

In **Gold** We Trust[®]
Report

Nuggets

Den gesamten *In Gold We Trust*-Report können Sie gratis herunterladen unter: www.ingoldwetrust.report

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





incrementum

In **Gold** We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



In Gold We Trust-Report 2025

ingoldwetrust.report/download/46283



In Gold We Trust-Report 2025 Compact Version

ingoldwetrust.report/download/46284



In Gold We Trust-Chartbook

ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118



Monthly-Gold-Kompass

ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass

In Gold We Trust-Nuggets

ingoldwetrust.report/igwt-nuggets

In Gold We Trust-Classics

ingoldwetrust.report/igwt-classics



In Gold We Trust-Archiv

ingoldwetrust.report/archiv



LinkedIn

linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report



Youtube

youtube.com/c/InGoldWeTrust



X

x.com/igwtreport



Newsletter

incrementum.li/newsletter

DE EN ES 中文 日本語

Der Goldstandard aller Goldstudien

Quo vadis, aurum?

I could see in the next few years that we are going to have to have some kind of a grand global economic reordering—something equivalent to a new Bretton Woods. Or, if you want to look further back, something akin to the steel agreements or even the Treaty of Versailles. There's a very good chance we'll need this within the next four years, and I'd like to be a part of it.

Scott Bessent

- Gold etabliert sich als neutraler, liquider und gegenpartei freier Vertrauensanker und damit als möglicher Eckpfeiler von „Bretton Woods III“.
- Das von uns im In Gold We Trust-Report 2024 vorgestellte Neue Gold-Playbook ist weiter intakt: Die Zentralbanknachfrage sowie die weiterhin hohe Nachfrage der Emerging Markets – insbesondere aus China – bilden das Rückgrat der Goldnachfrage. Langsam zieht auch die ETF-Nachfrage im Westen an.
- Gold hat sich in vergangenen Rezessionen und Bärenmärkten als verlässliche Absicherung bewährt und diversifiziert das Portfolio in adversen Szenarien wie Inflation, Stagflation und bei erhöhtem Gegenpartei risiko.
- Silber, Minenaktien und Rohstoffe bieten attraktives Aufholpotenzial: Historisch folgen diese High-Beta-Assets dem Goldpreis mit Verzögerung. Performance-Gold ist weiterhin unterbewertet und könnte in der zweiten Dekadenhälfte deutlich outperformen.
- Kurzfristig ist eine scharfe Korrektur des Goldpreises möglich. Der langfristige Big-Long-Case bleibt jedoch intakt.
- Historische Vergleiche wie auch unser proprietäres Incrementum Goldpreismodell deuten darauf hin, dass der Goldbullenmarkt noch erheblich Luft nach oben hat. Unser Basisszenario für das Ende der Dekade liegt weiterhin bei 4.800 USD, im Falle starker Inflation könnte Gold bis auf 8.900 USD steigen.

GOLD: Der GOAT im Portfolio

People say we were the greatest team of all time. I say we were the most determined.

Michael Jordan

„Talent gewinnt Spiele, aber Teamwork und Intelligenz gewinnen Meisterschaften.“ Michael Jordans Worte wurden zur DNA der Chicago Bulls in den 1990er-Jahren. Statt überstürzter Veränderungen nach schmerzlichen Rückschlägen – sechs Mal scheiterten die Bulls in den Play-offs und wurden durch die „Bad Boys“ der Detroit Pistons mitunter gedemütigt – setzte das Management auf **strategische Geduld**, kompromisslosen Teamgeist unter der Federführung von Phil Jackson und eine klare Vision. So wurden die Bulls zum besten Team einer ganzen NBA-Generation mit sechs Meisterschaftstiteln in nur acht Jahren, einer Finals-Siegquote von 87,5% und der ikonischen Rekordsaison 1995/96 mit 72 Siegen und nur 10 Niederlagen in der regulären Saison. Diese Ära bewies eindrucksvoll, wie sich individuelles Talent in nachhaltige kollektive Dominanz übersetzen lässt.

The willingness to take a position opposite the market required a kind of courage that was rare even among people who prided themselves on their courage.

Michael Lewis

Exzellenz verlangt Mut – insbesondere den Mut, Positionen einzunehmen, die als unorthodox oder antizyklisch gelten. Dazu gehört, eine Investition in Gold zu wagen und an dieser festzuhalten, wenn Gold gerade unpopulär ist. Oder in *Performance-Gold* wie Silber, Miningesellschaften oder Rohstoffe zu investieren, wenn diese vom Markt als strukturelle Underperformer abgestempelt werden. **Dies gilt insbesondere im Westen, wo professionelle Investoren seit Jahrzehnten eine tief verwurzelte *Anti-Gold-Haltung* an den Tag legen.**

You're only a success at the moment you perform a successful act... you have to do it again.

Phil Jackson

Ob man nun als nonkonformistisch belächelt wird oder nicht, langfristig kann es sich als riskanter erweisen, auf Gold zu verzichten, als auf Gold zu setzen. Wer *Sicherheitsgold* hält, ist gut positioniert für jene grundlegenden Marktveränderungen, die wir in den vergangenen Jahren und auch dieses Jahr detailliert in unseren *In Gold We Trust*-Reporten beschrieben haben. Risikofreudigere Investoren haben mit *Performance-Gold* unserer Meinung nach weiterhin die Möglichkeit, überproportional zu profitieren.

That Bulls team wasn't just great. They were the standard. Everyone measured themselves against them.

Steve Kerr

Gold wird am Ende dieser Dekade vielleicht nicht mehr als Relikt vergangener Zeiten gelten, sondern als das, was es sein kann: der Michael Jordan unter den Vermögenswerten. Defensiv stabil und offensiv durchschlagskräftig – ein echter Unterschiedsspieler. **Wer diesen GOAT, den Größten aller Zeiten, im Portfolio hat, ist bereit für die Play-offs an den Finanzmärkten.**

I'm not a gambler. I'm a guy who sees numbers and patterns and bets on them.

Michael Burry

Was bedeutet diese langfristige Einstellung nun konkret? Welche Leitlinien muss ein langfristig orientierter Investor in seinen täglichen Entscheidungen beachten, um das *Big Picture* zu verstehen? Der *Big Long* für Gold beruht auf mehreren fundamentalen politischen, ökonomischen und gesellschaftlichen Veränderungen.

The Big Realignment: Gold als Profiteur der geopolitischen Neuordnung

I could see in the next few years that we are going to have some kind of a grand global economic reordering, something on the equivalent of a new Bretton Woods ... there's a very good chance that we are going to have to have that over the next four years and I'd like to be a part of it.

Scott Bessent

Aktuell deutet vieles darauf hin, dass sich die geopolitische Neuordnung beschleunigt. Die Debatte um eine neue Weltwährungsordnung hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „**Bretton Woods III**“ bereits 2022 vor dem Hintergrund des gerade erst ausgebrochenen Ukraine-Kriegs und der kurz darauf beschlossenen 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).**“⁹¹ Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir uns unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung befinden, steht für uns außer Frage. **Für staatliche Akteure wie Notenbanken und Staatsfonds wird Gold immer mehr zu einer monetären Lebensversicherung.**

Eine neue Weltwährungsordnung wird einen international anerkannten Vertrauensanker benötigen. Dafür scheint Gold aus mehreren Gründen prädestiniert zu sein:

- **Gold ist neutral**
Gold gehört keinem Staat, keiner politischen Partei, keinem Autokraten, keinem Parlament; Gold kann damit das verbindende Element in einer wesentlich brüchiger gewordenen, multipolaren Welt sein.
- **Gold hat kein Gegenparteirisiko**
Finanzielle Vermögenswerte haben ein Gegenparteirisiko, Gold hingegen nicht. Es ist reines Eigentum. Das Risiko der Konfiskation ist für Staaten durch die Lagerung des Goldes innerhalb der Staatsgrenzen einfach zu lösen.
- **Gold ist liquide**
Gold zählt zu den liquidesten Vermögenswerten weltweit. Es kann somit im Fall der Fälle rasch ohne Abschlag veräußert werden. Der durchschnittliche Tagesumsatz von Gold betrug 2024 **mehr als 229 Mrd. USD**. **Die LBMA hat in einer Studie gezeigt**, dass Gold teilweise über eine höhere Liquidität verfügt als Staatsanleihen.

