spekulativen Netto-Long-Positionen der Non-Commercials bei rund 160.000 Kontrakten – ein durchaus konstruktives, aber bei weitem nicht euphorisches Niveau. Zur Einordnung: An den klassischen Sentiment-Peaks der vergangenen Jahre wurden Werte jenseits der 280.000-Kontrakte-Marke erreicht. Die Spekulanten sind heute also nur etwa zur Hälfte so bullish positioniert wie in Übertreibungsphasen.

„The market is a pendulum that forever swings between unsustainable optimism and unjustified pessimism.“

Benjamin Graham

Bemerkenswert ist das Verhalten der Commercials. Diese als *Smart Money* geltende Gruppe hat in der jüngsten Korrekturphase ihre Short-Positionen um 3.835 Kontrakte abgebaut und gleichzeitig ihre Longs um 4.292 Kontrakte aufgestockt. Die Netto-Short-Position der Commercials ist damit innerhalb einer einzigen Berichtswoche um über 8.000 Kontrakte gesunken. Dass ausgerechnet die Kleinspekulanten („*Small Specs*“) in dieser Phase ebenfalls Longs abbauen, rundet das contrarianische Bild ab.

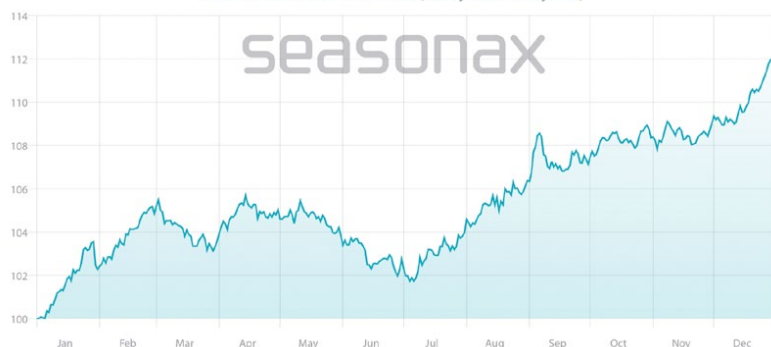
Auch der Open Interest von 369.530 Kontrakten liegt deutlich unter den Niveaus, die wir an säkularen Höchstständen sehen würden. Diese Konstellation ist atypisch für ein Marktende. An säkularen Tops sind die Specs traditionell „all in“, die Commercials maximal short, und der Open Interest steht auf Rekordniveau. Davon sind wir derzeit so weit entfernt wie Jerome Powell von einer Einladung nach Mar-a-Lago. **Der CoT-Report sendet keine Warnsignale – im Gegenteil: Er attestiert dem Markt eine bemerkenswerte Bodenhaftung, die so gar nicht zu jenen apokalyptischen Schlagzeilen passen will, mit denen die Boulevard-Finanzpresse seit Wochen aufmacht.**

Auch heuer wollen wir einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen.³ 2026 ist ein US-Midterm-Election-Jahr. Die statistischen Eigenheiten dieser Jahre sind ebenso bemerkenswert wie unterschätzt.

Beginnen wir mit Gold selbst. Der erste Chart zeigt die saisonale Performance von Gold in Midterm-Wahljahren seit 1968. Das Muster ist auffallend klar: Nach einem soliden Anstieg im ersten Quartal folgt typischerweise eine ausgeprägte Konsolidierungsphase von April bis Anfang Juli. Ab Mitte Juli setzt dann eine kräftige zweite Jahreshälfte ein, die bis Jahresende einen Anstieg auf rund +12 % gegenüber Jahresbeginn impliziert.

Saisonalität von Gold in Midterm-Wahljahren

Seasonal Trend of Gold Over 15 Years (12 May 1968 - 12 May 2026)



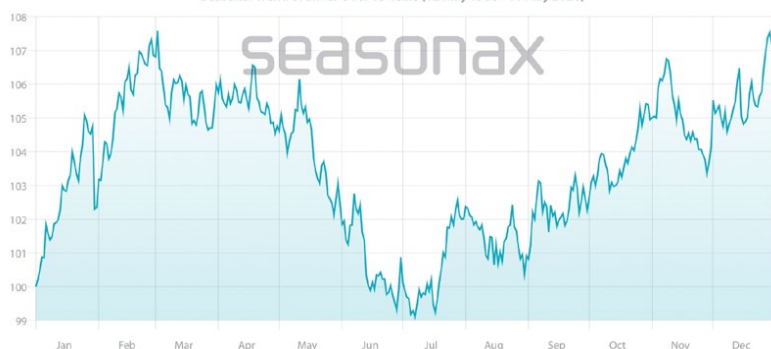
Quelle: Seasonax.com

Was bedeutet das für die kommenden Monate? Die historische Schwächephase Mai-Juni könnte sich auch 2026 manifestieren. Der wahrscheinlichste Pfad für die kommenden Monate dürfte daher eine Konsolidierung im Bereich von 4.500 bis 4.900 USD sein, bevor ab Juli/August die nächste Aufwärtswelle einsetzen könnte.

Bei Silber zeigt sich ein deutlich volatileres saisonales Muster. Der nächste Chart illustriert, dass Silber in Midterm-Jahren bis Februar einen extrem starken Anstieg verzeichnet, gefolgt von einer stetigen Schwächephase, die ihren Tiefpunkt typischerweise Mitte Juli erreicht. Die anschließende Erholung bis Jahresende fällt tendenziell volatil aus als bei Gold.

Saisonalität von Silber in Midterm-Wahljahren

Seasonal Trend of Silver Over 15 Years (12 May 1968 - 11 May 2026)



Quelle: Seasonax.com

Bemerkenswert ist die Korrelation zur tatsächlichen Performance 2026. Der spektakuläre Anstieg auf über 100 USD im Jänner entsprach – wenn auch in deutlich übertriebener Form – dem typischen Saisonalitätsmuster. Die anschließende Korrektur auf rund 65 USD und die aktuelle Konsolidierung im Bereich um 70–80 USD passen ebenso

” *I have seen the future and it is very much like the present, only longer.*

Kehlog Albran

” *Opportunity comes to those who are patient and who can write a big check.*

Seymour Schulich

” *I've always said, the key organ here isn't the brain, it's the stomach.*

Peter Lynch

3 Die saisonalen Charts wurden uns von unseren Freunden von www.seasonax.com zur Verfügung gestellt.

ins saisonale Drehbuch. Die zentrale Frage für Silber ist nicht, ob, sondern wann der nachhaltige Ausbruch über 90 USD gelingt. Saisonal betrachtet wäre der Spätsommer der wahrscheinlichste Termin.

Werfen wir noch einen Blick auf die Entwicklung der Minenaktien in Midterm-Jahren. Der dritte Chart zeigt den NYSE Arca Gold Bugs Index (HUI) über den 15-Jahres-Durchschnitt der vergangenen Midterm-Zyklen. Das Muster ist überraschend ausgeprägt: Nach einem fulminanten Frühjahrsanstieg (Februar bis Mitte April) auf ein saisonales Hoch folgt eine ungewöhnlich tiefe und langgezogene Korrekturphase, die erst im Oktober/November ihren Tiefpunkt findet. Die zweite Jahreshälfte ist somit für Minenaktien in Midterm-Jahren statistisch deutlich schwächer als für Gold selbst.

Saisonalität des NYSE Arca Gold Bugs Index in Midterm-Wahljahren



„In a world where all paper currencies are toilet tissue, at least the dollar was double-ply.

Thomas Kaplan

Die saisonale Dollarschwäche ab Jahresmitte ist die fundamentale Stütze für die saisonale Goldstärke ab Juli/August. Sollte sich dieses Muster auch 2026 wiederholen, so würde dies den saisonalen Rückenwind für Gold in der zweiten Jahreshälfte deutlich verstärken.

Saisonalität des US-Dollar-Index (DXY) in Midterm-Wahljahren

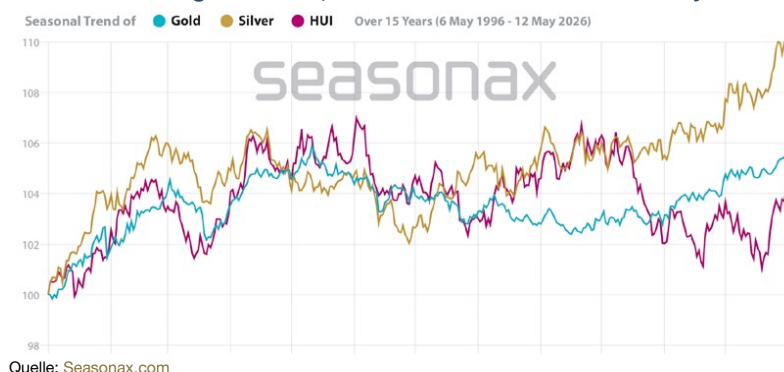


„The two most powerful warriors are patience and time.

Leo Tolstoy

Der letzte Saisonalitätschart bringt die wesentlichen Informationen zusammen. Er zeigt die saisonale Performance von Gold (gold), Silber (silber) und dem HUI (rosa) im direkten Vergleich. Das Bild verdeutlicht auf einen Blick die differenzierten Bewegungsmuster: Gold ist der relativ langweilige, aber verlässliche Performer mit dem klarsten Aufwärtstrend in der zweiten Jahreshälfte. Silber zeigt frühzeitige Stärke und späte Erholung. Minenaktien performen relativ stark im Frühjahr, korrigieren dann tief und finden ihren Boden erst im Oktober.

Saisonalitätsvergleich Gold, Silber und HUI in Midterm-Wahljahren



Aus der Kombination dieser fünf Charts ergibt sich ein konsistentes taktisches Drehbuch. Bis Juli erscheint eine Konsolidierungs- bis Korrekturphase wahrscheinlich, wobei Silber relativ den frühesten Boden bilden dürfte. Ab August/September sollte – unterstützt durch die saisonale Dollarschwäche – eine kräftige Aufwärtswelle einsetzen. Minenaktien dürften sich erst ab November als Performer etablieren, sobald die saisonale Schwächephase überwunden ist und der operative Hebel auf höhere Goldpreise einsetzt.

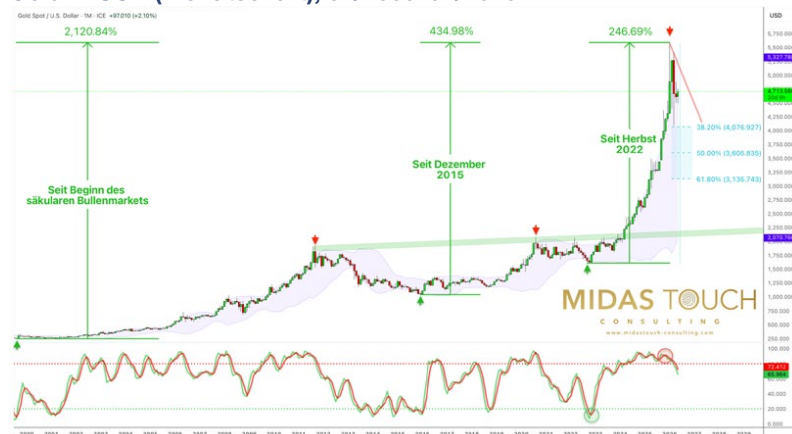
Das Midas-Touch-Gold-Modell™⁴

Wie gewohnt möchten wir Ihnen an dieser Stelle ein aktuelles Update zum „Midas-Touch-Gold-Modell“⁴ präsentieren. Es beleuchtet den Goldmarkt aus verschiedenen Perspektiven mit einem rationalen und ganzheitlichen Ansatz und überzeugt durch seine Vielseitigkeit sowie die quantitative Messbarkeit. Trotz der umfangreichen Datenbasis gelingt es dem Modell, eine fundierte und tiefgehende Analyse klar und übersichtlich in einer Tabelle darzustellen und daraus präzise Schlussfolgerungen zu ziehen.

„Auro loquente omnis oratio inanis est. (Wenn Gold redet, dann schweigt die Welt.)“

Lateinische Redewendung

Gold in USD (Monatschart), 01/2000–04/2026



Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

Im *In Gold We Trust*-Report „The Big Long“ hatten wir an dieser Stelle den scharfen Rücksetzer vom kurz zuvor markierten Allzeithoch bei 3.500 USD als Auftakt zu einer anspruchsvollen Konsolidierungsphase auf hohem Niveau eingeordnet.

4 Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting. Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://eepurl.com/ccKg2r>.

5 Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im *In Gold We Trust*-Report 2016.

Gleichzeitig hielten wir einen nachhaltigen Rückfall unter die psychologisch wichtige Marke von 3.000 USD für unwahrscheinlich. Darüber hinaus skizzierten wir für den Spätsommer eine Beschleunigung der Aufwärtsbewegung und definierten Kursziele im Bereich von 4.000 und 5.000 USD. Rückblickend lässt sich festhalten: Diese Einschätzungen haben sich in vollem Umfang bestätigt – wobei insbesondere der Silberpreis unsere Erwartungen übertroffen hat.

Allerdings zog sich die Konsolidierungsphase auf hohem Niveau am Goldmarkt zäh bis in die letzten Augustwochen 2025 hinein. Über rund vier Monate hinweg bewegte sich der Goldpreis – wie so häufig – in einer Dreiecksformation, wobei die Bullen mehrfach an der Marke von 3.450 USD scheiterten.

„Whoever wishes to win in this game must have patience and money, since the values are so little constant and the rumors so little founded on truth.

Joseph de la Vega

Erst ab dem 20. August 2025 machten die Käufer kurzen Prozess und erzwangen den Ausbruch aus dieser Formation. Von diesem Moment an gab es kaum noch nennenswerte Gegenwehr: Die Notierungen schossen acht Wochen lang dynamisch nach oben und erreichten erst Mitte Oktober 2025 ein Doppelhoch bei rund 4.380 USD. Parallel dazu gelang es dem Silberpreis, den jahrzehntelangen Widerstand bei 50 USD zu überwinden und in der Folge bis auf 54,48 USD zu haussieren.

Die stark überkaufte Marktlage erzwang dann Mitte Oktober 2025 den nächsten scharfen Rücksetzer. Hatten die Goldbullen im Frühjahr noch über einen Einbruch von rund 250 USD innerhalb von neun Handelstagen gestaunt, fiel die Korrektur diesmal deutlich heftiger aus: Innerhalb von nur sechs Sitzungen verlor der Goldpreis nahezu 500 USD! Das Tief bei 3.886 USD am 28. Oktober 2025 markierte jedoch bereits die Trendwende. Nach einer mehrwöchigen Seitwärtskonsolidierung gelang dem Goldpreis, getragen von der außergewöhnlichen Dynamik am Silbermarkt, ab Mitte Dezember 2025 bei rund 4.250 USD der Ausbruch aus der nächsten Konsolidierungsformation.

Der Weg in Richtung 5.000 USD war damit allerdings noch nicht frei. Im volumenarmen Feiertagshandel wurde der Goldpreis kurz vor dem Jahreswechsel innerhalb von nur zwei Tagen überraschend nochmals um rund 275 USD bis auf 4.275 USD zurückgedrängt. Die Goldbullen ließen sich davon jedoch nicht beirren, sondern übernahmen pünktlich zum Start in das neue Handelsjahr erneut die Kontrolle. **In der Folge überschlugen sich die Ereignisse:** Während Silber unaufhaltsam weiter anzog und in einer spektakulären, aber eben auch parabolischen Bewegung bis auf 121,67 USD haussierte, zog der Goldpreis in einer kraftvollen Schlussrally mit. Ausgehend vom Jahresauftakt bei 4.322 USD verzeichneten die Gold-Notierungen über den gesamten Jänner hinweg deutliche Zugewinne und markierten am 29. Jänner schließlich ein neues und bis heute gültiges Allzeithoch bei 5.602 USD.