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

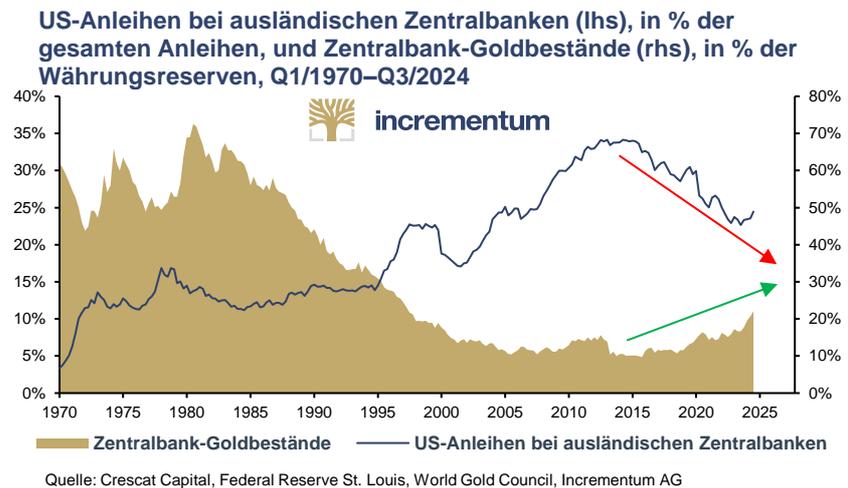
Die Renaissance von Gold manifestiert sich u. a. in der schrittweisen Liberalisierung der Goldbewertung durch einige Schwellenländer – angeführt von China. Dies könnte langfristig zu einer Neubewertung des Goldpreises führen, insbesondere falls Zentralbanken ihre Währungen wieder teilweise (implizit oder sogar explizit) mit Gold unterlegen sollten. Noch vor kurzem galten derartige Szenarien als randständig; inzwischen werden sie auch im wirtschaftspolitischen Mainstream diskutiert.

⁹¹ Siehe auch „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“, In Gold We Trust-Report 2023

The heel turn is not just about switching sides; it's about embracing a part of your character that you've always been afraid to show.

Paul Heyman

Laut World Gold Council (WGC) beliefen sich die globalen Goldreserven im Februar 2025 auf 36.252 t. **Damit ist der von uns prognostizierte Heel-Turn eindeutig im Gange:** 2024 erreichte der Anteil von Gold an den Währungsreserven mit 22% den höchsten Stand seit 1997. Das entspricht mehr als einer Verdopplung gegenüber dem Tiefpunkt von rund 9% im Jahr 2016. Bis zu den historischen Spitzenwerten von über 70% aus dem Jahr 1980 bleibt jedoch noch ein weiter Weg. Diese Dynamik dürfte sich im Zuge des *Big Longs* fortsetzen.



Trotz markanter Zukäufe halten die Zentralbanken in den Schwellenländern im Vergleich zu ihren Pendanten in den Industriestaaten weiterhin deutlich weniger Gold. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Abstand sukzessive verringern wird. **Die Zentralbanknachfrage der politisch selbstbewusster werdenden Emerging Markets sollte auch in den nächsten Jahren das Rückgrat der Goldnachfrage bilden.**

China is a sleeping giant. Let her sleep, for when she wakes up, she will move the world.

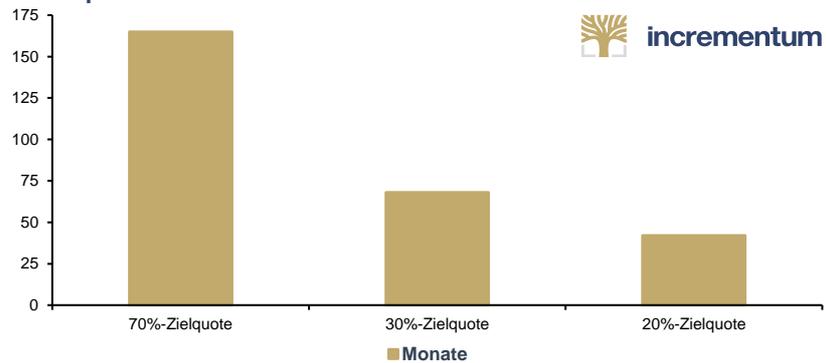
Napoleon Bonaparte

Auffallend ist der weiterhin geringe Anteil von Gold an Chinas Währungsreserven. Trotz erheblicher Zukäufe in den vergangenen Jahren liegt der offizielle Anteil lediglich bei 6,5%. Zum Vergleich: In den USA, Deutschland, Frankreich und Italien macht Gold jeweils über 70% der Reserven aus. Russland wiederum steigerte seinen Anteil zwischen 2014 und Q1/2025 von 8 auf 34%. Auch die seit Jahren beobachtbare Tendenz zur Repatriierung der Goldreserven dürfte sich als Ausdruck des zunehmenden Misstrauens zwischen den Staaten fortsetzen.⁹²

In der lesenswerten Studie „Gold: Raising Our End-2025 Forecast to \$3,300; Top 10 Questions“ geht Goldman Sachs davon aus, dass China weiter im Schnitt etwa 40 t Gold pro Monat kaufen wird. Damit würde allein die Zentralbanknachfrage von China pro Jahr fast 500 t betragen. Das entspricht knapp der Hälfte der gesamten Zentralbanknachfrage der vergangenen drei Jahre.

⁹² Siehe das Kapitel „Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung“ in diesem In Gold We Trust-Report

Geschätzter Zeitrahmen, bis China verschiedene Goldreserven-Zielquoten erreicht*



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, Incrementum AG
*Unter der Annahme, dass China weiterhin ~40 Tonnen Gold pro Monat kauft. Steigende Preise erhöhen dabei zusätzlich den Wert der Bestände und beschleunigen das Erreichen der Zielallokation.

Don't Trust, Verify!
Cypherpunk Idiom

Doch ist den offiziellen Zahlen zu trauen? Schließlich ist China schon seit Jahren größter Importeur, Konsument und Produzent von Gold.

Laut Jan Nieuwenhuijs hat die PBoC etwa das Fünffache der gemeldeten Menge gekauft. Über verschiedene Indizien wie z. B. Abweichungen in der chinesischen Marktbilanz schätzt Nieuwenhuijs, dass die PBoC mittlerweile rund 5.000 t Gold halten dürfte. Damit läge China hinter den USA, aber noch vor Deutschland an der zweiten Stelle der Länder mit den größten Goldreserven. **China hätte somit ein goldenes Ass im Ärmel, das es in Form einer Big Surprise ausspielen könnte.**

The Big Economic Cooling: Gold als Profiteur der sich abkühlenden Konjunktur

Italians defend better than they cook pasta. And they cook pasta incredibly well.
Gary Lineker

Unserer Überzeugung nach ist Gold nicht dazu gedacht, traditionelle Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen zu ersetzen, sondern sie zu ergänzen. Richtigerweise sollte man eine Gold-Position im Rahmen eines Portfolios als eine liquide, alternative Kassaposition betrachten, welche mit einem Wechselkursrisiko zu Fiat-Geld behaftet ist. Ein direkter Vergleich zwischen der Anlageklasse Gold und der Anlageklasse Aktien erinnert uns an den sprichwörtlichen Apfel-Birnen-Vergleich. Unsere Analysen zeigen: Gold wirkt in Marktkrisen wie das bewährte italienische Catenaccio mit der Zuverlässigkeit eines Giorgio Chiellini in der Abwehr und der Sicherheit eines Gianluigi Buffon im Tor. **Während andere Anlagen schwanken, stabilisiert Gold das Portfolio mit vorhersehbarer Resilienz.**⁹³

As the United States becomes a source of capital rather than a destination for capital, the narrative of US exceptionalism is being eroded.
Tan Kai Xian, Gavekal

Ein weiteres Abrutschen der Aktienmärkte wäre wohl bei einem deutlichen Abkühlen der US-Wirtschaft, erst recht beim deutlichen Abgleiten der USA in eine Rezession zu erwarten. Eine markante Abkühlung der globalen Konjunktur scheint angesichts des Handelskonflikts, der noch dazu sehr erratisch von US-Seite geführt wird, mittlerweile wahrscheinlich.

⁹³ Siehe „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“, In Gold We Trust-Report 2024; „Portfolieigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, In Gold We Trust-Report 2019

Schließlich ist für Wirtschaftstreibende Unsicherheit Gift. **Der IWF hat in seiner April-Prognose** die Wachstumsaussichten bereits deutlich nach unten revidiert.

In den vergangenen 16 Jahren wurde die Welt nur einmal – im Zuge der Corona-Pandemie – in eine Rezession gestürzt. Und dabei handelte es sich um eine atypische Rezession, die durch einen externen Schock ausgelöst wurde. Der überwiegende Teil der Anleger unterschätzt aktuell die reale Wahrscheinlichkeit einer erneuten Rezession sowie deren potenzielle Auswirkungen auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen und die Bewertung der Aktienmärkte. Während Ökonomen die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA per Ende April auf etwa 50% beziffern und die Polymarket-Wetten auf 64%, spiegeln die aktuellen Bewertungen an den US-Aktienmärkten unserer Einschätzung nach ein geringeres Risiko wider. Das aktuelle KGV des S&P 500 von 27,7 bewegt sich trotz der Kursrückgänge der vergangenen Wochen noch immer deutlich über dem jahrzehntelangen Durchschnitt von 16,1.

Historisch hat sich gezeigt, dass Gold in Rezessionen und in Bärenmärkten des US-Aktienmarktes ein hervorragender Portfoliobaustein war. Umfangreiche Analysen haben wir hierzu im *In Gold We Trust*-Report 2023 im Kapitel „**Der geldpolitische Showdown**“ vorgenommen.

Performance des S&P 500 vs. Gold in S&P 500-Bärenmärkten, 1929–2025

Datum des Höchststandes	Datum des Tiefstandes	S&P 500	Gold	Gold relativ zum S&P 500
16.09.1929	01.06.1932	-86,19%	0,29%	86,48%
02.08.1956	22.10.1957	-21,63%	-0,11%	21,52%
12.12.1961	26.06.1962	-27,97%	-0,06%	27,91%
09.02.1966	07.10.1966	-22,18%	0,00%	22,18%
29.11.1968	26.05.1970	-36,06%	-10,50%	25,56%
11.01.1973	03.10.1974	-48,20%	137,47%	185,67%
28.11.1980	09.08.1982	-27,27%	-45,78%	-18,51%
25.08.1987	20.10.1987	-35,94%	1,38%	37,32%
16.07.1990	11.10.1990	-20,36%	6,81%	27,17%
17.07.1998	08.10.1998	-22,29%	1,71%	24,00%
24.03.2000	10.10.2002	-50,50%	11,18%	61,68%
11.10.2007	06.03.2009	-57,69%	25,61%	83,30%
21.09.2018	26.12.2018	-20,21%	5,59%	25,80%
19.02.2020	23.03.2020	-35,41%	-3,63%	31,78%
03.01.2022	10.12.2022	-25,43%	-7,08%	18,35%
19.02.2025	08.04.2025*	-18,90%	1,75%	20,65%
	Durchschnitt	-34,76%	7,79%	42,55%
	Median	-27,62%	0,84%	28,46%

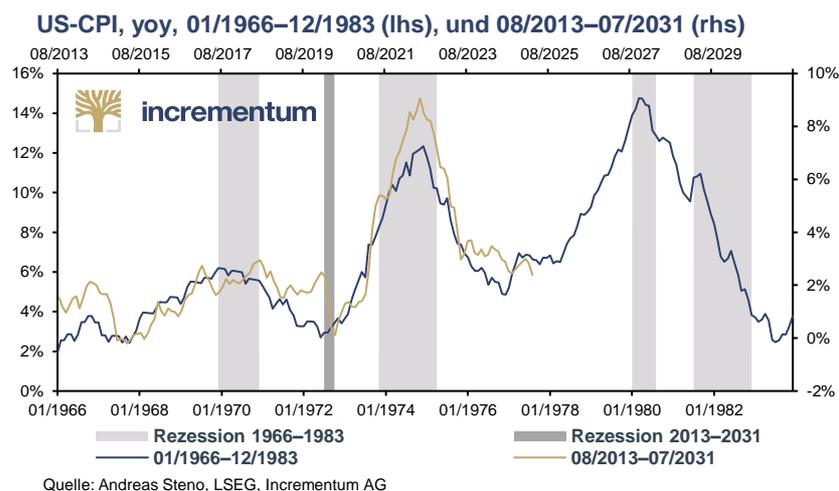
Quelle: Cornerstone Macro, Bloomberg, LSEG (*Niedrigster Schlusskurs seit 19.02.2025), Incrementum AG

The Big Wave: Baut sich die nächste Inflationswelle auf?

I try to be ready for everything. That's my approach — you never know what the next wave will bring.

Kelly Slater

Weiterhin schließen wir nicht aus, dass wie in den 1970er-Jahren eine zweite Inflationswelle droht. 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 weiterhin frappant.



In den kommenden Monaten sehen wir allerdings noch überwiegend disinflationäre Tendenzen, insbesondere wegen des markanten Rückgangs der Ölpreise. Die deutliche Aufwertung der Währungen führender Industriestaaten gegenüber dem US-Dollar verstärkt den disinflationären Effekt in diesen Ländern.

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'Aberon

Gebannt ist die Teuerungsgefahr deswegen noch nicht. Im Gegenteil: Obwohl Rezessionen, aber auch Einbrüche an den Kapitalmärkten disinflationär, mitunter sogar deflationär wirken, wird die Antwort darauf hochinflationär sein. Eine forsche Gegenreaktion der Federal Reserve scheint nur eine Frage der Zeit zu sein. **Welche Kaninchen könnten Zentralbanker und Politiker noch aus dem Hut zaubern?**

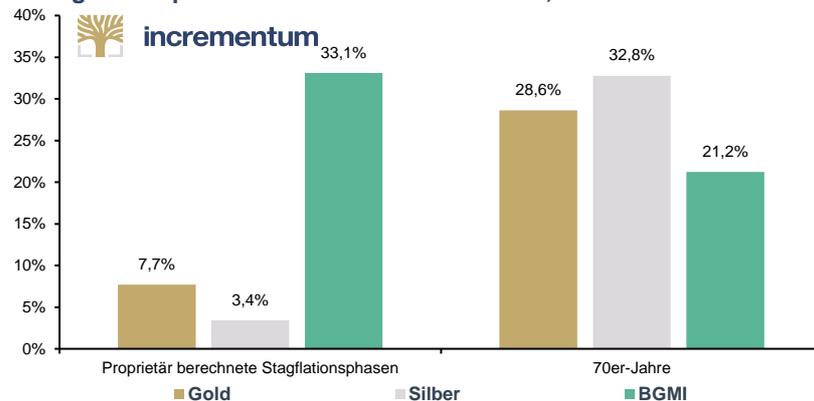
Stagflation ... is, of course, a very difficult thing because anything you do with interest rates will hurt one side or the other – either the inflation mandate or the employment mandate.

Jerome Powell

Mögliche Maßnahmen reichen von Yield Curve Control, erneutem QE bzw. QQE, finanzieller Repression und weiteren fiskalischen Stimuli bis hin zu MMT bzw. Helikoptergeld. Der Einsatz einer bzw. mehrerer dieser Instrumente ist eine ausgemachte Sache, wobei die weitere Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik unaufhaltsam voranschreiten wird. Fest steht: **Die nächsten Rettungsmaßnahmen werden zunehmend größere, aggressivere und abstrusere Züge annehmen.** Je länger und enger diese gefährliche Liebschaft zwischen Geld- und Fiskalpolitik anhält, desto größer die stagflationären Kräfte. **Unsere quantitativen Auswertungen zeigen, dass Gold, Silber und Minenaktien in einem stagflationären Umfeld eine hervorragende Performance erzielen.**⁹⁴

⁹⁴ Siehe insbesondere „Stagflation 2.0“, In Gold We Trust-Report 2022

Reale CAGR von Gold, Silber, und BGMI in proprietär berechneten Stagflationsperioden und den 1970er-Jahren, 01/1971–04/2025



Quelle: LSEG, goldchartsrus.com, Incrementum AG

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

Was darüber hinaus lange als akademisches Gedankenspiel galt, ist in den vergangenen Wochen plötzlich greifbarer geworden: Die Möglichkeit einer inflationären Welle durch Kapitalflucht aus dem US-Dollar. Sollte das Vertrauen in die US-Währung weiter erodieren, könnte sich ein Szenario entfalten, in dem Anleger aus dem US-Dollar in Sachwerte und alternative Reserve-Assets flüchten. Eine solche Bewegung würde die US-Importpreise beschleunigt nach oben treiben, die Inflationserwartungen anheizen und eine klassische Nachfrageinflation mit Elementen einer Währungskrise verknüpfen.

Der US-Dollar könnte in diesem Szenario seine Rolle als sicherer Hafen verlieren und somit als Brandbeschleuniger wirken. Damit würde sich das Inflationsrisiko nicht mehr primär aus Angebotsschocks oder Lohnspiralen speisen, sondern aus dem erodierenden Vertrauen in die US-Währung selbst.

The Big Print: Gold als Profiteur der Fiat-Entwertung

Wenn ein Gut Geld bleiben soll, darf die öffentliche Meinung nicht glauben, dass mit einer schnellen und unaufhaltsamen Vermehrung seiner Menge zu rechnen ist.