In jener letzten Jännerwoche versetzte uns das erste Umkehrsignal beim Silberpreis bereits in Alarmbereitschaft: Am Montagabend fiel Silber aus dem Nichts heraus innerhalb von nur vier Stunden von 117,73 USD um 13,4 % auf 101,92 USD zurück. Zwar konnte sich der Preis rasch stabilisieren und bis zum folgenden Donnerstag nochmals auf ein neues Hoch bei 121,64 USD steigen, doch die zuvor so dynamische Aufwärtsbewegung hatte damit ihren ersten spürbaren Riss erhalten.

Am selben Donnerstag, dem 29. Jänner, markierte der Goldpreis gleich zur Handelseröffnung mit 5.602 USD sein neues Allzeithoch. Wenige Stunden später folgte lediglich ein leicht tieferes Hoch bei 5.595 USD. Angesichts der spektakulären Kursgewinne sowie der stark überhitzten Gesamtsituation setzten daraufhin zügig Gewinnmitnahmen ein, die am Freitag in eine ungewöhnlich scharfe Abwärtsbewegung mündeten. Bis zum darauffolgenden Montagmorgen war der Goldpreis dann um nahezu 1.200 USD beziehungsweise 21,4 % eingebrochen und fand erst im Bereich um 4.400 USD einen Halt. Rückblickend richtete dieser dramatische Kurseinbruch genügend Schaden an, um die zuvor rund drei Monate andauernde parabolische Aufwärtsbewegung nachhaltig zu brechen und zu beenden.

Der Goldpreis befindet sich seither weiterhin in jener Korrekturphase, die damals mit einem leicht tieferen Hoch ihren Anfang nahm. Ausgehend vom Abverkaufstief bei 4.400 USD gelang den Bullen über den gesamten Februar hinweg eine volatile, letztlich jedoch beachtliche Erholung zurück über die psychologisch wichtige Marke von 5.000 USD.

Der US-amerikanisch-israelische Angriff auf den Iran trieb den Goldpreis am 2. März kurzfristig noch bis auf 5.419 USD. In diesem Bereich verließen

die Bullen jedoch ihre Kräfte, sodass es in den darauffolgenden drei Wochen im Zuge der dramatischen Eskalation im Nahen Osten zu einem erneuten, heftigen Abverkauf von rund 24,3 % kam. Erst bei 4.099 USD fand diese zweite Abwärtswelle ihr vorläufiges Ende.

In den anschließenden dreieinhalb Wochen setzte eine weitere Erholungsbewegung ein. Das dabei erreichte Hoch scheiterte Mitte April mit 4.891 USD jedoch nicht nur an der 50-Tage-Linie, sondern blieb auch deutlich unterhalb des vorherigen Erholungshochs von Anfang März. In Verbindung mit dem tieferen Tief bei 4.099 USD hat sich damit ein klar definierter Abwärtstrendkanal am Goldmarkt etabliert. Vor diesem Hintergrund gewannen die Bären zunehmend an Zuversicht und erhöhten ab dem 17. April schrittweise wieder den Verkaufsdruck und ihre Leerverkaufspositionen. Die stark überverkaufte Markttechnik führte dann aber – zusammen mit neuen Waffenstillstandsankündigungen im Nachgang des FED-Zinsentscheids – zu einem Short Squeeze, der den Goldpreis innerhalb von nur drei Handelstagen von 4.501 USD auf 4.764 USD nach oben schießen ließ.

Damit sind wir in der Gegenwart angekommen. Die Bullen haben den Angriff der Bären in der vergangenen Handelswoche erfolgreich abgewehrt und eine deutliche Erholung eingeleitet. Zwar reichte die Bewegung bislang noch nicht für ein Zurückerobern der 50-Tage-Linie, doch die Wahrscheinlichkeit für einen ersten höheren Tiefpunkt bei 4.501 USD ist inzwischen deutlich gestiegen. Damit wäre der Abwärtstrend der vergangenen dreieinhalb Monate zunächst gestoppt. Setzt sich die Erholung in den kommenden Tagen und Wochen fort und führt den Goldpreis zurück über die 50-Tage-Linie in Richtung der 5.000-USD-Marke, könnte dies als voranschreitende Bodenbildung gewertet werden. In diesem Fall würden auch die Chancen auf eine Sommerrally um und oberhalb von 5.000 USD merklich zunehmen.

Trotz der jüngsten Erholung bleibt die latente Schwäche des Goldpreises sichtbar. Von der bullischen Dynamik der vergangenen zweieinhalb Jahre ist aktuell wenig übrig, da intraday erzielte Kursgewinne selten bis zum Handelsschluss gehalten werden können. Daher bleibt die Rückeroberung der 50-Tage-Linie (aktuell 4.780 USD) essenziell. Sollte der Goldpreis an diesem viel beachteten Durchschnitt erneut scheitern, dürfte die schnell steigende 200-Tage-Linie (aktuell 4.309 USD) als nächstes Kursziel in den Fokus rücken. In diesem Fall könnte sich die Korrektur sowohl in der Tiefe als auch insbesondere in ihrer Dauer deutlich ausdehnen.

Insgesamt präsentiert sich Gold damit aus taktischer Sicht weiterhin etwas angeschlagen. Der amerikanisch-israelische Angriff führte letztlich weniger zu einem Regimewechsel im Iran als vielmehr zu einer Verschiebung im Rohstoffsektor: Der Ölpreis brach unmittelbar aus seinem dreieinhalbjährigen Konsolidierungskeil nach oben aus und ralliierte bis fast auf 120 USD. Die Edelmetall-Preise standen in den letzten zwei Monaten dagegen unter stärkerem Abwärtsdruck, da sie nach ihrer historischen Rally in einem deutlich überkauften Zustand in die Iran-Krise geschlittert waren.

Sowohl aus charttechnischer als auch aus Sentiment-Perspektive verdichten sich die Hinweise auf eine Fortsetzung der Rally am Ölmarkt. So liefert die Monatsstochastik ein klares Kaufsignal für den Ölpreis, während sich die laufende

Über 5.535 USD im Monatschart, über 5.121 USD im Wochenchart — erst dann springen die Ampeln des Midas-Touch-Gold-Modells™ wieder auf grün. Bis dahin gilt: Konsolidierung statt Kapitulation.

„Charts don't predict the future, they tell you where the crowd has been.“

Michael Steinhardt

Aufwärtsbewegung im Energiesektor weiterhin in einem frühen Stadium befinden dürfte. Von Euphorie oder einer ausgeprägten Übertreibung kann bislang jedenfalls keine Rede sein. Ungeachtet möglicher kurzfristiger Konsolidierungen bleibt das technische Gesamtbild damit für den Ölpreis konstruktiv. Als nächstes Ziel rückt die Oberkante des langfristigen Abwärtstrendkanals im Bereich zwischen 120 und 125 USD in den Fokus. Oberhalb davon warten die nächste Trendextension im Bereich um 140 USD sowie ein „Measured Move“ aus der Konsolidierungsflagge im Bereich zwischen 140 und 145 USD.

» Gold ist die letzte Instanz des Vertrauens.

Spruchwort

Demgegenüber leidet Gold derzeit schlicht unter der Tatsache, dass die Musik aktuell in anderen Anlageklassen und innerhalb anderer Bereiche des Rohstoffsektors spielt. Trotzdem ist der übergeordnete, säkulare Aufwärtstrend am Goldmarkt ungeachtet der laufenden Konsolidierung intakt und ungebrochen.

Midas Touch Gold Modell™, 9. Mai 2026

Midas Touch Gold Modell™ vom 9. Mai 2026			
Gold in USD - Monatschart	4.715,71 USD	Verkaufssignal 23.03.2026, Umkehrsignal @ 5.535,83 USD	Bärisch
Gold in USD - Wochenchart	4.715,71 USD	Verkaufssignal 02.02.2026, Umkehrsignal @ 5.121,19 USD	Bärisch
Gold in USD - Tageschart	4.715,71 USD	Kaufsignal 06.05.2026, Umkehrsignal @ 4.515,69 USD	Bullisch
Gold GVZ Volatilität Index CBOE	26,48	Volatilität zuletzt deutlich gefallen	Neutral
Gold CoT-Report	-198,935	Kommerzielle Shortposition zu hoch	Bärisch
Gold Sentiment	64	Sentiment ist neutral	Neutral
Gold Saisonalität	Mai	Bis mindestens Ende Juni negativer saisonaler Zyklus	Bärisch
Ratio DowJones/Gold	10,53	Verkaufssignal 02.02.2026, Umkehrsignal @ 9,42; Aktien stärker als Gold	Bärisch
Ratio Gold/Silber	61,23	Verkaufssignal 02.02.2026, Umkehrsignal @ 49,8; Gold stärker Silber	Bärisch
Ratio Gold/Öl	45,02	Verkaufssignal 02.02.2026, Umkehrsignal @ 55,72; Gold überbewertet gegen Öl	Bärisch
Ratio Gold/Rohstoffe (GNX)	6,07	Verkaufssignal 02.02.2026, Umkehrsignal @ 7,34; Rohstoffe stärker als Gold	Bärisch
Ratio Bitcoin/Gold	17,05	Verkaufssignal 17.03.2026, Umkehrsignal @ 13,9; Bitcoin erhöht sich gegen Gold	Bärisch
SPDR Gold Trust Bestände (GLD)	1.050,9t	plus 0,86 Tonnen in den letzten zwei Wochen	Neutral
Gold in \$, €, £, ¥	3 von 4	Auf Monatszeit leichtes Plus gegen USD, aber klar im Minus gegen EUR, GBP, JPY	Neutral
Gold in indischen Rupien - Tageschart	445.481 INR	Kaufsignal 07.05.2026, Umkehrsignal @ 428.658 INR	Bullisch
Gold in chinesischen Yuan - Tageschart	32.059 CNY	Kaufsignal 07.05.2026, Umkehrsignal @ 30.817 CNY	Bullisch
Shanghai Aufschlag vs. Western Spot	0,15%	Nahezu kein Aufschlag in Shanghai	Neutral
GDX Goldminen ETF - Tageschart	94,59 USD	Kaufsignal 07.05.2026, Umkehrsignal @ 85,67 USD	Bullisch
GDX Goldminen ETF - Sentiment	78,02	Sentiment ist neutral bis leicht zu bullisch	Neutral
US-Dollar Index - Tageschart	97,84	Kaufsignal 01.05.2026, Umkehrsignal @ 99,12; US-Dollar mit neuem Verkaufssignal	Bullisch
US-Dollar CoT-Report	-1.589	Kommerzielle Händler mit sehr kleiner Short-Position auf den US-Dollar	Neutral
US Realzinsen	1,300%	3-Monatiger T-Bill Zins (3,61%) - 3 Monats Durchschnitt des Jährt. CPI (2,3%)	Neutral

Das Gold-Modell befindet sich seit dem 7. Mai 2026 im neutralen Modus

Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

Das Midas-Touch-Gold-Modell™ befindet sich bereits seit dem 7. Mai 2026 im neutralen Modus. Der heftige Abverkauf innerhalb von nur zwei Tagen führte Anfang Februar zu einem abrupten Stimmungsumschwung und einem breit angelegten 180°-Dreh bei zahlreichen Modellkomponenten. Nach drei Monaten im bearishen Modus hat das Modell am 7. Mai 2026 nun aber erstmals wieder auf neutral gedreht, womit die Chancen auf eine voranschreitende Bodenbildung deutlich gestiegen sind!

Die neuen Kaufsignale auf den Tagescharts für Gold (USD, INR, CNY), dem GDX sowie dem US-Dollar-Index haben die Attacken der Bären gerade noch rechtzeitig ins Leere laufen lassen.

Insgesamt lassen sich derzeit folgende Schlussfolgerungen aus dem Midas-Touch-Gold-Modell™ ableiten:

- **Im übergeordneten Bild wiegt das Verkaufssignal auf dem Monatschart schwer.** Aktuell müsste der Goldpreis über 5.535 USD steigen, um dieses Signal wieder ins Positive zu drehen. Dies dürfte jedoch erhebliche Zeit, Kraft und Geduld erfordern. Eine rasche Rückkehr zu den parabolischen Anstiegen erscheint daher äußerst unwahrscheinlich. Wahrscheinlicher ist eine ausgedehnte Konsolidierungsphase am Goldmarkt, die sich durchaus bis Ende 2026 hinziehen könnte.
- **Selbst der Wochenchart braucht immer noch einen klaren Anstieg über 5.121 USD, bevor diese Signalampel wieder auf grün springt.** Zwar hatte die Korrekturphase die Wochen-Stochastik schon auf den tiefsten Stand seit dem Herbst 2023 gedrückt, die überverkaufte Zone hat der Momentum-Oszillator dabei aber noch nicht erreicht. Erst wenn die Stochastik aus dem überverkauften Bereich klar nach oben dreht, wäre eine nachhaltige neue Aufwärtsbewegung zu erwarten.
- **Saisonal betrachtet trat das Hoch in diesem Jahr ungewöhnlich früh auf.** Entsprechend könnte auch das typische Frühsommertief sogar schon Anfang Mai erreicht worden sein. Trotzdem mahnt das saisonale Muster derzeit zu Vorsicht,

Zurückhaltung und Geduld, da sich der Edelmetallsektor statistisch betrachtet im Frühjahr in einer ungünstigen Phase befindet.

- **Das Gold/Silber-Ratio hat bei 43,57 exakt an der Unterseite des großen Abwärtstrendkanals gedreht, dessen Ursprung im Corona-Crash vom März 2020 liegt.** Nach einem neunmonatigen Rückgang von 107 auf 43,57 dürfte die laufende Gegenbewegung nicht nur eine eher schwache Entwicklung des Silberpreises implizieren, sondern auch deutlich mehr Zeit in Anspruch nehmen. Eine ausgedehnte Konsolidierungsphase bzw. Gegenbewegung könnte das Ratio theoretisch wieder in Richtung 82 führen. Gleichzeitig sind wir der Meinung, dass der säkulare Bullenmarkt keinesfalls mit einer Gold/Silber-Ratio bei 43 zu Ende gegangen sein kann.
- **Mit einem Gold/Öl-Ratio von 45 ist Gold im langfristigen Vergleich weiterhin hoch bewertet gegenüber Öl.** Der historische Durchschnitt liegt bei etwa 17 Barrel Öl je Unze Gold und damit deutlich unter dem aktuellen Niveau. Zwar können steigende Ölpreise den Goldmarkt über Inflations- und Krisenerwartungen stützen, gleichzeitig erhöhen sie jedoch die Kosten der Goldproduzenten. Teurere Energie, Transport und Förderung belasten die Margen, sofern der Goldpreis nicht im gleichen Maße steigt.
- **Der sogenannte Shanghai-Premium (aktuell 0,15 %) hat sich im Zuge der Korrektur nahezu vollständig aufgelöst.** Dies deutet darauf hin, dass der chinesische Markt derzeit weder eine ausgeprägte physische Nachfrage noch eine Angebotsknappheit signalisiert. In den vergangenen zwölf Monaten schwankte dieser Aufschlag deutlich stärker und lag zeitweise rund 40 USD je Unze über dem Weltmarktpreis. Die aktuelle Entwicklung spricht für eine Normalisierung – bedingt durch bessere Importversorgung, schwächere lokale Nachfrage oder nachlassenden Kaufdruck – nachdem der Markt zuvor durch starke physische Käufe, Importquoten, Währungsbewegungen und geopolitische Unsicherheiten verzerrt war. Beim Silberpreis sieht die Situation jedoch anders aus: Trotz der Korrekturbewegung seit Ende Jänner sind die Aufschläge in China sehr hoch geblieben und werden mit einem Plus von 13,8 % gegenüber der LBMA gehandelt.
- **Der US-Realzins liegt leicht im positiven Bereich und stützt den Goldpreis derzeit nicht wirklich.** Die vereinfachte Berechnung – 3,61 % T-Bill-Rendite minus 2,3 % Inflationsveränderung – ist zuletzt trotz höherer Zinsen gefallen, während der Iran-Krieg für weiter steigende Inflationsraten sorgen sollte. Der neue Fed-Chef Warsh hingegen hat die Inflationsbekämpfung zur obersten Priorität erklärt und beabsichtigt, die Ausweitung der Geldmenge zurückzuführen. Wie dies vor dem Hintergrund steigender Energie-, Lebensmittel- und Rohstoffpreise gelingen soll, bleibt allerdings fraglich. Dennoch könnte von dieser Seite zumindest etwas psychologischer Gegenwind für den Goldmarkt drohen. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass Warsh eine Rolle ähnlich der von Paul Volcker einnehmen wird.

Eine ABC-Korrektur ist erst dann beendet, wenn das B-Wellen-Hoch bei 5.419 USD nachhaltig fällt. Bis dahin gehört die Bühne den Bullen mit Geduld — nicht denen mit Eile.



” *Technical analysis is a language; once you’re fluent, the market speaks to you.*

Brian Shannon

Seit Ende Jänner befindet sich der Goldpreis auf dem Tageschart in einem Abwärtstrend, der derzeit zunehmend in eine Konsolidierung überzugehen scheint. Nach dem Rückschlag an der fallenden 50-Tage-Linie (aktuell 4.780 USD) Mitte April ist der Befreiungsschlag jetzt nicht mehr weit. Gelingt den Bullen die Rückeroberung dieses viel beachteten Durchschnitts, rückt automatisch die runde Marke von 5.000 USD in den Fokus. Auch die Tages-Stochastik untermauert dieses optimistische Szenario mit einem frischen Kaufsignal.

Damit steigt die Wahrscheinlichkeit für eine abgeschlossene ABC-Korrektur allmählich an. Die endgültige Bestätigung für das Ende der ABC-Korrektur liegt jedoch erst vor, wenn der Goldpreis das Hoch der potenziellen B-Welle bei 5.419 USD nachhaltig überschritten hat. Bis dahin ist es noch ein weiter Weg, auf dem sich der Goldpreis an einer „Wall of Worry“ langsam und durchaus zäh nach oben arbeiten könnte. Sollte der derzeitige Anlauf allerdings erneut an der 50-Tage-Linie scheitern, würde sich das technische Gesamtbild wieder deutlich eintrüben.

Gleichzeitig hinterlässt der erste Test der schnell steigenden 200-Tage-Linie (derzeit 4.309 USD) bislang noch keinen überzeugenden Eindruck. Ein zweiter Rücksetzer in Richtung dieses noch bedeutenderen Durchschnitts wäre nicht nur typisch, sondern aus charttechnischer Sicht als solides zweites Standbein eigentlich sogar wünschenswert. Aufgrund des kontinuierlichen Anstiegs der 200-Tage-Linie ist dafür ein erneutes Unterschreiten des März-Tiefs bei 4.099 USD aber nicht mehr erforderlich.

Damit zeichnen sich zwei primäre Szenarien ab: Entweder bewegt sich der Goldpreis bis in den Sommer hinein in einer Seitwärtsrange zwischen seiner fallenden 50-Tage-Linie und der dynamisch steigenden 200-Tage-Linie. Innerhalb dieser Spanne wäre mit einem erratischen und schwer kalkulierbaren Kursverlauf zu rechnen. Alternativ – und inzwischen etwas wahrscheinlicher – wäre eine nachhaltige Rückeroberung der 50-Tage-Linie, gefolgt von einem Anstieg in Richtung 5.000 USD. Eine anschließende Sommer-Rally könnte den Preis dann sogar bis an das obere Wochen-Bollinger-Band (aktuell 5.297 USD) führen. Danach wäre eine Phase denkbar, in der sich der Goldpreis für einige Zeit um die Marke von 5.000 USD einpendelt.

” *It’s not about being right, it’s about managing the wrong.*

Paul Tudor Jones

Insgesamt blicken wir konstruktiv auf den weiteren Jahresverlauf, bleiben jedoch bewusst moderat in unseren Erwartungen. Wir gehen davon aus, dass die laufende Korrektur den Goldmarkt mindestens bis ins dritte oder vierte Quartal begleiten wird, sodass neue Allzeithochs vorerst unwahrscheinlich erscheinen. In unserem absoluten „Worst-Case-Szenario“ rechnen wir mit einem Test der starken Unterstützung im Bereich von etwa 3.500 USD. Voraussetzung dafür wäre jedoch ein ausgeprägter Liquiditätsengpass, wie er nur bei einer deutlichen Eskalation im Nahen Osten und gleichzeitig starkem Druck auf die Aktienmärkte denkbar wäre. **Auf der Oberseite halten wir Kurse deutlich oberhalb von 5.250 USD für eher schwierig erreichbar.**

Ende des Exkurses von Florian Grummes zur aktuellen Lage des „Midas-Touch-Gold-Modells“.

Fazit

Wir haben im Vorjahr einen Paradigmenwechsel erlebt, der eine neue Phase des Bullenmarktes eingeläutet hat. Bob Farrell beschrieb diese veränderten Spielregeln treffend:

Change of a long-term or secular nature is usually gradual enough that it is obscured by the noise caused by short-term volatility ... Moreover, in a shift of secular or long-term significance, the markets will be adapting to a new set of rules while most market participants will be playing by the old rules.

Genau das beobachten wir derzeit. Während der Goldpreis längst nach den neuen Spielregeln tanzt – Zentralbankkäufe, asiatische Preisbildung, geopolitische Remonetarisierung – analysiert die westliche Sell-Side ihn weiterhin mit Modellen aus der Welt von Gestern.

Die Kombination aus weiterhin moderatem Interesse westlicher Investoren an Gold und Silber, der nicht euphorischen Kursphantasie der Analysten und einer Stimmungslage, die trotz des Rekordlaufs auf einem vergleichsweise neutralen Niveau verharret, bildet ein exzellentes Fundament für weitere Kursavancen. Dass dem Goldpreis trotz seines historischen Anstiegs in westlichen Medien noch immer relativ wenig Aufmerksamkeit geschenkt wird, werten wir als klar positives Signal.

Aus Sicht der aktuellen Marktstimmung und der Saisonalität würde uns eine mehrwöchige bis mehrmonatige „Durchschnaupause“ nicht überraschen. Allerdings erwarten wir keine tiefere strukturelle Korrektur. Drei Argumente stützen diese Einschätzung:

- Die Spekulation an den Terminmärkten ist weder bei Gold noch bei Silber übermäßig ausgeprägt – an säkularen Höchstständen wären hier normalerweise Extremwerte zu erwarten.
- Erhebliches Kaufinteresse wartet an der Seitenlinie – wie schon im Vorjahr resultiert daraus ein ausgeprägtes „buy the dips“-Verhalten.
- Die zuletzt verbesserte relative Stärke der Minenaktien signalisiert eine gesunde Marktverfassung.

Wir erwarten daher bis zum Frühsommer eine volatile Seitwärtsbewegung mit kräftigen Schwankungen klar oberhalb von 4.300 USD. Die erwartete Kursspanne dürfte zwischen 4.500 USD auf der Unterseite und 4.950 USD auf der Oberseite liegen. Ein nachhaltiges Abrutschen unter die psychologische Marke von 4.000 USD halten wir für unwahrscheinlich – ausschließen lässt sich angesichts der hohen Volatilität und der politischen Unwägbarkeiten freilich nichts.

Im weiteren Jahresverlauf würde uns die Fortsetzung der Gold-Rally mit neuen Allzeithochs oberhalb von 6.000 USD nicht überraschen. Tatsächlich dürfte sich die Hausse – ähnlich wie zwischen 1976 und 1980 – in den kommenden Monaten und Jahren weiter beschleunigen. Der entscheidende Treibstoff: zahlreiche unterinvestierte Anleger weltweit, die dem bereits fahrenden Gold-Zug hinterherlaufen werden.

Die kommenden Monate könnten holprig werden, doch das Ziel ist klar definiert: die Wiederetablierung von Gold als monetärem Anker des 21. Jahrhunderts. Anleger sollten saisonal bedingte Schwächephasen als das nutzen, was sie in jedem säkularen Bullenmarkt waren – als Akkumulationschance. ■

„A bubble is a bull market in which the user of the word ‚bubble‘ has not fully participated.

Jim Grant

„When all the experts and forecasts agree, something else is going to happen.

Bob Farrell

„Momentum feeds the bull — fundamentals sustain it.

Stanley Druckenmiller

„The secret to being successful from a trading perspective is to have an indefatigable and an undying and unquenchable thirst for information and knowledge.

Paul Tudor Jones

Advancing the Treaty Creek Project in the Golden Triangle



TUDOR GOLD CORP.

is a precious and base metals exploration company focused on advancing its Treaty Creek Project (80% ownership), in the Golden Triangle of British Columbia, Canada, which is amongst the largest gold-copper discoveries of the past 30 years.

CATALYSTS IN 2026

- PEA underway.
- Planned drill programs targeting multiple zones with strong bulk-tonnage and higher-grade potential.
- Anticipated approval of an underground permit to construct a ramp for drill targeting the high-grade discovery - SC-1 Zone.

GOLDSTORM DEPOSIT-UPDATED MRE 2026 ⁽¹⁾

CATEGORY	Tonnage (Mt)	Au (g/t)	Cu (%)	Ag (g/t)	Au (Moz)	Cu (Mlb)	Ag (Moz)
INDICATED	912.3	0.85	0.15	5.07	24.9	3,048.0	148.7
INFERRED	86.1	1.43	0.17	5.22	4.0	327.7	18.6

Mineral Resource Estimate -NSR Cut-off Value Sensitivities

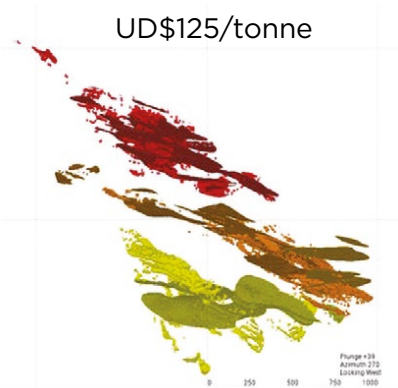


INDICATED

Au: 0.85 g/t, 24.9 Moz
Cu: 0.15%, 3,048.0 Mlb

INFERRED

Au: 1.43 g/t, 4.0 Moz
Cu: 0.17%, 3,048.0 Mlb



INDICATED

Au: 1.78 g/t, 5.8 Moz
Cu: 0.27%, 607.2 Mlb

INFERRED

Au: 3.64 g/t, 2.6 Moz
Cu: 0.14%, 67.8 Mlb



INDICATED

Au: 2.33 g/t, 3.4 Moz
Cu: 0.17%, 167.3 Mlb

INFERRED

Au: 4.02 g/t, 2.36 Moz
Cu: 0.16%, 65.3 Mlb

1) See Tudor Gold's news release dated January 22, 2026 available under the Company's profile on SEDAR+ at www.sedarplus.com and on the Company's website at www.tudor-gold.com.

Investor Relations +1.604.559.8092 or +1.833.775.5477

999 West Hastings Street, Suite 1290, Vancouver, British Columbia V6C 2W2

TSX.V: **TUD** | FRANKFURT: **H56** | OTC: **TDRRF**

TUDOR-GOLD.COM

Quo vadis, aurum?



Key Takeaways

- Die *Pax Americana* und mit ihr das Fiat-Regime von 1971 sind sichtlich in die Jahre gekommen. Übergänge zwischen Geldordnungen verlaufen selten reibungslos – sie sind die monetäre Tektonik der Geschichte. Für Investoren zählen jetzt drei Tugenden: Orientierung, Bedachtsamkeit und Diversifikation.
- Gold remonetarisiert sich nicht per Dekret, sondern durch Funktion. Sechs Vektoren – darunter Reservapolitik, Bilanzierung und Tokenisierung – machen Gold wieder zu dem, was es Jahrtausende lang war: ein monetärer Anker.
- Die nächste große Nachfragerwelle für Gold kommt aus dem 140 Bill. USD schweren Bondmarkt – aus jenem Segment, das bislang als sicherer Hafen galt. Schon marginale Umschichtungen aus Fixed Income würden den nur 15 Bill. USD großen Finanzgold-Markt überfordern. Bei einem Größenverhältnis von 10:1 ist die Richtung des Wechselkurses Gold/Papier vorgezeichnet.
- *Performance-Gold* glänzt: Silber, Minen, Rohstoffe. Silber markierte neue Allzeithochs, der Minensektor bleibt mit 1 % der globalen Aktienmarktkapitalisierung historisch marginalisiert – der Aufholprozess hat gerade erst begonnen. Im Fokus stehen nun insbesondere die Commodities.
- Gold und Bitcoin – Stabilität trifft Konvexität. Im Zeitalter des Debasement-Trades sind nicht-inflationierbare Assets keine Nische mehr, sondern strategische Notwendigkeit.
- Unser im *In Gold We Trust*-Report 2020 formuliertes Dekadenziel von 4.800 USD bis 2030 ist bereits 2026 Realität. Wir richten den Blick nun auf das inflationäre Alternativszenario: 8.900 USD bis zum Dekadenende.

The end of history has itself come to an end, with significant implications for gold and the dollar, which are becoming increasingly apparent.

Deutsche Bank Research Institute

Wie in jeder Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports wollen wir auch diesmal am Ende den Blick nach vorne richten. Wir stützen uns bei diesem Ausblick auf die wichtigsten Lektionen, die wir seit 2007 aus unserer Analyse des Goldmarktes gezogen haben.

- **Gold ist kein „Pet Rock“.** Als wir 2007 begannen, über Gold zu schreiben, wurden wir vom Mainstream mit Skepsis bedacht. Doch die Performance-Zahlen sprechen für sich: fast +600 % auf US-Dollar-Basis, was einer annualisierten Wachstumsrate von 10,8 % entspricht. Gold hat in diesem Zeitraum praktisch jede traditionelle Anlageklasse geschlagen.
- **Die Österreichische Schule der Nationalökonomie hatte recht.** Kreditexpansion führt zu Fehlallokation, Teuerung und Krisen. Der Zyklus folgt dem Austrian-Drehbuch mit einer Präzision, die selbst uns überrascht hat. Financial Repression – die systematische Enteignung der Sparer durch negative Realzinsen – ist zur Dauereinrichtung geworden.
- **De-Dollarization ist kein Nischenthema mehr.** 2007 hielt der US-Dollar einen Anteil von fast zwei Dritteln an den globalen Währungsreserven. Mittlerweile liegt dieser Anteil bei weniger als 58 %. Rechnet man die Goldreserven hinzu, sind es nur mehr rund 45 %.
- **Vertrauen ist das monetäre Fundament.** Die schleichende Erosion des institutionellen Vertrauens – von Zentralbanken über politische Institutionen und Medien bis zum Fiat-Geldsystem selbst – ist die verborgene Triebkraft hinter vielen Entwicklungen.
- **Die Zyklen reimen sich.** Der Zusammenbruch von Bretton-Woods 1971/73, die Asienkrise 1997, die Weltfinanzkrise 2007/08, die Corona-Pandemie 2020–2022, die geopolitische Zeitenwende 2022 – jede dieser Krisen hat Gold als monetären Anker bestätigt. Wer die Geldgeschichte kennt, sieht Muster, wo andere Chaos vermuten.
- **Die Zentralbanken haben die Seiten gewechselt.** Nach zwei Jahrzehnten der Nettoverkäufe kehrte sich der Trend ab 2010 fundamental um. Kumuliert haben Zentralbanken seither netto über 7.000 t Gold erworben. Die Ironie ist bemerkenswert: Jene Institutionen, die Gold jahrzehntelang als barbarisches Relikt abtaten, sind heute die aggressivsten Käufer.
- **Der Osten hat den Westen als Zentrum des Goldmarktes abgelöst.** China und Indien machen heute über 50 % der physischen Goldnachfrage aus. Was wir als „Love Trade“ bezeichneten, hat sich zum strukturellen Nachfrageanker entwickelt. Gleichzeitig gewinnen asiatische Börsen rasant an Bedeutung. Die Preismacht wandert ostwärts – und mit ihr die Spielregeln des Goldmarktes.