Ludwig von Mises

Treue Leser wissen: Wir sind stets bemüht, die monetäre Funktion von Gold in den Vordergrund unserer Analysen zu stellen. Geld unterliegt denselben ökonomischen Grundprinzipien wie alle Güter: Sein Wert wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Das Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft von Geld hängt maßgeblich von der Erwartungshaltung hinsichtlich der Entwicklung des zukünftigen Geldangebotes ab.

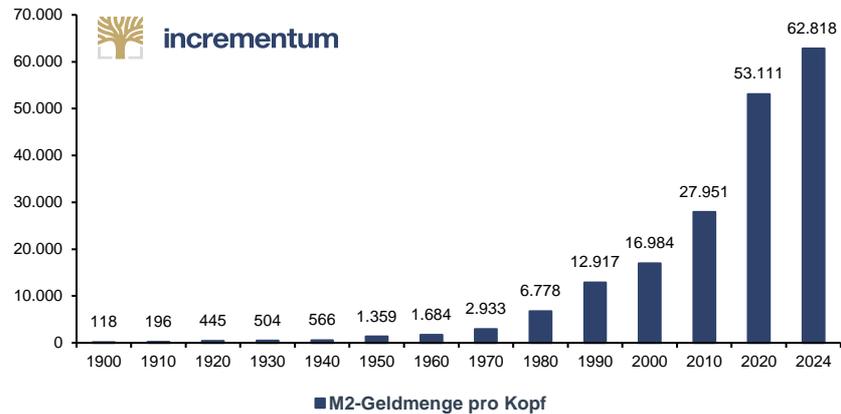
Der Mechanismus ist klar: Steigt die Geldmenge stärker als das verfügbare Waren- und Dienstleistungsangebot, sinkt über kurz oder lang die Kaufkraft des Geldes. Dieses Grundgesetz der Ökonomie erklärt, warum Gold als natürliche Gegenposition zu ungedeckten Währungen fungiert: Das Angebot von Gold kann nicht willkürlich ausgeweitet werden.

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

FOFOA

Der nächste Chart verdeutlicht die Entwicklung eindrücklich: Während die US-Bevölkerung seit 1900 von 76 auf 342 Millionen um den Faktor 4,5 wuchs, explodierte die Geldmenge M2 von 9 Mrd. auf 21 Bill. USD um den Faktor 2.333. Pro Kopf bedeutet dies einen Anstieg um mehr als das 500-fache von 118 USD auf über 60.000 USD. Die Geldmenge hat sich somit aufgebläht wie die Muskeln eines Bodybuilders auf Steroiden – äußerlich imposant, doch mit fragiler Substanz.

US-M2-Geldmenge pro Kopf, in USD, 1900–2024



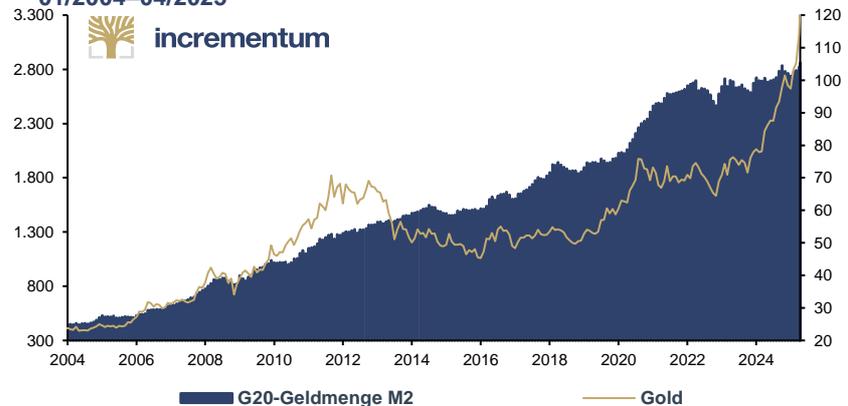
Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

Gold and fiat are natural rivals. There is no louder alarm that a fiat currency is failing than when its value in terms of gold is going down.

Larry Lepard

Das Geldmengenwachstum ist langfristig der entscheidende Treiber des Goldpreises. Nach drei Jahren mit mitunter negativem Geldmengenwachstum legt die globale Geldmenge nun wieder rascher zu. Im langfristigen Durchschnitt ist M2 in den G20-Ländern um 7,4% pro Jahr gewachsen. Aktuell befindet sich das Geldmengenwachstum am unteren Ende der historischen Bandbreite. Dass es zu einer signifikanten Beschleunigung des Geldmengenwachstums kommen wird, ist die These unseres Friends Larry Lepard in seinem empfehlenswerten Buch „The Big Print“. **Wenn es tatsächlich zum Big Print kommt, wird dieser als zusätzlicher Katalysator für den Big Long wirken.**

Gold (lhs), in USD, und G20-Geldmenge M2 (rhs), in Bill. USD, 01/2004–04/2025



Quelle: Charlie Morris, LSEG, Incrementum AG

In the shadows, we find the truth.

The Dark Knight

Der Schattengoldpreis für Gold

Im *In Gold We Trust*-Report bewahrten wir die Idee des *Schattengoldpreises* (SGP)⁹⁵ auch in Zeiten, als die Reservefunktion von Gold so vergessen war wie viele Kultfilme der 1980er-Jahre. Doch wie *Top Gun* nach 36 Jahren findet auch Gold zunehmend zurück ins Rampenlicht.

Der Schattengoldpreis bezeichnet den theoretischen Goldpreis bei einer vollständigen Golddeckung der Basisgeldmenge. **Theoretisch wäre bei Erreichen des Schattengoldpreises die Rückkehr zu einer vollgedeckten Goldwährung möglich.**

Diese Berechnungen sind keineswegs nur ein Gedankenspiel: Das Bretton-Woods-Abkommen kalkulierte auf diese Weise – US-Geldbasis dividiert durch US-Goldbestände – den Wechselkurs zwischen US-Dollar und Gold. Die folgende Tabelle führt eine Reihe von Schattengoldpreisen bei einer Volldeckung der Geldmengenaggregate M0, M1 bzw. M2 an.

Schattengoldpreis für diverse Geldmengenaggregate, 12/2024

Schattengoldpreis	SGP M0	SGP M1	SGP M2
USD	21.416	70.368	82.223
EUR	13.457	30.611	45.050
GBP	9.753	223.535	309.741
CHF	15.462	19.022	29.101
JPY	4.191.397	40.443.307	46.325.969
CNY	174.649	915.546	4.284.375

Quelle: Trading Economics, Incrementum AG

Wie ist diese Tabelle zu interpretieren? Bei einem Goldpreis von 21.416 USD wäre die gesamte Geldbasis M0 des US-Dollars zu 100% mit den Goldreserven der Federal Reserve – genauer gesagt mit den zu Marktpreisen bewerteten Goldzertifikaten – gedeckt. Im Euroraum wären es knapp 13.500 EUR. Würde man dieselbe Logik auf das breitere Geldmengenaggregat M2 anwenden, ergäbe sich für eine 100-prozentige Deckung beispielsweise ein Goldpreis von 82.223 USD für die USA bzw. von 29.101 CHF für die Schweiz.

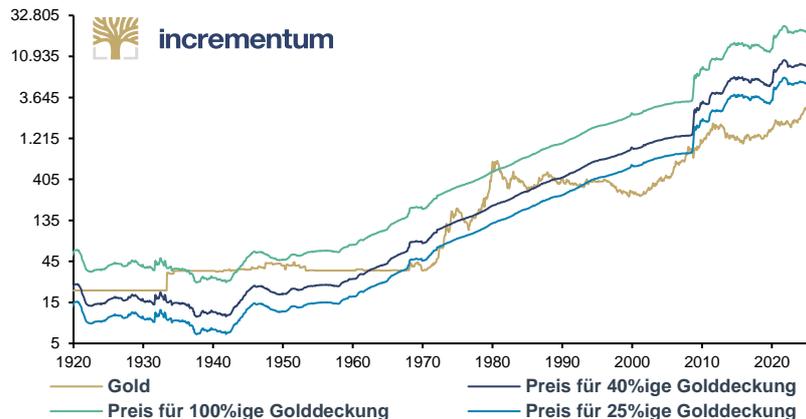
Solange das Schuldgeldsystem besteht, muss die Geldmenge wachsen, damit das System nicht kollabiert.

Thomas Mayer

Historisch betrachtet waren allerdings unterschiedliche Formen der Teildeckung die Regel. Im *Federal Reserve Act* von 1914 war etwa eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben. Um diese Vorgabe heutzutage zu realisieren, müsste der Goldpreis auf 8.566 USD steigen. Von 1945 bis 1971 war lediglich eine Deckung von 25% notwendig, was aktuell einem M0-Schattengoldpreis von 5.354 USD entspräche.