- **Gold hat sich seit dem ersten *In Gold We Trust-Report 2007* fast versiebenfacht – und die wenigsten waren dabei.** Trotz eines CAGR von 10,6 % seit der ersten Ausgabe und 9,0 % seit 1971 bleibt Gold in den meisten institutionellen Portfolios unterrepräsentiert. Die größte Hausse einer Generation fand weitgehend ohne westliche Finanzinvestoren statt.
- **Basel III hat den Goldmarkt leise, aber fundamental verändert.** Die 0 %-Risiko-gewichtung für Gold in Einzelverwahrung („allocated“) und die 85 %-NSFR für Gold in Sammelverwahrung („unallocated“) drängen den Markt weg von synthetischem „Papier-Gold“ hin zu physischem Besitz. Gleichzeitig sind in den Bilanzen des Eurosystems die *Ausgleichsposten aus Neubewertung* auf 1.274 Mrd. EUR angewachsen und dienen als bilanzieller Solvenzanker. Es vollzieht sich eine schleichende Remonetarisierung von Gold durch regulatorische Hintertüren.
- **Der Goldminensektor: Vom Problemkind zum Musterknaben.** Auf die Exzesse während der M&A-Welle 2010–2013 folgte eine Phase radikaler Kapitaldisziplin – und Kurskonsolidierung. Heute fließen Rekord-Cashflows in Dividenden und Aktienrückkäufe. Die AISC-Margen liegen bei fast 3.000 USD/oz, die Bilanzen sind solide. Dennoch bleibt der gesamte Sektor ein Zwerg: Die zehn größten Goldminenunternehmen kommen zusammen auf eine Marktkapitalisierung von rund 500 Mrd. USD.

Was, wenn Anleihen – der vermeintliche Sicherheitsanker des Portfolios – in Wahrheit selbst die Blase sind?

Auf dem Weg zur nächsten Geldordnung

Die westlichen Industrienationen haben die Strategie des permanenten Aufschubs zur Staatskunst erhoben. „*Kicking the can down the road*“ – Schulden akkumulieren statt abbauen, Strukturreformen vertagen, Geldpolitik zum Allheilmittel erklären. Doch jeder Weg kommt an sein Ende, früher oder später. Die entscheidende Frage lautet: Was erwartet uns dort?

Das monetäre Koordinatensystem der Nachkriegsordnung steht jedenfalls vor einer Neuvermessung. Und bei jeder großen Währungsumwälzung der vergangenen Jahrhunderte spielte Gold eine zentrale Rolle. Warum sollte es dieses Mal anders sein?

Wir sind weder Schwarzmaler noch Endzeitpropheten – sonst hätten wir kaum Familien gegründet und Unternehmen aufgebaut. Doch die Geldgeschichte lehrt eines nüchtern: Monetäre Ordnungen haben ein Ablaufdatum. Der klassische Goldstandard währte wenige Jahrzehnte, Bretton-Woods keine drei. Das Fiat-Regime, 1971/73 aus der Not geboren, stolpert seinem sechsten Lebensjahrzehnt entgegen – und zeigt jene Ermüdungserscheinungen, die jeder ungedeckten Geldordnung früher oder später zum Verhängnis werden: fiskalische Hybris, schleichender Kaufkraftverlust und ein Vertrauensverzehr, der mittlerweile auch im Mainstream nicht mehr zu übersehen ist.

Dass solche Währungsumbrüche selten ohne Verwerfungen verlaufen, lehrt ein Blick in die Geschichte. Übergänge zwischen Geldordnungen sind keine technokratischen Routinevorgänge, die sich in den Sitzungsprotokollen einer Notenbank abhandeln ließen, sondern tektonische Verschiebungen – begleitet von Interessenkonflikten, Fehlanreizen, politischen Friktionen und abrupten Marktreaktionen. Gerade deshalb zählen in solchen Phasen für Investoren drei Tugenden mehr denn je: **Orientierung, Bedachtsamkeit und Diversifikation.**

Für den Anleger kann Gold dabei wie eine finanzielle Zeitmaschine wirken: ein temporärer Hort für Vermögen, während sich das Währungssystem neu ordnet. Wer Anlagen in Gold parkt, kehrt der Zukunft nicht den Rücken, sondern setzt auf Gold als Zeitenüberbrücker. Gold ist damit nicht das Ziel der Reise, sondern ein Vehikel für die Passage dorthin.

„*Two roads diverged in a wood, and I – I took the one less traveled by, and that has made all the difference.*“

Robert Frost

„*In the monetary field, as indeed in other fields, the same causes always bring about the same effects, and those who persist in ignoring the past are irrevocably doomed.*“

Jacques Rueff

„*Mehr als die Vergangenheit interessiert mich die Zukunft, denn in ihr gedenke ich zu leben.*“

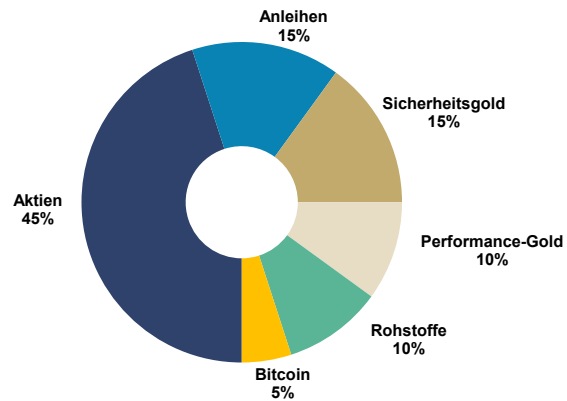
Albert Einstein

„This is gold, Mr. Bond. All my life I've been in love with its color... its brilliance, its divine heaviness.

Auric Goldfinger

Gold ist kein Allheilmittel, sondern ein Anker. Deshalb haben wir bereits im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ das „neue 60/40-Portfolio“ konzipiert: weg von nominalen Ansprüchen, hin zu nicht-inflationierbaren Sachwerten. Physisches Gold bildet den strategischen Kern, flankiert von aktiv getimtem *Performance-Gold* wie Silber und Minenaktien, einer Rohstoff-Allokation sowie einer vernünftig dosierten Bitcoin-Position. Der Anteil festverzinslicher Wertpapiere hingegen schrumpft deutlich – mit voller Absicht. Die Frage des Jahrzehnts ist nicht mehr die nach der Rendite von Anleihen, sondern die nach ihrer realen Kaufkraft.

Das neue 60/40-Portfolio: Subkategorien



Quelle: In Gold We Trust

incrementum

„We must base our asset allocation not on the probabilities of choosing the right allocation but on the consequences of choosing the wrong allocation.

Jack Bogle

Dass wir mit dieser Diagnose nicht länger alleine stehen, zeigt die jüngste Kursänderung an der Wall Street: Im September 2025 hat Mike Wilson, CIO bei Morgan Stanley, ein 60/20/20-Portfolio vorgeschlagen – 60 % Aktien, 20 % kurzlaufende Anleihen, 20 % Gold, das er explizit als „anti-fragile asset“ bezeichnet. Auch BlackRock, J.P. Morgan und Goldman Sachs betonen mittlerweile die strukturelle Notwendigkeit von Gold-Allokationen jenseits der traditionellen 5 %-Beimischung. Wenn selbst die größten Namen der Wall Street das altherwürdige 60/40-Portfolio öffentlich zu den Akten legen, ist das Umdenken im Mainstream angekommen.

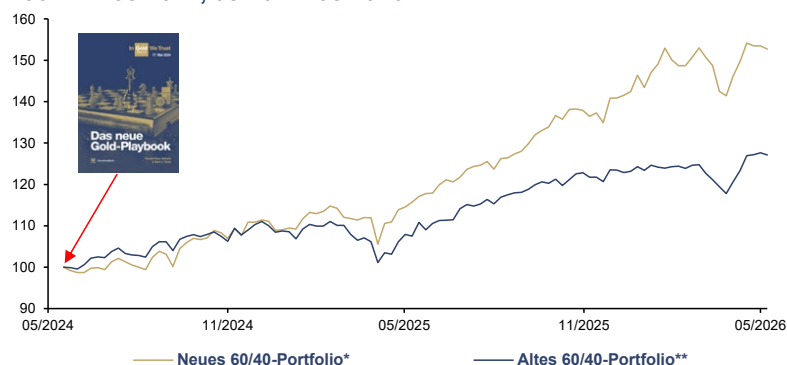
Die vielbeschworene negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist historisch eher die Ausnahme als die Regel – in rund 70 % der letzten 100 Jahre bewegten sich beide Assetklassen im Gleichklang. Dass das 60/40-Portfolio dennoch funktionierte, verdanken wir der *Great Moderation*, jener Ära stetig sinkender Inflationsraten, die mit der Inflationswelle ab 2021 ihr jähes Ende fand. **Was aber, wenn Anleihen, der vermeintliche Sicherheitsanker des Portfolios, in Wahrheit selbst die Blase sind?**

„With no sign that the geopolitical tectonic plates have stopped shifting, indeed with plenty of evidence that friction between the plates is growing, it is a dangerous time not to own gold.

Russell Napier

Hier kommt die entscheidende Wende: Die nächste große Welle der Goldnachfrage dürfte unseres Erachtens zulasten des Bondmarktes gehen. Der globale Anleihenmarkt – Staats- und Unternehmensanleihen zusammen – umfasst derzeit rund 140 Bill. USD. Dem steht ein Goldmarkt von etwa 31 Bill. USD gegenüber, wovon lediglich rund 15 Bill. USD auf Anlagegold entfallen – also Barren, Münzen, ETFs sowie institutionelle und staatliche Bestände. Die Relationen sind bemerkenswert: Würden nur 2 % des globalen Anleihevolumens in Gold umgeschichtet, entspräche das einem Zufluss von knapp 3 Bill. USD und somit rund 20 % des gesamten Anlagegold-Marktes.

Neues 60/40-Portfolio*, und altes 60/40-Portfolio**, in USD, 100 = 17/05/2024, 05/2024–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG, *45% S&P 500 TR, 15% US 10Y TR, 15% Gold, 5% Silber, 5% HUI-Index TR, 10% BCOM TR, 5% Bitcoin, **60% S&P 500 TR, 40% US 10Y TR



Der entscheidende Punkt bleibt: Ein robustes Portfolio in einem fragiler werdenden Geldsystem braucht sowohl Wachstums- als auch Werterhaltungsbausteine. Nicht alles auf Gold – aber deutlich mehr Substanz im Fundament.

Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung

Wie könnte der Weg in eine neue Geldordnung aussehen? Wie der DeLorean in der bekannten Film-Trilogie „Zurück in die Zukunft“ springt auch ein monetäres System nicht blind in eine neue Zeit – es braucht das präzise Zusammenspiel aus Energie, Timing und Richtung. Ein zweiter Bretton-Woods-Moment ist angesichts der aktuellen geopolitischen Lage mit ihren Zerwürfnissen daher unwahrscheinlich. Viel plausibler ist eine Serie funktionaler Verschiebungen wie im Bereich der Reservepolitik, der Bilanzierungsregeln, der institutionellen Portfolios und der technologischen Innovation.

„Doc, I’m from the future. I came here in a time machine that you invented.“

Marty McFly

Was die folgenden sechs Vektoren verbindet:¹ **Gold gewinnt dort an Bedeutung zurück, wo Vertrauen, Sicherheit oder politische Neutralität schwinden.**

- **Reservefunktion & Souveränität:** Gold als sanktionsresistentes, staatliches Reserve-Asset und neutraler Wertspeicher.
- **Private Remonetarisierung:** Gold als strategische Allokation privater und institutioneller Investoren.
- **Bilanzierung & Rekapitalisierung:** Gold als stille Rekapitalisierungsmöglichkeit für Zentralbanken und Staaten.
- **Verankerung in Schulden- bzw. Kreditmärkten:** Goldgedeckte Anleihen als Glaubwürdigkeitsanker für Staatsfinanzen.
- **Akkumulation:** Westliche Zentralbanken als potenzielle nächste Käuferwelle.
- **Digitalisierung:** Tokenisierung macht Gold mobiler und transaktionsfähiger.

Diese Vektoren wirken nicht isoliert. Ein steigender Goldpreis verbessert Zentralbankbilanzen, erleichtert politische Neubewertungen, stärkt die Attraktivität goldgedeckter Anleihen und erhöht das Interesse an tokenisierten Goldformen. Genau diese Rückkopplungen machen die Remonetarisierung zu keinem Einzelereignis, sondern zu einem selbstverstärkenden Prozess.

¹ Siehe Kapitel „Die Sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Von Bretton Woods I (Gold) über Bretton Woods II (Treasuries) zu Bretton Woods III (Gold und Rohstoffe) – die monetäre Reise kehrt zu ihrem Ausgangspunkt zurück.

Die Remonetarisierung nimmt Gestalt an

Wir sind keineswegs die einzigen Analysten, die auf die mögliche Evolution des Geldsystems hinweisen. Die Debatte um eine neue Weltwährungsordnung hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III“ bereits 2022 vor dem Hintergrund der Sanktionierung der russischen Währungsreserven auf ein neues Niveau gehoben. Seine Ausführungen schloss er mit folgender Prognose: „From the Bretton Woods era

backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money (Treasuries with unhedgeable confiscation risks), to Bretton Woods III backed by outside money (gold bullion and other commodities).“²

„Gold is the reciprocal of confidence in central bankers. When their credibility crumbles, gold's value isn't rising – it's being rediscovered.“

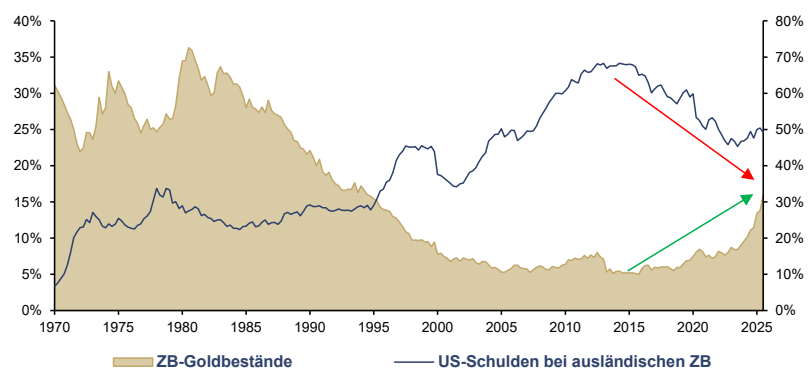
Jim Grant

Dass wir uns unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung befinden, steht für uns außer Frage. Eine neue Weltwährungsordnung wird einen international anerkannten Vertrauensanker benötigen. Dafür scheint Gold aus mehreren Gründen prädestiniert zu sein:

- **Gold ist neutral** – es kennt weder Flagge noch Ideologie und ist damit frei von geopolitischer Instrumentalisierung.
- **Gold hat kein Gegenparteirisiko** – anders als jede Forderung oder jeder digitale Kontoeintrag existiert es eigenständig, ohne auf das Versprechen eines Dritten angewiesen zu sein.
- **Gold ist liquide** – mit einem täglichen Handelsvolumen von rund 330 Mrd. USD zählt es zu den liquidesten Assets der Welt.
- **Gold lässt sich nicht beliebig vermehren** – der Goldbestand wächst seit Jahrzehnten stabil um rund 1,8 % pro Jahr. Diese geologisch bedingte Angebotsdisziplin ist der fundamentale Unterschied zu jeder Fiat-Währung.

Wie weit die Remonetarisierung bereits fortgeschritten ist, zeigt die Zusammensetzung globaler Währungsreserven. Jahrzehntlang bildeten US-Staatsanleihen das Rückgrat offizieller Portfolios. Seit der globalen Finanzkrise kehrt sich der Trend um: Der US-Anleihen-Anteil bei ausländischen Zentralbanken sinkt, Gold legt wieder deutlich zu. Schwellenländer halten trotz markanter Zukäufe weiterhin deutlich weniger Gold als westliche Institutionen.

US-Schulden bei ausländischen ZB (lhs), in % der gesamten Schulden, und ZB-Goldbestände (rhs), in % der Währungsreserven, Q1/1970–Q3/2025



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

incrementum

Der Schattengoldpreis

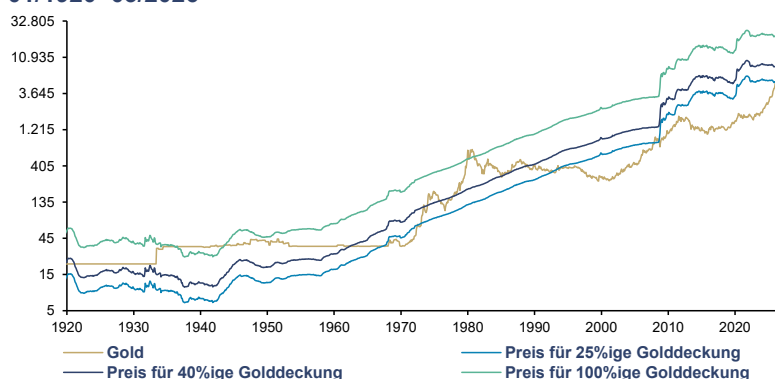
Sollte Gold ins Zentrum des Geldsystems zurückkehren, stellt sich zwangsläufig die Frage nach den Preis-konsequenzen. Eine exakte Bewertung ist naturgemäß unmöglich, doch analytische Näherungen geben uns zumindest eine Vorstellung von möglichen Größenordnungen.

Das bekannteste Konzept ist der sogenannte Schattengoldpreis. Er bezeichnet jenen theoretischen Goldpreis, bei dem die Basisgeldmenge vollständig durch Gold gedeckt wäre. Anders gesagt: Der Schattengoldpreis ist jenes Preisniveau, auf dem eine Rückkehr zu einer vollgedeckten Goldwährung rechnerisch möglich wäre. Eine solche 100 %-Deckung von Mo, wie mitunter propagiert, halten wir nicht für erforderlich; sie würde derzeit einen Goldpreis von 20.900 USD/Unze implizieren. In der Goldwährungsepoche hat der Markt die Notenbanken zu Deckungsquoten zwischen einem Drittel und der Hälfte gezwungen, was einem aktuellen Goldpreis zwischen 7.000 und 10.400 USD/Unze entspricht.

Historisch waren unterschiedliche Formen der Teildeckung die Regel, so z. B.:

- *Federal Reserve Act* von 1914: 40 % Mindestdeckung → heute 8.350 USD/Unze
- Bretton-Woods-Ära (1945–1971): 25 % Mindestdeckung → heute 5.200 USD/Unze – ein Niveau, das der Goldpreis 2026 zwischenzeitlich bereits erreicht hatte.

Goldpreis zur Deckung der Geldbasis (log), in USD, 01/1920–03/2026



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



Der Schattengoldpreis macht zweierlei sichtbar: erstens die enorme Ausweitung der Geldmengen im Verhältnis zur verfügbaren Goldmenge und zweitens das langfristige Aufwertungspotenzial von Gold, sollte es – wie in den zuvor skizzierten Vektoren beschrieben – schrittweise monetäre Funktionen zurückgewinnen. Der Schattengoldpreis dient somit als Kompass für Investoren, die Gold nicht als Rohstoff, sondern als Anker einer zukünftigen Geldordnung verstehen.

Der Kehrwert des Schattengoldpreises auf Basis aktueller Marktpreise ergibt den Golddeckungsgrad der Geldbasis. Im Gold-Bullenmarkt der 2000er-Jahre verdreifachte sich dieser von 10,8 % auf 29,7 %. In den 1930er- und 1940er-Jahren sowie 1980 lag die Golddeckung sogar über 100 %. Der Rekordwert von 131 % aus dem Jahr 1980 entspräche gegenwärtig einem Goldpreis von rund 27.000 USD. **Aktuell liegt der Golddeckungsgrad des US-Dollars bei lediglich 22,4 %.** Salopp formuliert: Von jedem US-Dollar ist knapp ein Viertel durch Gold gedeckt – die restlichen drei Viertel sind Luft.

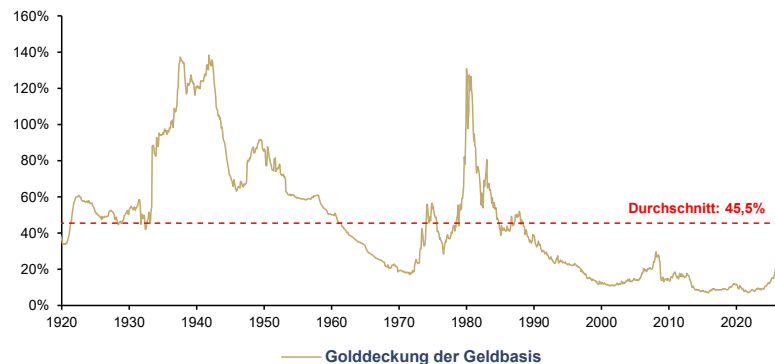
„In the shadows, we find the truth.“

The Dark Knight

„Gold is... the trust anchor for the financial system. If the whole system collapses, the gold stock provides a collateral to start over.“

DNB

Golddeckung der Geldbasis, in %, 01/1920–03/2026



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

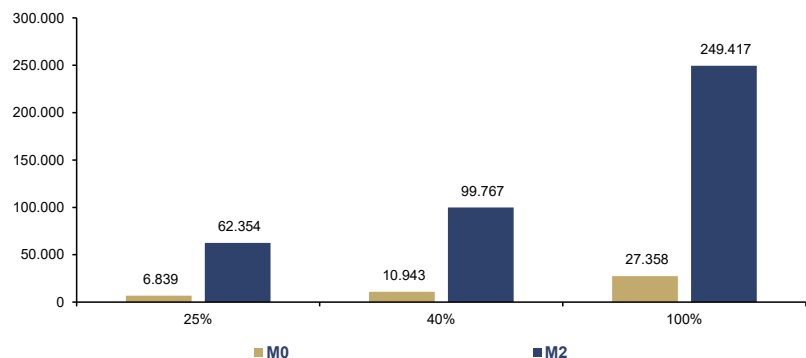


„Gold is the bottom of Exter's Pyramid. In times of crisis, everything moves down the pyramid toward gold. It's not gold that changes – it's everything else that deflates.

John Exter

Gehen wir noch einen Schritt weiter und betrachten die globale Ebene. Der internationale Schattengoldpreis entspricht jenem Goldpreis, der sich im Fall einer Deckung der nach dem BIP-Anteil gewichteten Geldmengen der führenden Währungsräume – USA, Eurozone, UK, Schweiz, Japan und China – durch die Zentralbank-Goldreserven ergibt. Das Ergebnis offenbart das Ausmaß der monetären Expansion: Bei einer 100 %-Deckung der breiten Geldmenge M2 läge der Goldpreis bei knapp 250.000 USD; selbst bei moderaten 25 % wären es über 60.000 USD.

Internationaler Schattengoldpreis (SPG)* bei unterschiedlichen Golddeckungsgraden, in USD, 2025



Quelle: World Gold Council, LSEG, Incrementum AG, *SPG = Geldmengenaggregate ÷ offizielle Goldreserven (in Feinunzen)



Der Bear-Case für Gold

Trotz unseres strukturell bullischen Basisszenarios bestehen auch Abwärtsrisiken. Auch Gold ist keine Einbahnstraße – Korrekturen, Konsolidierungen und auch längere Seitwärtsphasen gehören zum Wesen jedes Bullenmarktes. Die wesentlichen Risikofaktoren lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- **Wiederherstellung geldpolitischer Glaubwürdigkeit:** Sollte die Politisierung der Federal Reserve scheitern und sich Kevin Warsh glaubwürdig als Inflationsfalke positionieren, verlöre der US-Dollar-Debasement-Trade an Momentum.
- **Zentralbanknachfrage:** Ein nachhaltiger Rückgang der seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges strukturell erhöhten Zentralbanknachfrage würde eine tragende Nachfragesäule entfernen.
- **Geopolitische Entspannung:** Waffenstillstand in der Ukraine, Stabilisierung im Nahen Osten und eine Deeskalation mit China würden die Risikoprämie erodieren.

- **Konjunkturelle Outperformance:** Eine robuste US-Expansion mit KI-getriebenem Produktivitätsschub könnte Kapital zurück in Risikoassets lenken.
- **Liquiditätsparadox:** In einem De-leveraging-Event wird Gold zur Finanzierungsquelle für Margin-Calls – wie im Herbst 2008 und im März 2020 kurzzeitig zu beobachten war.

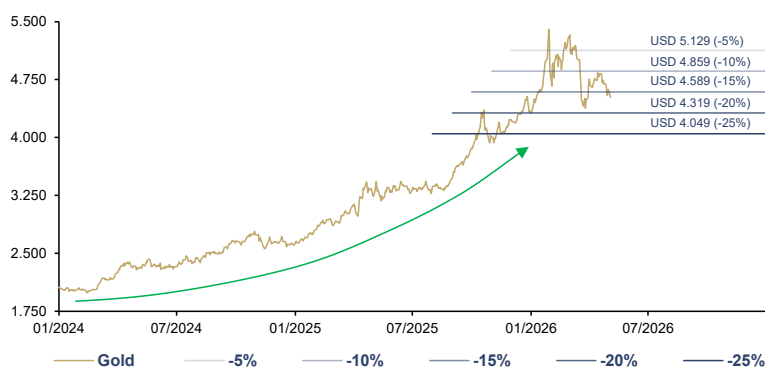
Das Basisszenario-Ziel von 4.800 USD wurde fünf Jahre vor Plan erreicht. Wir orientieren uns nun am inflationären Alternativszenario von 8.900 USD bis 2030.

Wie bewerten wir diese Risiken? Ein-

zeln betrachtet sind die meisten beherrschbar. Entscheidend ist, ob mehrere bearische Katalysatoren gleichzeitig zünden. Ein solches Szenario erfordert jedoch ein Maß an politischer Kohärenz, das derzeit eher unwahrscheinlich erscheint. Denn die strukturellen Kräfte hinter De-Dollarization und monetärer Unordnung sind das Produkt jahrzehntelang aufgestauter Ungleichgewichte. Weder eine Personalentscheidung an der Spitze der Federal Reserve noch ein Handschlag in Genf oder Islamabad werden sie rückgängig machen. Unser Basisszenario bleibt konstruktiv, auch wenn Rückschläge keinesfalls auszuschließen sind. Um es mit Harry Browne zu sagen: „Whatever preparation you make, don't assume you know the future.“

Auch ein temporärer Seitwärtsmarkt wäre im Rahmen einer preislichen Konsolidierung durchaus denkbar und für den Bullenmarkt letztlich gesund. Der mittel- bis langfristige Case für Gold würde dadurch keineswegs gefährdet.

Gold, in USD, 01/2024–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Quo vadis, aurum?

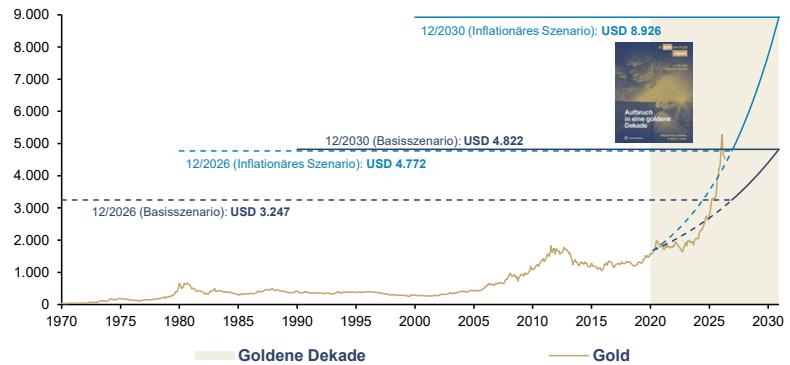
Nach diesen Überlegungen wollen wir nun wieder auf den harten Boden der Anlegerrealität zurückkehren. Im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade“ hatten wir unser proprietäres *Incrementum Goldpreismodell* präsentiert. Im Rahmen dieses Modells haben wir auf Basis historischer Daten unterschiedliche Szenarien hinsichtlich des Geldmengenwachstums und der impliziten Gold-Deckungsrate modelliert und diese mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet.

Das Basisszenario-Ziel von 4.800 USD für Ende 2030 wurde fünf Jahre vor Plan erreicht. Sollte im Westen eine zweite Inflationswelle folgen, so dürfte dieses Jahrzehnt als inflationäre Dekade in die Geschichte eingehen. Vor dem Hintergrund der geschilderten Spannungen halten wir ein solches Szenario für durchaus plausibel und orientieren uns daher weiterhin am inflationären Alternativszenario mit einem Dekaden-Ziel von 8.900 USD.

„I'm not a gambler. I'm a guy who sees numbers and patterns and bets on them.“

Michael Burry

Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Gold, in USD, 01/1970–12/2030



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

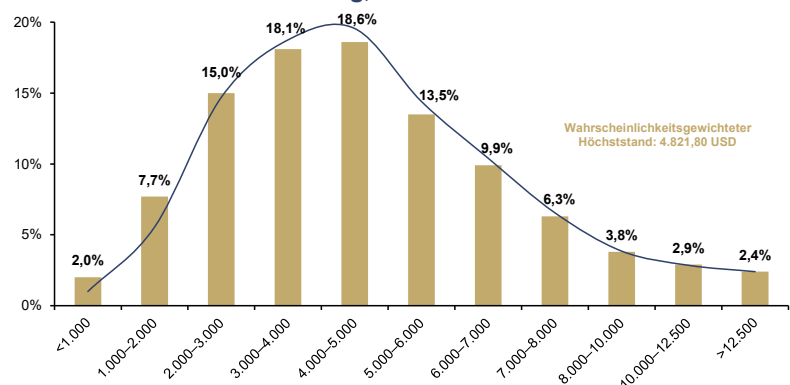
Mit Stichtag 30. April 2026 notiert Gold nur leicht unter dem rechnerischen Zwischenziel von 4.772 USD für Ende 2026. Für das Erreichen des inflationären Szenarios bis 2030 wäre eine annualisierte Rate von 14,5 % nötig – ambitioniert, aber keineswegs illusorisch. **Denn seit Beginn der „goldenen Dekade“ liegt die realisierte CAGR bei 19,7 % und damit bereits oberhalb des erforderlichen Tempos.**

„There is no point in being confident and having a small position.“

George Soros

Schreitet die zuvor skizzierte Remonetarisierung des Goldes tatsächlich voran, sind auch deutlich höhere Preisniveaus denkbar. **Unser Modell trägt dieser Möglichkeit seit jeher Rechnung – durch eine bewusst rechtsschiefe Wahrscheinlichkeitsverteilung.** Während die Häufung der Szenarien zwischen 3.000 und 6.000 USD liegt, läuft der rechte Verteilungsschwanz weit aus: Mit kumulierten 25,3 % Wahrscheinlichkeit für Preisniveaus oberhalb von 7.000 USD ist das Aufwärtsrisiko quantitativ deutlich gewichtiger als das Abwärtsrisiko. Der Grund ist denkbar einfach: Eine Fiat-Währung kann gegen null tendieren, ein Sachwert wie Gold hingegen kennt nach oben keine arithmetische Schranke. Extremausprägungen nach oben waren daher bereits 2020 integraler Bestandteil unseres Modells – die bisherige Dekade liefert das empirische Material dazu.