⁹⁵ Siehe „Mögliche Kursziele für den Goldpreis“, In Gold We Trust-Report 2011; siehe auch „Portfolioeigenschaften von Gold“, In Gold We Trust-Report 2018

Goldpreis zur Deckung der Geldbasis (log), in USD, 01/1920–03/2025

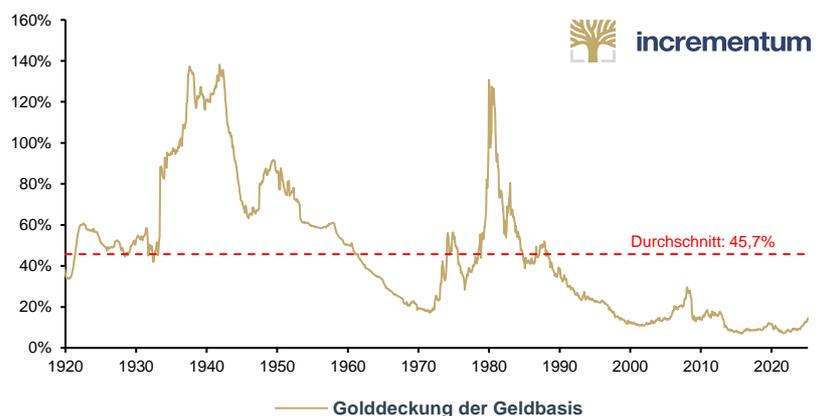


Central banks and finance ministries do not hold copper, aluminium, or steel supplies, yet they hold gold. The only explanation for central bank gold hoards is the obvious money – gold is money.

James Rickards

Der Kehrwert des Schattengoldpreises auf Basis aktueller Marktpreise ergibt den Deckungsgrad der Geldbasis und bildet den Zustand der monetären Stabilität ab. Im Gold-Bullenmarkt der 2000er-Jahre verdreifachte sich die Golddeckung der Geldbasis von 10,8% auf 29,7%. Ein vergleichbarer Deckungsgrad heutzutage ergäbe sich erst, wenn sich der Goldpreis auf über 6.000 USD nahezu verdoppeln würde. Historisch erreichte die Golddeckung in den 1930er- und 1940er-Jahren sowie 1980 sogar Werte über 100%. Der Rekordwert von 131% aus dem Jahr 1980 entspräche gegenwärtig einem Goldpreis von rund 30.000 USD. **Aktuell liegt der Golddeckungsgrad der Geldbasis in den USA bei lediglich 14,5%. Salopp formuliert: Von jedem US-Dollar bestehen aktuell nur 14,5 Cent aus Gold, die restlichen 85,5% sind Luft.**

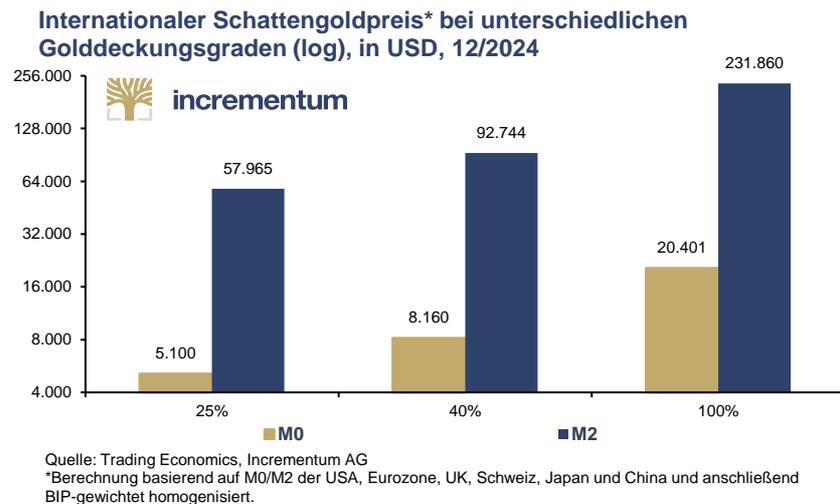
Golddeckung der Geldbasis, in %, 01/1920–03/2025



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

Der internationale Schattengoldpreis zeigt, wie hoch der Goldpreis sein müsste, wenn die Geldmengen (M0 oder M2) der führenden Währungsräume – USA, Eurozone, UK, Schweiz, Japan und China – entsprechend ihres Anteils am globalen BIP durch die Goldreserven der Zentralbanken gedeckt wären. Diese Betrachtung offenbart eindrucksvoll das Ausmaß der monetären Expansion: **Bei einer – zugegeben rein theoretischen – 100%-Deckung der breiten Geldmenge M2 läge der Goldpreis bei über 231.000 USD, selbst bei einer moderaten 25%-Deckung wären es rund 58.000 USD.**



Die zuvor präsentierten Schattengoldpreise machen zweierlei sichtbar: erstens die enorme Überdehnung der heutigen Geldmengen im Verhältnis zur verfügbaren Goldmenge und zweitens das langfristige Aufwertungspotenzial von Gold, sollte es im Zuge einer Neuordnung des globalen Währungssystems tatsächlich durch eine Wiederherstellung der Goldeinlösungsverpflichtung direkt remonetisiert werden. **Der Schattengoldpreis dient somit als strategischer Kompass für Investoren, die Gold nicht als Rohstoff, sondern als monetären Anker verstehen.**

Quo vadis, aurum?

Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

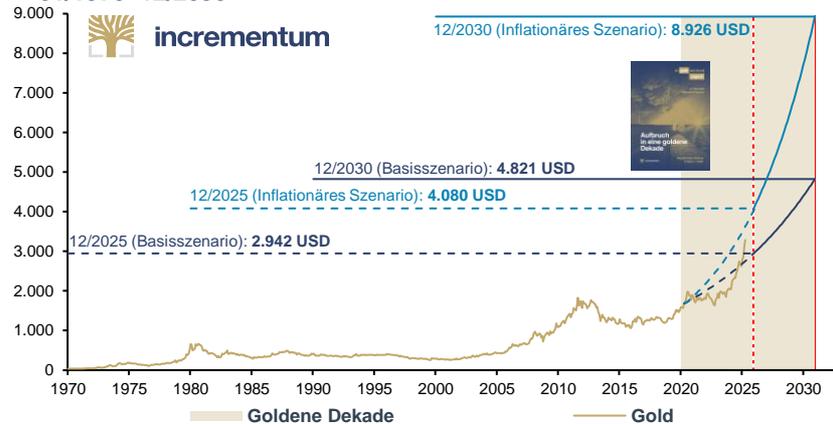
Never be limited by other people's limited imaginations.
Mae Jemison

Nach diesen theoretischen Überlegungen wollen wir nun wieder auf den harten Boden der Anlegerrealität zurückkehren. Jetzt, zur Halbzeit der *goldenen Dekade*, ist der passende Moment, um eine Zwischenbilanz zu ziehen. 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.

Wie eine Fata Morgana, so nah und doch so weit, wie eine Fata Morgana.
EAV

Das 2020 ausgerufene Dekadenkursziel von etwa 4.800 USD im Basisszenario, welches damals für viele Anleger und Analysten wie eine ferne Fata Morgana erschien, bildet mittlerweile konkrete Konturen aus. Mit Stichtag 30. April notiert der Goldpreis bereits deutlich oberhalb des rechnerischen Zwischenziels von 2.942 USD für Ende 2025. **Diesem Ziel liegt ausgehend vom heutigen Preisniveau „nur mehr“ ein durchschnittlicher jährlicher Goldpreisanstieg von 7% zugrunde.**

Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Gold, in USD, 01/1970–12/2030



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Trump's tax proposal to replace a major amount of income-tax revenue with tariffs is a prescription for the mother of all stagflations.