Approximierter Goldpreis im Jahr 2030 nach Wahrscheinlichkeitsverteilung, in USD



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Die Remonetarisierung des Goldes als Katalysator für Bitcoin?

Nachdem wir ausführlich über die Zukunft des Goldes gesprochen haben, stellt sich die folgende Anschlussfrage: Welche Rolle könnte Bitcoin in einer neu entstehenden Weltordnung spielen? Die Vorteile einer dezentralen, staatsunabhängigen und grenzüberschreitend transferierbaren Währung liegen auf der Hand. Mit der Einführung einer strategischen Bitcoin-Reserve sind auch die USA in das Rennen um digitales Gold eingestiegen.

Gerade eine fortschreitende Remonetarisierung des Goldes könnte sich jedoch als Katalysator für Bitcoin erweisen. Denn steigt der Goldpreis im Zuge wachsender monetärer Nachfrage deutlich an, erhöht sich auch die relative Attraktivität eines digital knappen, leicht transferierbaren und noch deutlich kleineren Schwester-Assets. Was bei Gold an monetärer Anerkennung zurückkehrt, kann somit auch Bitcoin aufwerten. Früher oder später erscheint es plausibel, dass erste Zentralbanken neben Gold zumindest kleine strategische Bitcoin-Positionen aufbauen.

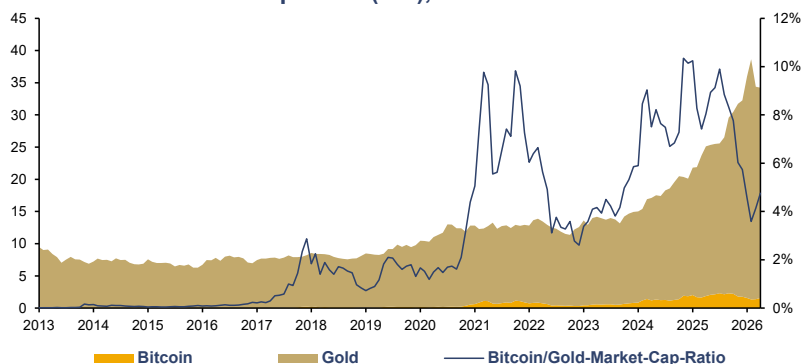
Zwischen beiden Assets könnte dabei ein produktiver Wettbewerb entstehen: Bei sehr starken Preisanstiegen des Goldes könnten zusätzliche Zuflüsse eher in Bitcoin gelenkt werden, weil das relative Aufholpotenzial größer erscheint. Umgekehrt dürfte in Phasen exzessiver Bitcoin-Euphorie ein Teil des Kapitals in Gold rotieren, um Stabilität und Liquidität zu sichern. Gold und Bitcoin sind daher nicht nur Rivalen, sondern auch wechselseitige Referenzpunkte innerhalb derselben monetären Anlageklasse.

Steigt die monetäre Nachfrage nach Gold, erhöht sich auch die relative Attraktivität seines digital knappen, leicht transferierbaren und deutlich kleineren Schwester-Assets.

„Gold represents belief in the past, Bitcoin belief in the future. When both rise together, it means the present has collapsed – faith in fiat time preference is gone.“

SightBringer

Marktkapitalisierung von Bitcoin und Gold (lhs), in Bill. USD, und Bitcoin/Gold-Market-Cap-Ratio (rhs), 01/2013–04/2026



Quelle: coinmarketcap.com, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG



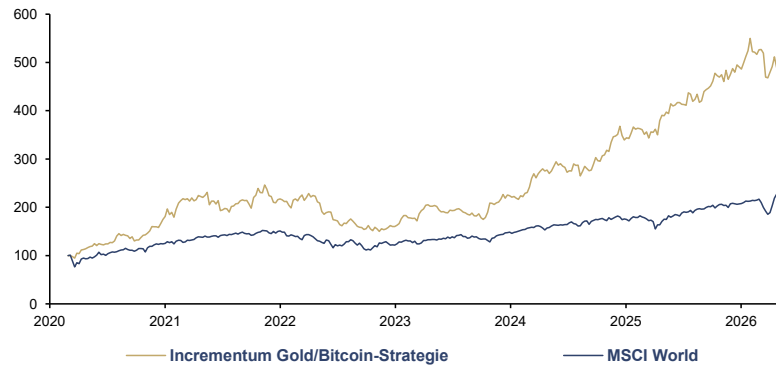
Dass Gold im Universum der nicht-inflationierbaren Assets einen Mitbewerber erhalten hat, ist kein Nachteil – im Gegenteil. Immer mehr Anleger erkennen: Eine kombinierte Veranlagung in beide Assets ist risikoadjustiert der jeweiligen Einzelveranlagung überlegen. Cantor Fitzgerald lancierte im September 2025 den *Gold Protected Bitcoin Fund* – ein Vehikel, das Bitcoin-Upside mit Gold-basierter Downside-Protection kombiniert. 21Shares notiert seit Jänner 2026 den BOLD-ETF an der London Stock Exchange. Es ist damit das erste regulierte Produkt in Großbritannien, das beide Assets in einem risikogewichteten Portfolio vereint.

„Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles [...] and come together as an all-weather inflation hedge.“

Charlie Morris

Mit einem kleinen Anflug von Stolz sei erwähnt: Wir dürften zu den Allerersten gehört haben, die eine kombinierte Gold-Bitcoin-Strategie in ein investierbares Konzept übersetzt haben. Seit mittlerweile mehr als sechs Jahren verwalten wir nach dem Credo: Gold und Bitcoin – gemeinsam stärker.³

Incrementum Gold/Bitcoin-Strategie, und MSCI World, in USD, 100 = 02/2014, 02/2020–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Wie stark wird Performance-Gold glänzen?

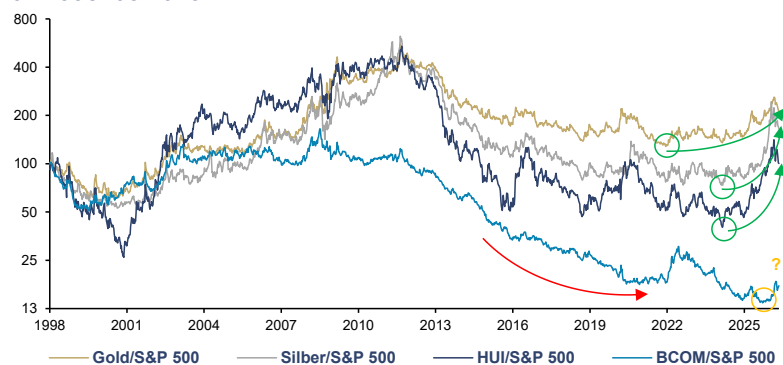
Gold hat den Pfad gebahnt, Silber und Minenaktien folgten. Nun setzt der Commodity-Catch-up ein, den wir im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ prognostiziert hatten.

» *The US retreat behind the walls of Fort Monroe should lead all major economies to increase their stockpiles of commodities.*

Louis-Vincent Gave

Der nachfolgende Chart zeigt Gold, Silber, Minenaktien (HUI) und den Rohstoffindex (BCOM), jeweils relativ zum S&P 500. Nach fast fünfzehnjähriger Underperformance – markiert durch die rote Abwärtstrendlinie – signalisieren alle vier Ratios nun relative Stärke. Gold führt, Silber und Minenaktien folgen mit Verzögerung, und selbst der BCOM löst sich vom Boden. Ein nachhaltiger Ausbruch dieser Ratios wäre mehr als ein technisches Signal: Er markierte eine fundamentale Umverteilung der Kapitalströme – weg von US-Aktien, hin zu einer Assetklasse, die über eine Dekade im Schatten stand.

Gold, Silber, HUI und BCOM vs. S&P 500 (log), 100 = 01/1998, 01/1998–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

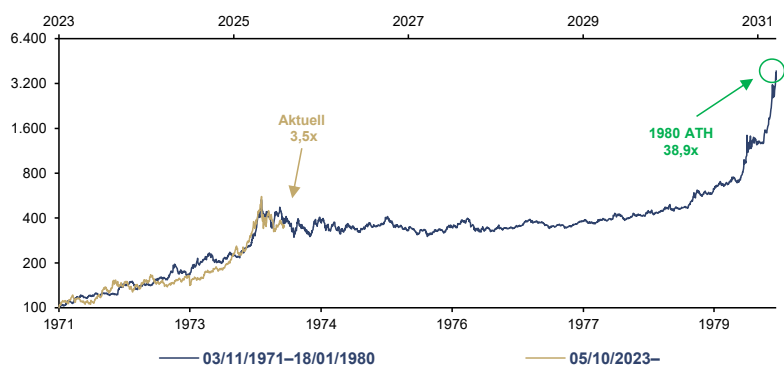


³ Siehe „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust*-Report 2018, unseren quartalsweise erscheinenden *Bitcoin-Kompass* sowie unsere Investmentlösungen.

Silber: Der kleine Bruder wird erwachsen

Silber lieferte 2025 mit einem Plus von 146,8 % das stärkste Jahresergebnis seit 1979 und durchbrach im Jänner 2026 erstmals die Marke von 100 USD. Dass der Preis im Zuge des Iran-Krieges auf rund 75 USD korrigierte, ändert an unserer zuversichtlichen Grundhaltung nichts. Denn seit Jahresbeginn ist Silber lediglich leicht im Minus.

Silber (log), in USD, 100 = 03/11/1971, und 100 = 05/10/2023, 11/1971–05/2026



Quelle: FactSet, LSEG, Incrementum AG

incrementum

Fundamental scheint für den kleinen Bruder des Goldes alles angerichtet zu sein. 2025 verzeichnete der Silbermarkt zum fünften Mal in Folge ein Angebotsdefizit. Auch für 2026 prognostiziert das Silver Institute mit 46,3 Moz das sechste Defizitjahr in Folge – kumulativ ergibt das ein Defizit von 762 Moz und damit nahezu eine komplette Jahresminenproduktion.

Entscheidender als das Defizit selbst ist seine Konsequenz: Die oberirdischen Bestände haben den Puffermodus verlassen. Was jahrelang als theoretisches Konstrukt abgetan wurde, materialisierte sich im Oktober 2025 schlagartig: Die Leasing-Raten explodierten von 1 auf über 30 %, overnight zeitweise auf 200 %. Der Markt lieferte den Beweis für eine alte Weisheit: *Defizite spielen keine Rolle – bis sie es tun.*

Die strukturelle Besonderheit des Silbermarktes verschärft die Lage: Da 74 % des Silbers als Nebenprodukt von Kupfer-, Blei/Zink- und Goldminen anfallen, lösen selbst Rekordpreise kaum Angebotsreaktionen aus. **Nachfrageseitig wirkt ein struktureller Dreiklang: Grüne Wende, Aufrüstung und Remonetarisierung konkurrieren um dasselbe knappe Angebot.** Silber wurde in den USA offiziell als „kritisches Mineral“ klassifiziert, Russland nimmt das Metall in seinen staatlichen Reservefonds auf, Indien erlaubt seit 2025 die Beleihung von Silber mit 90 % Beleihungsquote – und monetarisiert damit de facto das in indischen Haushalten gehortete Silber. Die schleichende Remonetarisierung, die wir bei Gold seit Jahren dokumentieren, hat den kleinen Bruder Silber nun auch erfasst.

Das Gold/Silber-Ratio (GSR) hat diese Veränderung bereits abgebildet: Von 107:1 im April 2025 stürzte es bis Ende Februar fast bis auf 46:1 ab – der niedrigste Stand seit Herbst 2011. Damit wurde der langfristige Median von rund 60 für kurze Zeit deutlich unterschritten. Mit dem Ausbruch des Iran-Krieges korrigierte das GSR kräftig und schwankt seither um die 60.

Entscheidend ist jedoch: Bullenmärkte enden nicht im Mittelmaß, sondern im Extrem. Der Median ist Wegmarke, nicht Ziel – die Geschichte säkularer Silber-Hausse-Phasen lehrt, dass das Ratio in der finalen Beschleunigungsphase typischerweise weit

„When you're hunting elephants, don't get distracted chasing rabbits.

T. Boone Pickens

„Silver is the investment of the decade. There's not enough physical silver to meet investment demand if even a small percentage of money decided to flow into it.

Eric Sprott

nach unten überschießt.⁴ An den säkularen Hochpunkten des Silbermarkts lag das Ratio auf Monatsschlussbasis bei 18,1 (1980) und bei 32,6 (2011). Bei gleichbleibendem Goldpreis ergäbe ein erneutes Erreichen dieser Niveaus ein Silberpreis-Potenzial von rund 260 USD bzw. 150 USD je Unze.

Gold/Silber-Ratio, 01/1970–05/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



Minenaktien: Vom Problemschüler zum Musterknaben

„Money is being made on the delta between price and value.“

Rick Rule

Die Goldminenaktien haben in den vergangenen Monaten einen technischen Ausbruch gegenüber dem S&P 500 vollzogen. Der Chart zeigt das HUI/S&P 500-Ratio seit 1997: Die rot markierten Tiefpunkte 2000 und 2022 ähneln einander frappierend – beide markierten den Beginn mehrjähriger Outperformance-Zyklen der Minenwerte.⁵

Die klassischen Merkmale einer frühen Bullenmarktphase sind bei den Minern unübersehbar: verbreiteter Skeptizismus, strukturelle Untergewichtung, trotzige Gleichgültigkeit des Mainstreams. Die stärksten Gewinne entstehen nicht, wenn alle investiert sind, sondern genau dann, wenn die Mehrheit noch im Abseits steht. Der Gewinn liegt bekanntlich im Einkauf.

HUI/S&P 500-Ratio, 01/1997–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



⁴ Siehe Kapitel „Silber nach dem Höhenflug: ‚Stairway to Heaven‘ oder ‚Highway to Hell‘?“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

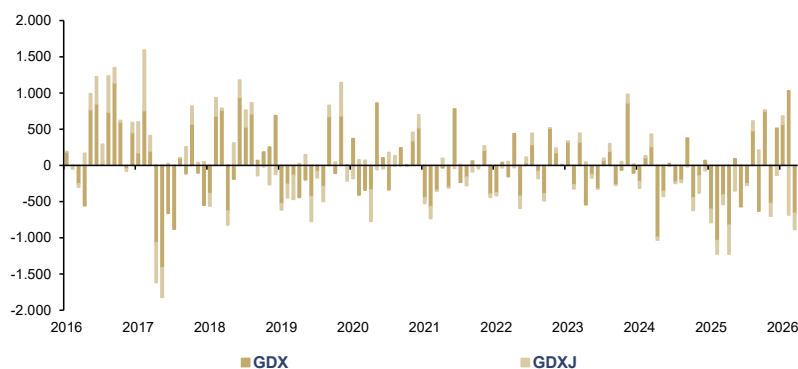
⁵ Siehe Kapitel „Minenaktien – Fundamentale und technische Lage“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Ein einziger Datenpunkt illustriert diese Diskrepanz eindrucksvoll: Trotz eines kumulierten Kursgewinns des GDX von 167 % in den Jahren 2024 und 2025 sind die ausstehenden Anteile des weltweit größten Goldminen-ETF im selben Zeitraum um 28 % gesunken. Investoren haben also nicht nur nicht zugekauft – sie haben *aktiv* verkauft, während die Kurse rallierten. Das ist kein Zeichen eines reifen Bullenmarktes, sondern dessen Gegenteil: ein Sektor, der Rekordrenditen liefert und dennoch von der breiten Investorenschaft ignoriert wird. Zum Vergleich: In der Hausse 2010–2013 stiegen die GDX-Anteile um rund 400 %.