Larry Summers

Angesichts der jüngsten Dynamik am Goldmarkt lohnt sich der Blick auf unser alternatives Szenario: Bereits im Jahr 2020 haben wir auf die Möglichkeit einer inflationären oder stagflationären Dekade wie in den 1970er-Jahren hingewiesen. Für dieses „Tail-Risk“-Szenario haben wir dem Goldpreis bis Ende des Jahrzehnts eine Preissteigerung auf etwa 8.900 USD zugeschrieben, was – ausgehend von den derzeitigen Preisniveaus – einem weiterhin beachtlichen Wachstum von rund 19% p.a. entspräche. Das rechnerische Zwischenziel für dieses Szenario liegt Ende 2025 bei 4.080 USD. **Aus heutiger Sicht erscheint ein realisierter Preis innerhalb der Bandbreite der beiden Szenarien bis zum Ende der Dekade realistisch. Der prognostizierte Korridor von 4.800 bis 8.900 USD hängt wesentlich davon ab, wie stark inflationär die nächsten fünf Jahre verlaufen.**

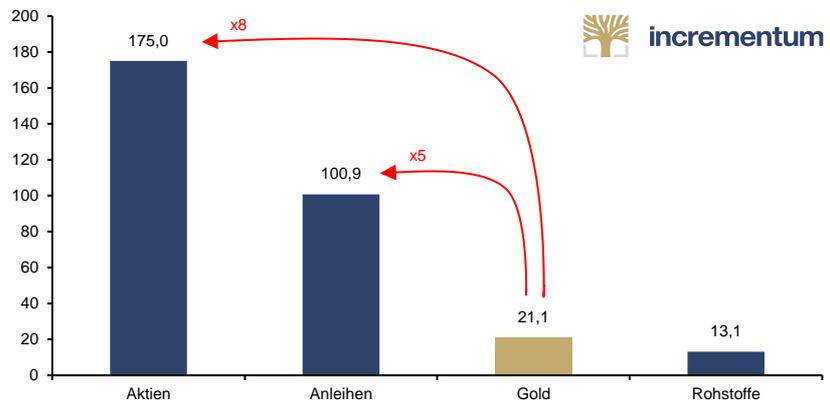
The Big Rotation: Wie stark wird Performance-Gold glänzen?

Hoch werd' ma's nimmer g'winna.

Anton Pfeffer

Auch wenn Gold langsam wieder ins Rampenlicht rückt, lässt der große Goldrausch der westlichen Finanzinvestoren noch auf sich warten: Zwar verzeichneten in Q1/2025 Gold-ETFs mit Zuflüssen von 21,1 Mrd. USD den zweithöchsten je gemessenen Quartalswert in US-Dollar. Aufgrund des stark gestiegenen Goldpreises entspricht dies in Tonnen gemessen jedoch lediglich dem zehntgrößten Quartalszufluss der Geschichte. **Zudem bleiben die aktuellen Mittelzuflüsse in Gold-ETFs weiterhin deutlich hinter denen von Aktien- und Anleihen-ETFs zurück,** in etwa so weit zurück wie Österreich zur Pause beim legendären 0:9 gegen Spanien – oder, um es mit Toni Pfeffer zu sagen: „Hoch werd' ma's nimmer g'winna.“

Zuflüsse in ETFs, in Mrd. USD, Q1/2025



Quelle: State Street Global Advisors, World Gold Council, Incrementum AG

The fool believes he needs no adaptation – until the rotation crushes him.

Nassim Taleb

Nicht nur für Gold sind wir weiter zuversichtlich, wengleich nach dem rasanten Kursanstieg in den vergangenen Quartalen eine größere Korrektur nicht auszuschließen ist. Vermehrt sehen wir nun Chancen bei jenen Assets, die wir in „Das neue Gold-Playbook“ unter dem Begriff *Performance-Gold* zusammengefasst hatten: **Silber, Minenaktien und auch Rohstoffe, die im Windschatten von Gold ebenfalls ins Rampenlicht getreten sind, wenn auch noch verhalten.**⁹⁶

Investors want certainty, yet asymmetry is greatly diminished by the time certainty has arrived.

Trader Ferg

Die nachfolgende Tabelle veranschaulicht das Potenzial von Silber, Minenaktien und Rohstoffen im Kontext historischer Goldbullenmärkte. Ein Vergleich der bisherigen Entwicklung in der laufenden Dekade mit jenen der 1970er- und 2000er-Jahre lässt erkennen, dass insbesondere bei Silber und Minenaktien erhebliches Aufholpotenzial besteht.

Performance von Gold, Silber, Minenaktien* und Rohstoffen**, in Bullenmarkt-Dekaden, in USD, 12/1969–04/2025

	1970er			2000er			2020er		
	1. Hälfte	2. Hälfte	Gesamt***	1. Hälfte	2. Hälfte	Gesamt***	1. Hälfte	2. Hälfte	Gesamt***
Gold	452%	162%	2.259%	52%	150%	555%	73%	25%	118%
Silber	167%	525%	2.663%	26%	111%	788%	65%	11%	84%
Minenaktien	363%	17%	1.292%	191%	89%	749%	17%	41%	65%
Rohstoffe	379%	44%	754%	93%	-18%	103%	38%	0%	38%

Quelle: LSEG, Incrementum AG
*BGMI 12/1969–05/1996, HUI 05/1996–. **GSCI Index TR. ***Dekadenbeginn bis zum Hoch.

I don't think limits.

Usain Bolt

Unsere These lautet: Gold agiert stets als Vorreiter. Silber, Minenaktien sowie Commodities folgen im Windschatten. Die Dynamik gleicht einem Staffellauf: Gold übernimmt die Startposition, legt das Tempo vor und zieht das Feld auseinander. Dann übernehmen Silber, Minenaktien und Commodities den Stab.

⁹⁶ Siehe Kapitel „1970er, 2000er, 2020er...: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt“ in diesem In Gold We Trust-Report, sowie „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“, In Gold We Trust-Report 2024

Over the past 125 years, the ratio has only spent brief moments above the 100 level – extremes like this tend not to persist for long. If history is any guide, this doesn't look like the time to be overly bearish on silver, in my view.

Tavi Costa

When you're hunting elephants don't get distracted chasing rabbits.

T. Boone Pickens

Don't let silver's volatility scare you away. Instead, make it work for you.

Peter Krauth

The warden said: The exit is solid. If you want a way out Silver and Gold.

U2, Silver and Gold

Silber

Das Gold/Silber-Ratio liegt per Ende April bei 100,9 und befindet sich damit im 100. Perzentil, einem Niveau, das sonst nur zu Beginn der Corona-Pandemie erreicht wurde. Der langfristige Median seit 1970 liegt bei 62,8, was die markante gegenwärtige Divergenz zusätzlich unterstreicht. **Bereits in der Vergangenheit folgte auf ähnlich extreme Verhältnisse eine Outperformance von Silber.**

Gold/Silber-Ratio, 01/1970–04/2025



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

Fundamental scheint für den kleinen Bruder des Goldes alles

angerichtet zu sein: Silber verzeichnete 2024 zum vierten Mal in Folge ein Angebotsdefizit. Die Nachfrage überstieg das Angebot um 148,9 Mio. Unzen (Moz). Im Zeitraum von 2021 bis 2024 summierte sich das kumulierte Defizit auf 678 Moz, was dem Gegenwert von zehn Monaten globaler Minenproduktion entspricht. **Für 2025 prognostiziert das Silver Institute ein weiteres Mal ein Angebotsdefizit, und zwar in Höhe von 117,6 Moz.**

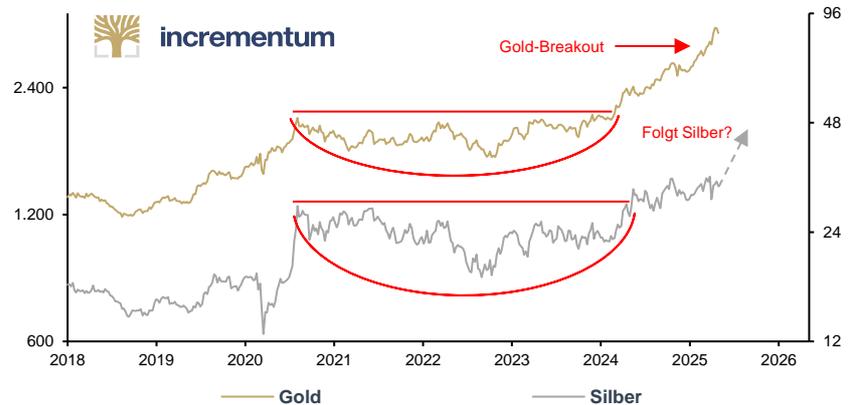
Dieser Mangel wird in erster Linie durch den anhaltenden Boom bei

Photovoltaik-Anwendungen verursacht. Dieser zentrale Sektor der Energiewende, der von China dominiert wird, ist inzwischen nach Schmuck der zweitgrößte Nachfragetreiber für Silber und zeichnete 2024 für eine Nachfrage im Umfang von 197,6 Moz verantwortlich.

Darüber hinaus hat Silber in 6 der letzten 7 Haussephasen seit 1967 –

gemessen an Hoch- und Tiefpunkten – eine bessere Performance als Gold erzielt. Dennoch blieb die Preisentwicklung des weißen Metalls bislang unter dem historischen Durchschnitt, was eine äußerst attraktive Investmentopportunität eröffnet, vorausgesetzt, Silber gelingt es nun endlich, sein Potenzial als *Performance-Gold* zu entfalten.

Gold (lhs, log), in USD, und Silber (rhs, log), in USD, 01/2018–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Die Investitionsnachfrage könnte sich 2025 zum eigentlichen Preistreiber für Silber entwickeln. Das explosive Wachstum indischer ETP-Bestände – mit 40% der privaten Anlagezuflüsse und 70 Moz Nettoinvestition – deutet aktuell auf einen Wandel der Marktdynamik hin.