„*The intelligent investor is a realist who sells to optimists and buys from pessimists.*

Benjamin Graham

GDX- und GDXJ-Kapitalflüsse, in Mio. USD, 01/2016–03/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG



Auch in den ersten vier Monaten 2026 blieben die Minenaktien trotz respektabler Performance hinter ihrem historischen Beta zurück. Der oft postulierte Hebel von 3:1 gegenüber dem Goldpreis wurde nicht annähernd realisiert – oder positiv formuliert: **Das Catch-up-Potenzial der Minenaktien ist weiterhin erheblich.**

„*If you can't handle a 50% drop, you deserve a mediocre result.*

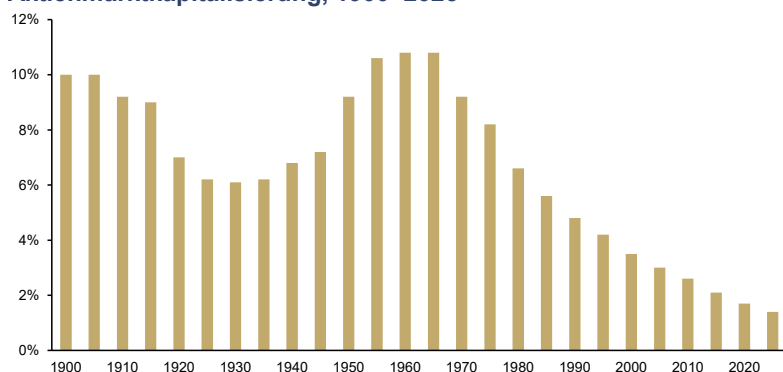
Charlie Munger

Ein Blick auf den Anteil der Minenindustrie an der globalen Aktienmarktkapitalisierung bestätigt den Bedeutungsverlust: Lag das Gewicht zu Beginn des 20. Jahrhunderts noch bei rund 10 % und erreichte in den 1950er- und 1960er-Jahren mit etwa 11 % seinen Zenit, beträgt es heute gerade einmal 1 % – der tiefste Stand seit 1900. **Marginalisierung ist kein zu starkes Wort.**

„*A solid foundation is buying at a low valuation.*

Ian Cassel

Anteil der Minenindustrie, in % der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung, 1900–2025



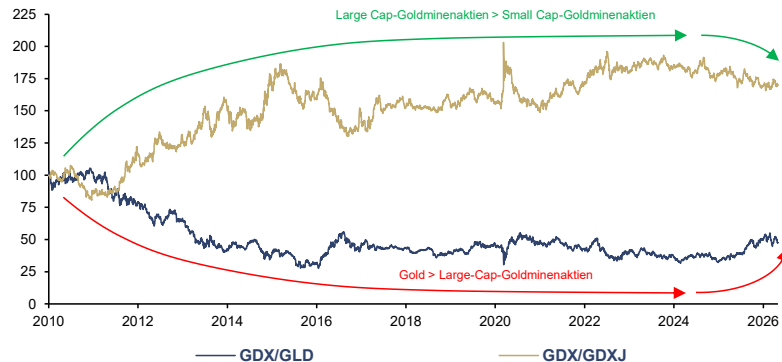
Quelle: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Incrementum AG



Innerhalb des Goldsektors zeigt sich zudem eine markante Divergenz zwischen Large- und Small-Caps – primär Ausdruck des zurückhaltenden Risikoappetits. Sollte der Aufwärtstrend des Goldpreises die Aufmerksamkeit stärker auf die Bewertungs- und Performancepotenziale im Minensektor lenken, dürfte dies im Rahmen eines

Risk-on-Moves eine neue Phase relativer Stärke einleiten – speziell bei Small- und Mid-caps. Die seit 2011 bestehende Bewertungslücke könnte sich in einem solchen Szenario zügig schließen.

GDX/GLD und GDX/GDXJ, 100 = 01/2010, 01/2010–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Rohstoffe: Back to the Future of Hard Assets

Gold hat den Weg gewiesen – nun folgt der Rohstoff-Aufholprozess. Die jüngste *National Security Strategy* der USA macht unmissverständlich klar: Die Ära des grenzenlosen Globalismus ist vorbei. Freihandel wurde strategisch herabgestuft, US-Macht transaktional definiert, Zugang zu kritischen Rohstoffen explizit als Frage der nationalen Sicherheit behandelt. Commodities sind nicht länger bloße Produktionsinputs – **sie werden zur strategischen Versicherungspolizze in einer Welt bilateraler Deals und neu formierter Allianzen.**

» *Bear markets are the authors of bull markets, and bull markets are the authors of bear markets!*

Rick Rule

Doch die geopolitische Neuvermessung ist nur die Oberfläche einer tieferliegenden Verschiebung. **Die Welt durchläuft einen makroökonomischen Regimewechsel.** Während in den vergangenen Jahrzehnten nachfrageseitige Beschränkungen dominierten – Wachstum durch Konsumlust und Kreditexpansion –, übernehmen nun angebotsseitige Beschränkungen das Kommando. Nicht mehr das „Wollen“, sondern das „Haben“ bestimmt das Wachstum. **Die Ökonomie kehrt von der Cloud auf den Boden der Rohstoffrealität zurück.**

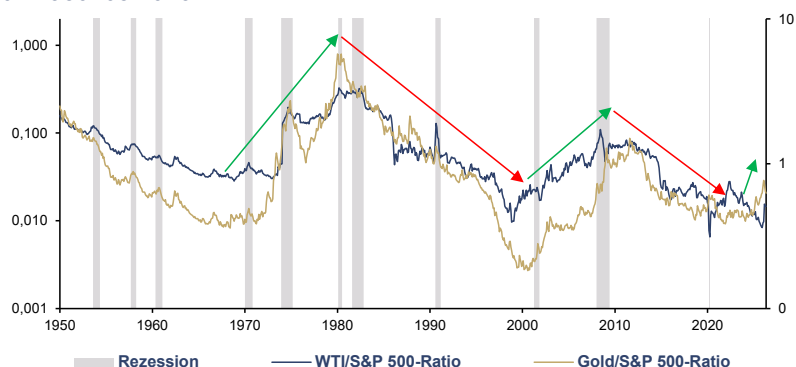
» *I'm scared as hell about AI... but it's going to be the greatest wealth creator of all time.*

Stanley Druckenmiller

Für den Rohstoffmarkt bedeutet dieser doppelte Umbruch: Der Commodity-Bullenmarkt ist unserer Überzeugung nach auf Schiene. Dafür sprechen zwei Faktoren. Erstens die strukturelle Unterinvestition: Nach einem Jahrzehnt radikaler Capex-Kürzungen – getrieben durch niedrige Preise, Aktionärsdruck, ESG-Divestment und Covid – ist die Projektpipeline historisch dünn, während sinkende Erzgehalte die Kapitalintensität weiter erhöhen. Zweitens säkulare Nachfragetreiber: Elektrifizierung, der KI-getriebene Hyperscaler-Boom und eine geopolitische Fragmentierung, die Ressourcennationalismus und Friend-Shoring zur neuen Normalität macht.

Die KI-Revolution illustriert das Paradoxon mit beinahe poetischer Ironie. In ihrer Dynamik erinnert sie an den Eisenbahnboom des 19. Jahrhunderts: Kapital fließt in transformative Infrastruktur, viele Unternehmen gehen im Zuge der schöpferischen Zerstörung unter – doch die Schienen bleiben liegen. Rechenzentren, Halbleiter und Energieinfrastruktur sind letztlich auf geologische Realitäten angewiesen. Die Bewertungsanomalie hat historische Ausmaße erreicht: Sowohl das WTI/S&P 500- als auch das Gold/S&P 500-Ratio notieren auf historisch niedrigem Niveau. Rohstoffe sind relativ zu Aktien so günstig wie zuletzt um die Jahrtausendwende.

WTI/S&P 500-Ratio (lhs, log), und Gold/S&P-500 Ratio (rhs, log),
01/1950–05/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

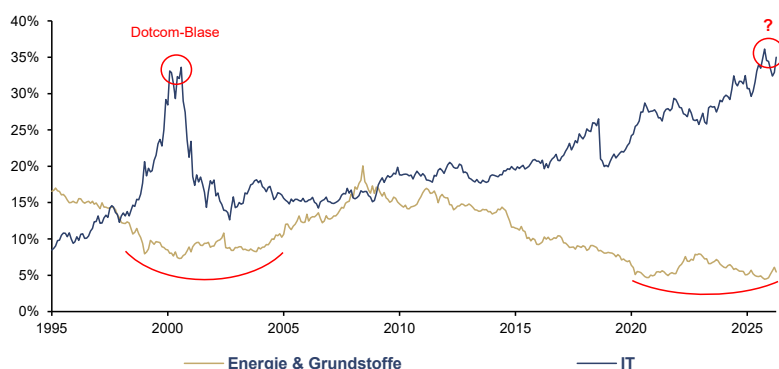
incrementum

Entscheidend ist: **Die Rally ist bislang allerdings noch nicht breit aufgestellt.** Gold und Silber haben den Weg vorgezeichnet, doch die Verbreiterung über den gesamten Rohstoffkomplex wie in der mittleren Phase des 2000er-Superzyklus steht noch aus. Energie und Grundstoffe machen im S&P 500 zusammen weniger als 6 % aus. Selbst marginale institutionelle Umschichtungen in Richtung realer Werte würden überproportionale Kursavancen auslösen.

„In commodities, you need a stomach of steel and a horizon of decades.

Jim Rogers

S&P 500-Sektorengewichtung, 01/1995–04/2026



Quelle: Tavi Costa, LSEG, Incrementum AG

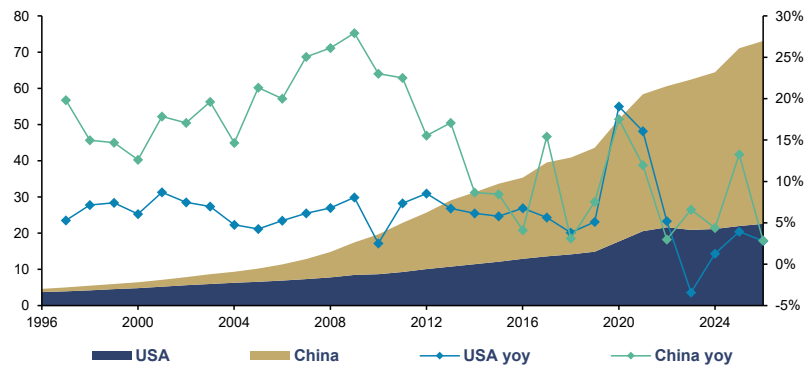
incrementum

Zudem liefert China den monetären Treibstoff für den Rohstoffzyklus. Die chinesische Geldmenge M2 wuchs 2025 in Yuan um 8,5 % bzw. um 13,3 % in US-Dollar und damit deutlich schneller als das nominale BIP. Mit knapp 50 Bill. USD ist M2 in China damit bereits mehr als doppelt so groß wie jenes der USA – und das in einer Volkswirtschaft, deren nominales BIP lediglich rund zwei Drittel der US-Wirtschaft ausmacht.

„The Chinese economy is an ocean, not a small pond.

Xi Jinping

USA und China: M2, in Bill. USD (lhs), und yoy (rhs), 1996–2026

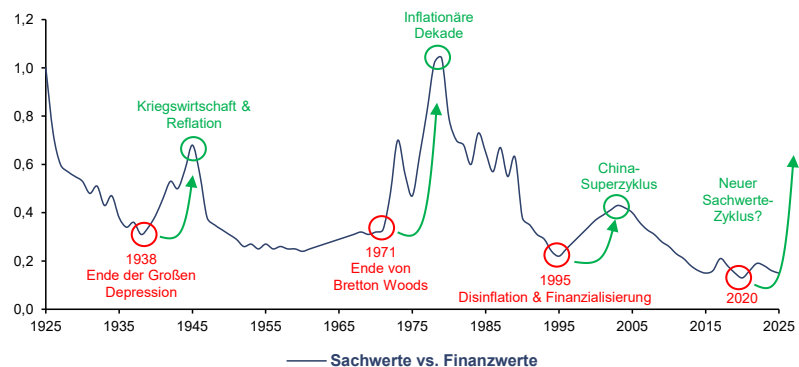


Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Das Verhältnis von Sachwerten zu Finanzwerten bewegt sich in Dekaden, nicht in Quartalen. Der Chart erzählt diese Geschichte über ein Jahrhundert hinweg: Nach jedem markanten Tief folgte eine Phase ausgeprägter Outperformance der Sachwerte – 1938 mit Kriegswirtschaft und Reflation, 1971 mit dem Ende von Bretton-Woods und der inflationären Dekade der 1970er-Jahre, 1995 mit dem China-Superzyklus. Im Jahr 2020 markierte das Verhältnis ein neues, historisches Tief. Seither zeichnet sich eine Bodenbildung ab. Beginnt nun der nächste Sachwerte-Zyklus?

Sachwerte vs. Finanzwerte, in USD, 1925–2025



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

incrementum

» *What makes gold compelling are the risks we don't take by owning it.*

Michael Weeks

Mittelfristig wird der Rohstoffmarkt die neue geopolitische Landkarte abbilden: Während sich die USA aus ihrer Führungsrolle zurückziehen, rüsten Europa, China und der globale Süden ihre Verteidigungs- und Energieinfrastruktur auf. Die Folge ist absehbar: Staaten und Konzerne werden um strategische Ressourcen konkurrieren, als gäbe es kein Morgen. Kurzfristig gesellen sich weitere bullische Auslöser hinzu: eine global synchronisierte Lockerung der Geldpolitik, ein schwächerer US-Dollar und expansive Impulse aus Peking.

Back to the Monetary Future: Das Fazit

Michael Weeks bringt das Argument für Gold auf den Punkt – und dreht dabei die übliche Bewertungslogik kurzerhand um: Der Wert des Edelmetalls liegt nicht in dem, was es verspricht, sondern in dem, was es seinen Besitzern erspart. Sein *Via-negativa*-Ansatz ist von faszinierender Klarheit: Gold

weist kein Durationsrisiko, kein Kreditrisiko und auch kein Liquiditätsrisiko auf. Keine Bilanzen, die implodieren, keine Cashflows, die versiegen, kein Management, das Kapital fehlallokiert. Gold verlangt weder Vertrauen noch Wohlwollen einer Gegenpartei. Gold verlangt nur einen sicheren Lagerort. In einer Welt, in der Staatsanleihen zunehmend zu *Certificates of Confiscation* werden und das Fiat-Geld-Experiment in seine spätzyklische Phase eintritt, ist genau diese Abwesenheit von Risiken der entscheidende Wettbewerbsvorteil.

Gold wird nicht durch eine ideologische Rückkehr zum Goldstandard remonetarisiert, sondern durch die pragmatische Wiedererlangung monetärer und bilanzieller Funktionen. Dieser Prozess wird vom globalen Süden ausgehen. Westliche Staaten und Zentralbanken werden die monetäre Relevanz von Gold erst dann offen neu bewerten, wenn der fiskalische und der bilanzielle Druck groß genug geworden sind. **Für Investoren bedeutet dies: Die Frage ist nicht mehr, ob Gold ins Portfolio gehört, sondern in welcher Höhe und in welcher Form.**

Die nächsten Jahre werden entscheiden, ob das Fiat-Experiment eine permanente Abweichung vom historischen Normalfall bleibt – oder eine Episode, die mit der Wiederentdeckung monetärer Prinzipien endet. Die Geschichte spricht klar für Letzteres.

Um die Reise *Back to the Monetary Future* anzutreten, muss nicht wie in der bekannten Film-Trilogie „Back to the Future“ der DeLorean auf 88 Meilen pro Stunde beschleunigt werden – diese Entwicklung hat längst Fahrt aufgenommen. Marty McFly benötigte den Fluxkompensator, um durch die Zeit zu reisen; Investoren benötigen nur das älteste monetäre Element im Periodensystem, keine bloß vermeintlich sicheren Assets wie Staatsanleihen. Was wir aber mit Sicherheit benötigen, ist jener monetäre Anker, dem die Menschheit seit fünf Jahrtausenden vertraut – nicht als politisches Machtinstrument, sondern als neutrale, schuldfreie Basis für Handel, Austausch und Vertrauen.

Zwanzig Jahre haben wir diesen Pfad kartographiert. Unser Kompass zeigt nach wie vor in dieselbe Richtung:

Kein Paukenschlag. Kein Dekret. Keine Konferenz. Die Remonetarisierung des Goldes erfolgt durch die Hintertür der Reserven, Tresore und Portfolios.

” *Gold will be repriced once in a lifetime; that will be much more than enough.*

Another

” *Your future hasn't been written yet. No one's has. Your future is whatever you make it. So make it a good one.*

Doc Brown, Back to the Future III

IN GOLD WE TRUST



Proven Track Record, Positioned for Growth.

Canadian-based and led, Agnico Eagle is Canada's largest mining company and the second largest gold producer in the world, operating mines in Canada, Australia, Finland and Mexico. We are advancing a pipeline of high-quality development projects in these premier jurisdictions to support growth over the next decade.



AGNICO EAGLE

agnicoeagle.com
TSX and NYSE: AEM

Über uns



Ronald-Peter Stöferle, CMT

Managing Partner und Fondsmanager 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 und seit 2024 Advisor bei Monetary Metals.



Mark J. Valek

Partner und Fondsmanager 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*“. Seit 2024 ist er Advisor bei Monetary Metals.



Incrementum AG

Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unabhängigkeit und Eigenständigkeit sind die Eckpfeiler unserer Philosophie.

www.incrementum.li

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Report 2026:

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Lois Hasenauer-Ebner, Doris Ringsmuth, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Theresa Kammel, Daniel Luis Gomes, Denis Ott, Carlo „Migs“ Caparas, David Waugh, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Isabella Vesely, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Felipe Hurtado, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ike-mizu, Max Urbitsch, Dr. Judy Shelton, Craig Tindale, Luke Gromen, Grant Williams, Bernd Gorbach, Wolfgang Stecher, SPiNN-WERK, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Richard Schodde, Silver Institute, dem World Gold Council, Mining Visuals, dem gesamten Incrementum-Team sowie unseren Familien!

Premium-Partner



Agnico Eagle

Als weltweit zweitgrößter Goldproduzent mit Sitz und Management in Kanada verfügt Agnico Eagle über eine Pipeline erstklassiger Entwicklungsprojekte, die das Wachstum in den kommenden zehn Jahren stützen werden.

www.agnicoeagle.com



Argenta Silver

Argenta Silver ist ein wachstumsorientiertes Explorationsunternehmen, das sich auf Silber für die Energiewende konzentriert. Das zu 100 % unternehmenseigene Vorzeigeprojekt El Quevar beherbergt eine hochgradige, reine Silberlagerstätte und umfasst 57.000 Hektar in einer erstklassigen Jurisdiktion: Salta, Argentinien.

www.argentasilver.com



Asante Gold

Asante ist ein auf Ghana fokussierter Goldproduzent, der die Goldminen Bibiani und Chirano betreibt, welche innerhalb der Goldgürtel Bibiani und Ashanti liegen. Beide Minen durchlaufen derzeit mehrere operative Wachstumsinitiativen, um die Goldproduktion im Jahr 2026 und darüber hinaus signifikant zu steigern.

www.asantegold.com



Barrick

Barrick ist ein weltweit führendes Minen-, Explorations- und Erschließungsunternehmen mit erstklassigen, langlebigen Gold- und Kupfer-Assets in 17 Ländern. Das Unternehmen ist der größte Goldproduzent der USA. NYSE: B | TSX: ABX.

www.barrick.com



Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein profitabler Goldproduzent in Simbabwe, der sich auf einen nachhaltigen Betrieb, Dividenden und diszipliniertes Wachstum durch Exploration und Erschließung konzentriert.

www.caledoniamining.com



Cerro de Pasco Resources

Cerro de Pasco Resources Inc. entwickelt das Projekt El Metalurgista in Zentralperu durch die Aufarbeitung historischer Haldenbestände. Dieser Ansatz verbindet die effiziente Wertstoffrückgewinnung mit einer nachhaltigen Umweltsanierung der Region.

www.pascoresources.com



Elemental Royalty

Elemental ist ein auf Gold spezialisiertes, wachstumsorientiertes Royalty-Unternehmen mit einem global diversifizierten Portfolio von über 200 Royalties. Dieses ist durch strategische Kernassets verankert und wird von erstklassigen Bergbaupartnern betrieben.

www.elementalroyalty.com



Elementum

Echte Werte. Mehr Sicherheit für Ihren finanziellen Wohlstand. Ihr kompetenter Partner für strategische Lösungen in physischem Gold und Silber. Für Privatpersonen, Familien, Arbeitgeber und Angestellte.

www.elementum-international.ch



Endeavour Mining

Endeavour Mining ist ein weltweit führendes Goldminenunternehmen und der größte Goldproduzent Westafrikas. Als Mitglied des World Gold Council fühlen wir uns den Grundsätzen des verantwortungsvollen Bergbaus verpflichtet und setzen alles daran, nachhaltigen Wert für alle unsere Stakeholder zu schaffen.

www.endeavourmining.com



Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Silberproduzent mit Minen in Mexiko und Peru. Das Unternehmen unterhält zudem ein diversifiziertes Explorationsportfolio in Mexiko, Chile und den Vereinigten Staaten, das ein organisches Wachstum sowie operative Exzellenz unterstützt.

www.edrsilver.com



Equinox Gold

Equinox Gold verfügt über ein Portfolio an hochwertigen Goldminen in Kanada sowie Nord- und Südamerika sowie über eine Pipeline an Wachstumsprojekten. Das Unternehmen setzt auf disziplinierte Umsetzung, operative Exzellenz und langfristige Wertschöpfung.

www.equinoxgold.com



First Majestic Silver

First Majestic ist ein börsennotierter Silber- und Goldproduzent mit vier Untertage-Minen in Mexiko. Über unsere zu 100% im Eigentum befindliche und betriebene Münzprägestalt First Mint, LLC, bieten wir außerdem Anlage-Edelmetalle direkt für Kunden an.

www.firstmajestic.com



First Mining Gold

First Mining ist ein Goldentwickler, der zwei der größten Goldprojekte in Kanada vorantreibt: das Goldprojekt Springpole im Nordwesten Ontarios und das Goldprojekt Duparquet in Quebec.

www.firstmininggold.com



Fortuna Mining

Fortuna Mining ist ein kanadisches Edelmetallunternehmen mit drei produzierenden Minen und Explorationsprojekten in Argentinien, der Elfenbeinküste, Mexiko, Peru und Senegal, wo das Projekt Diamba Sud einer potenziellen Bauentscheidung Mitte 2026 entgegengeht.

www.fortunamining.com



Harmony

Harmony, Südafrikas größter Goldproduzent, ist in Südafrika, Papua-Neuguinea und Australien tätig. Die Prognose für das Geschäftsjahr 2026 (FY26) liegt bei 1,4 bis 1,5 Moz Gold und 17.500 bis 18.500 t Kupfer. Die Reserven belaufen sich auf 36,8 Moz.

www.harmony.co.za



Kinross

Kinross Gold ist ein in Kanada ansässiges, weltweit tätiges Senior-Goldbergbauunternehmen mit aktiven Minen und Projekten in den USA, Brasilien, Mauretanien, Chile und Kanada.

www.kinross.com



Luca Mining

Luca Mining ist ein kanadisches Minenunternehmen, das Gold, Silber und Basismetalle fördert und zwei Minen in Mexiko betreibt. Der Schwerpunkt des Unternehmens liegt auf der Optimierung der Betriebsabläufe, der Steigerung der Produktion sowie dem Vorantreiben hochwertiger Explorationsmöglichkeiten.

www.lucamining.com



McEwen

McEwen Inc. bietet Anlegern ein Exposure an der wachsenden Gold- und Silberproduktion in Nord- und Südamerika, mit einem Ziel von jährlich 300.000 Goldäquivalentunzen (GEOs) bis 2030. Hinzu kommt das großangelegte Kupferprojekt Los Azules in Argentinien, das sich durch eine starke Wirtschaftlichkeit und geringe Umweltauswirkungen auszeichnet (Machbarkeitsstudie 2025).

www.mcewenmining.com



Mineros

Mineros ist ein seit 50 Jahren bestehender lateinamerikanischer Goldproduzent, der Minen in Kolumbien und Nicaragua betreibt. Das Unternehmen verfügt über eine Pipeline an Erschließungs- und Explorationsprojekten, darunter das Projekt La Pepa in Chile.

www.mineros.com.co



Münze Österreich

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



Newmont

Newmont ist das weltweit führende Goldminenunternehmen und produziert zudem Kupfer, Zink, Blei sowie Silber. Das Unternehmen verfügt über ein erstklassiges Portfolio mit Standorten in Afrika, Australien, Lateinamerika, Nordamerika und Papua-Neuguinea.

www.newmont.com



North Peak Resources

Hinter North Peak stehen die Gründer von Kirkland Lake Gold und Rupert Resources. Das Unternehmen exploriert und entwickelt die bereits vollständig genehmigte Liegenschaft Prospect Mountain, die sich im bisher unerschlossenen Zentrum des historischen, hochgradigen Gold- und Polymetall-Bergbaureviere Eureka in Nevada (USA) befindet.

www.northpeakresources.com



Ögussa

ÖGUSSA Goldbarren „Made in Austria“ bei Österreichs erster Adresse für Edelmetalle. Seit 1862. Barrengößen von 1 bis 1.000 Gramm und bis € 10.000,- anonym. Aktuelle An- und Verkaufskurse auf oegussa.at.

www.oegussa.at



Pan American Silver

Pan American Silver verfügt über ein breit gefächertes Portfolio an Silber- und Goldminen in Nord- und Südamerika, wo das Unternehmen seit über 30 Jahren tätig ist und sich einen Ruf für Nachhaltigkeit, operative Exzellenz und finanzielle Disziplin erarbeitet hat.

www.panamericansilver.com



Pinnacle Silver & Gold

Pinnacle Silver and Gold treibt die Entwicklung des hochgradigen El Potrero-Projekts in Durango, Mexiko, zügig in Richtung Förderaufnahme voran. Dank eines erfahrenen Teams und einer hohen Insider-Beteiligung liegt der Fokus von Pinnacle klar auf der Schaffung von Mehrwert für die Aktionäre.

www.pinnaclesilverandgold.com



Royal Gold

Royal Gold ist ein margenstarkes Edelmetallunternehmen, das einen soliden Cashflow aus einem umfangreichen und gut diversifizierten Portfolio an Royalty & Streaming-Beteiligungen in bergbaufreundlichen Ländern erzielt.

www.royalgold.com



Solit

Die SOLIT Gruppe verfügt über mehr als 15 Jahre Erfahrung im Edelmetallmarkt, konnte über 15 Mrd. kumuliertes Handelsvolumen aufweisen und zählt über 500.000 Menschen weltweit zu ihren Kunden.

www.solit-kapital.de



Sprott

Sprott ist ein globaler Vermögensverwalter, der auf Investitionen in Edelmetalle und kritische Rohstoffe spezialisiert ist. Wir bieten Investmentfonds, ETFs und private Strategien an, mit Standorten in Nordamerika und einer Börsennotierung unter dem Tickersymbol „SII“.

www.sprott.com



Tudor Gold

TUDOR GOLD ist ein Explorationsunternehmen für Edel- und Basismetalle, das sich auf die Erschließung seines Projekts Treaty Creek im Golden Triangle von British Columbia (Kanada) konzentriert. Das Projekt zählt zu den bedeutendsten Gold-Kupfer-Entdeckungen der letzten 30 Jahre.

www.tudor-gold.com



U.S. Gold

U.S. Gold Corp. ist ein aufstrebender Gold-Kupfer-Developer mit Sitz in den USA, der auf dem besten Weg ist, über 110.000 Unzen pro Jahr zu produzieren. Das Unternehmen verfügt über ein Weltklasse-Assetportfolio in Wyoming, Nevada und Idaho.

www.usgoldcorp.com



Von Greyerz

Weltweit führend im Bereich Vermögenserhalt für vermögende Privatpersonen (HNWIs) und Family Offices. Wir bieten physisches Eigentum an Gold und Silber in den sichersten privaten Tresoranlagen in der Schweiz und Singapur, eine haus eigene Edelmetall-Handelsabteilung, Logistiklösungen sowie 25 Jahre Erfahrung.

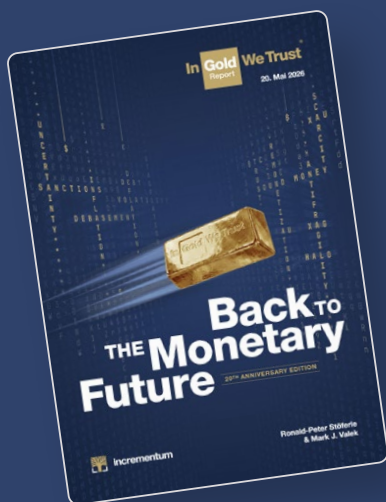
www.vongreyerz.gold



incrementum

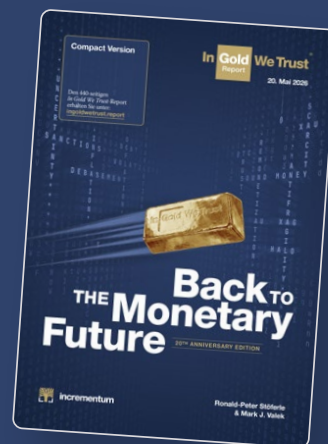
In Gold We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



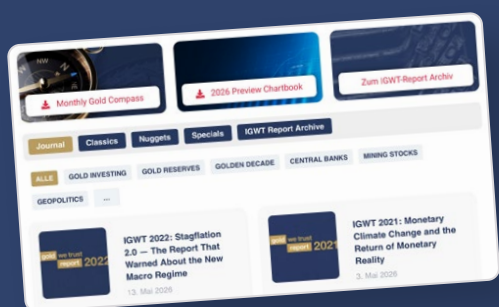
In Gold We Trust-Report 2026

<https://ingoldwetrust.report/download/55994>



In Gold We Trust-Report 2026 Compact Version

<https://ingoldwetrust.report/download/55995>



In Gold We Trust-Content Vault

<https://ingoldwetrust.report/content-vault/>



LinkedIn

linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report



Youtube

youtube.com/c/InGoldWeTrust



X

x.com/IGWTreport



Newsletter

incrementum.li/newsletter

DE EN ES 中文

Der Goldstandard aller Goldstudien

ingoldwetrust.report