Minenaktien

Während der Goldpreis in den vergangenen Monaten unzählige neue Allzeithochs markierte, notiert der HUI knapp 40% unter seinem Allzeithoch von 635 im September 2011. Trotz eines Anstiegs des Goldpreises von 25,8% im Kalenderjahr 2024 legten GDX und GDXJ nur um 10,1% bzw. 14,9% zu. In den ersten vier Monaten 2025 fällt die Performance mit 42,5% (HUI), 44,5% (GDX) und 43,6% (GDXJ) zwar deutlich positiver aus, dennoch konnten sich die Mines noch nicht wirklich vom Goldpreis emanzipieren. Der oft postulierte Hebel von etwa 3:1 gegenüber dem Goldpreis konnte bisher nicht einmal annähernd realisiert werden.

Gold und HUI, 100 = 01/2000, 01/2000–04/2025

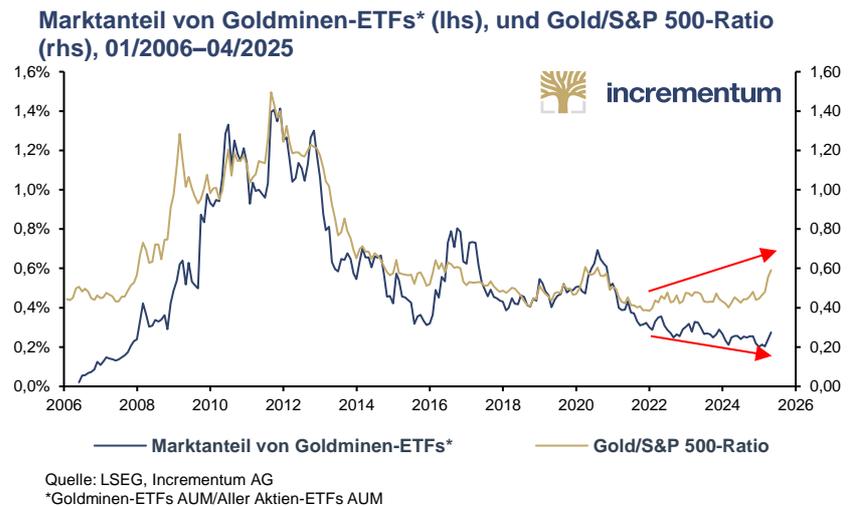


Quelle: LSEG, Incrementum AG

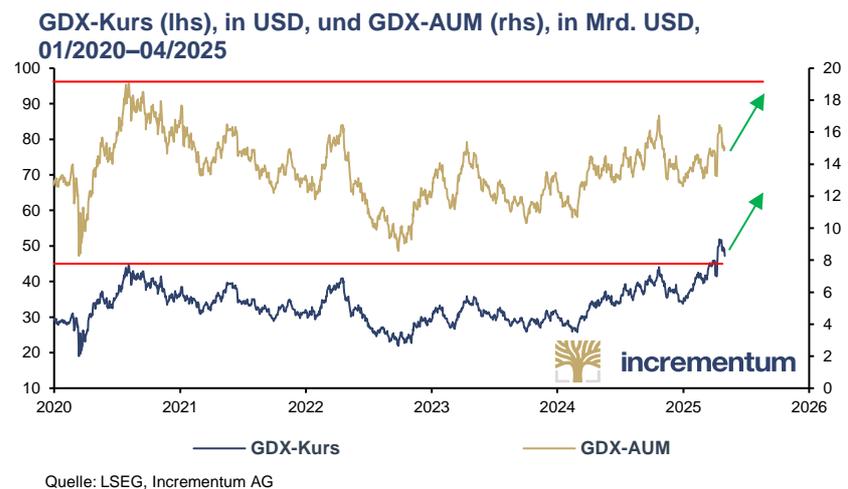
Ein Blick auf den Marktanteil der Mines-ETFs am gesamten ETF-Markt zeigt: Die Party hat noch nicht begonnen. Aktuell entfallen lediglich 0,27% aller in ETFs investierten Assets auf Goldminen-ETFs. Zum Höhepunkt im Jahre 2011 lag der Anteil noch bei 1,4% und damit 5-mal so hoch.

Money is being made on the delta between price and value.

Rick Rule



Während der GDX bereits das Hoch aus dem Jahr 2020 überwunden hat, üben sich ETF-Anleger in Zurückhaltung. **Das verwaltete Vermögen des GDX liegt mit rund 15 Mrd. USD um 4 Mrd. USD unter dem Niveau von 2020.** Diese Diskrepanz zwischen Kursentwicklung und Kapitalbindung signalisiert, dass ein beträchtlicher Teil der ETF-Investoren weiterhin an der Seitenlinie verweilt.



A solid foundation is buying at a low valuation.

Ian Cassel

Der negative Ruf des vergangenen Zyklus haftet der Branche weiterhin an – zu Unrecht, wie wir meinen.⁹⁷ Denn inzwischen agieren viele Unternehmen deutlich konservativer und setzen ihren Fokus verstärkt auf Cashflow- sowie Margenoptimierung, was ihre Widerstandskraft gegenüber fallenden Goldpreisen erheblich steigert. Auch der Ölpreisrückgang erweist sich als zusätzlicher kostenseitiger Rückenwind. Die absolute wie auch relative Unterbewertung ist eklatant.

⁹⁷ Siehe Kapitel „Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen“ und „Mineraktien – Ist es nun Zeit für Performance-Gold?“ in diesem In Gold We Trust-Report

	Goldminenaktien (GDX)	S&P 500	Analyse
EV/EBITDA	9,22x	16,34x	GDX günstiger
Preis/Cash-Flow	10,71	16,41	GDX günstiger
Nettoverschuldung/EBITDA	0,32	1,48	GDX mit deutlich weniger Schulden
Gesamtschulden/Gesamtvermögen	13,94%	29,92%	GDX mit geringerem Leverage
Netto-Marge	17,05%	11,24%	GDX ~50% höher

Quelle: Factset, Incrementum AG

Acquisitions are like Russian roulette: Most chambers are empty, but one will kill you.

Ray Dalio

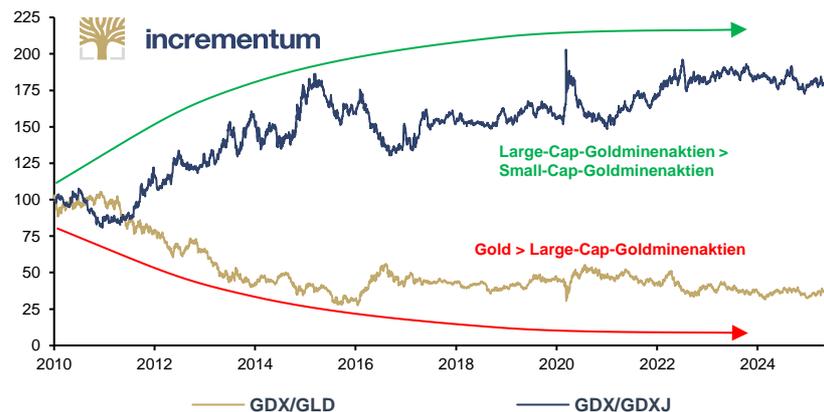
Contrarian investing is inherently painful. It goes against human nature, and it's deeply uncomfortable. That's why it works for the patient investor.

Rob Arnott

Dennoch bleibt der Mittelzufluss für neue Projekte unzureichend. Um Produktionslücken zu schließen, gewinnt die aktuelle M&A-Welle im Minensektor zunehmend an Dynamik. Jüngste Deals wie Lundin/Filo, Gold Fields/Osisko und Equinox/Calibre zeigen: Bisher konzentrieren sich die Zukäufe auf sinnvolle Midcap-Akquisitionen. Doch der wahre Gamechanger steht noch bevor – die nächste Phase werden Mega-Übernahmen der Large Caps sein, finanziert durch rekordhohe Margen und Free Cashflows, getrieben vom akuten Reserveersatzbedarf (42 Moz. jährlich) und sinkender Lagerstättenqualität. **Sinkende Zinsen werden den Sektor gleich doppelt begünstigen: durch niedrigere Kapitalkosten für die kapitalintensive Branche und die steigende Attraktivität von Goldminen-Dividenden.**

Innerhalb des Goldsektors zeigt sich nicht nur eine Divergenz zwischen Gold und Minenaktien, sondern auch von Large- und Small-Cap-Unternehmen. Das ist primär ein Ausdruck des zurückhaltenden Risikoappetits. Sollte der anhaltende Aufwärtstrend des Goldpreises die Aufmerksamkeit vermehrt auf die Bewertungs- und Performancepotenziale im Minensektor lenken, **könnte dies im Rahmen eines Risk-on-Moves eine neue Phase relativer Stärke einleiten, speziell im Segment der Small- und Midcaps.** In einem solchen Szenario dürfte sich die seit 2010/2011 bestehende Lücke zwischen Large- und Small-Caps kontinuierlich schließen.

GDX/GLD und GDX/GDXJ, 100 = 01/2010, 01/2010–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

In commodities, you need a stomach of steel and a horizon of decades.

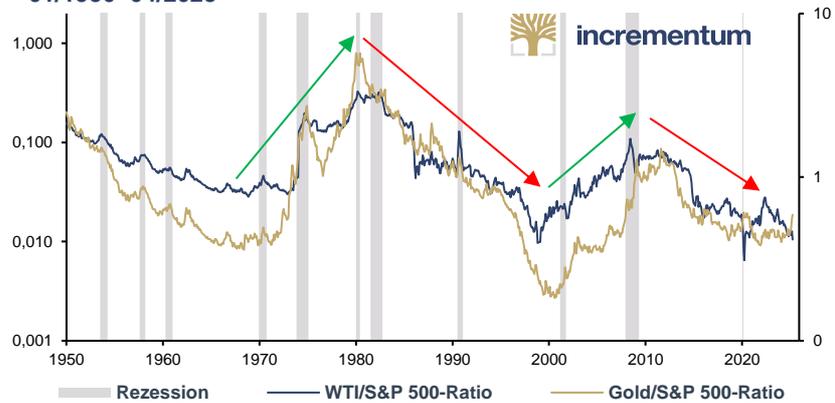
Jim Rogers

Rohstoffe

Der Rohstoff-Zyklus erlebt zurzeit eine strapaziöse Pause. Vor allem die jüngste Diskrepanz zwischen dem Gold- und Ölpreis ist auffällig. Zuletzt wirkte insbesondere die Unsicherheit um die neue Zollpolitik der USA belastend auf die Rohstoffpreise. **Historisch gesehen sind Phasen der Entkopplung des**

Gold- und Ölpreis durchaus normal, allerdings verlaufen Rohstoff-Superzyklen weitgehend synchron, wenn auch die jeweiligen Wendepunkte mitunter zeitlich verschoben sind. Anschaulich wird dies, wenn man jeweils die relative Performance von Gold und Öl dem S&P 500 gegenüberstellt.

WTI/S&P 500-Ratio (lhs, log), und Gold/S&P-500 Ratio (rhs, log), 01/1950–04/2025



The Chinese economy is an ocean, not a small pond.

Xi Jinping

The US retreat behind the walls of Fort Monroe should lead all major economies to increase their stockpiles of commodities.

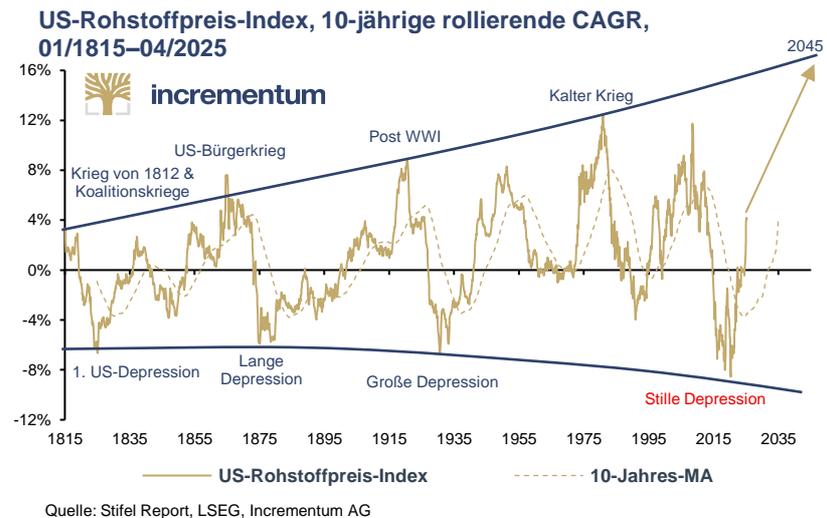
Louis-Vincent Gave

Mittelfristig wird der Rohstoffmarkt die neuen geopolitischen

Realitäten widerspiegeln: Während die USA ihre globale Führungsrolle reduzieren, bauen Europa, China und der Rest der Welt ihre Verteidigungs- und Energieinfrastruktur aus und treiben damit die Nachfrage nach strategischen Rohstoffen voran. In einer Welt, in der geopolitische Gewissheiten zerbröckeln, werden sowohl Nationen als auch Unternehmen gezwungen sein, strategische Ressourcen zu horten.

China beschleunigt diese Entwicklung durch gezieltes Decoupling: Der US-Exportanteil sank innerhalb weniger Jahre von 19,2% (2018) auf 14,7% (2024), während Peking beispielsweise 60% der globalen Förderung und 90% der Verarbeitung seltener Erden kontrolliert. Diese Dominanz wird durch gezielte Exportbeschränkungen, gerade auch für Exporte in die USA, weiter zementiert und schafft ein strukturelles Angebotsrisiko. **Rohstoffe sind längst zu einem geoökonomischen Machtinstrument geworden, sowohl als Waffe als auch als Versicherungspolize. Wer in diesem Umfeld erfolgreich investieren will, muss die neuen Machtstrukturen und die politische Schlüsselfunktion bestimmter Rohstoffe verstehen.**

Aber auch kurzfristig gibt es mögliche bullische Auslöser: Eine Lockerung der Geldpolitik könnte den nächsten Aufschwung einleiten – begleitet von einem schwächeren US-Dollar und expansiven fiskal- und geldpolitischen Impulsen aus China. Zusätzlich verstärken eine wachsende Nachfrage aus der Rüstungsindustrie sowie Investitionen im Rahmen der grünen Transformation diesen Trend. Auf einer rollierenden Zehnjahres-Basis haben die Renditen jedenfalls noch deutlich Luft nach oben.



I'm a bit of a dinosaur, but I have warmed up to the fact that Bitcoin could be an asset class that has a lot of attraction as a store of value.

Stanley Druckenmiller

I don't know where I'm going from here, but I promise it won't be boring.

David Bowie

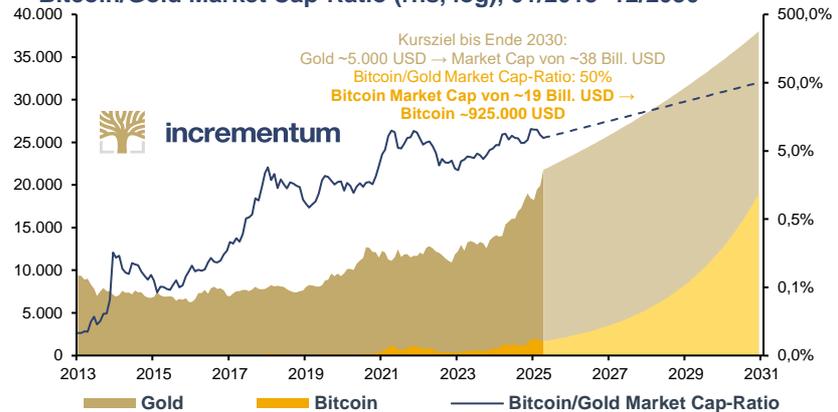
Bitcoin

Könnte auch Bitcoin als ein Gewinner aus der aktuellen Neusortierung der Welt(un)ordnung hervorgehen? Vor dem Hintergrund wachsender geopolitischer Spannungen scheinen die Vorteile einer dezentralen Kryptowährung wie Bitcoin auf der Hand zu liegen. Durch seine Unabhängigkeit von staatlicher Kontrolle und seine grenzüberschreitende Transaktionsfähigkeit böte Bitcoin tatsächlich eine Alternative zu traditionellen Währungen. **Spätestens mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Einführung einer strategischen Bitcoin-Reserve sind auch die USA auf staatlicher Ebene in das Rennen um digitales Gold eingestiegen.**⁹⁸

Bis zu einer möglichen Wachablöse von Gold durch Bitcoin ist es allerdings noch ein weiter Weg. So beträgt die Marktkapitalisierung allen geförderten Goldes per 30. April ungefähr 23 Bill. USD – 217.465 t zum Preis von 3.288 USD pro Unze. Bei einem Preis von knapp 94.200 USD pro Bitcoin Ende April steht die Marktkapitalisierung von Bitcoin bei rund 1,9 Bill. USD. Das entspricht circa 8% der Marktkapitalisierung von Gold. Analog zu unserer Goldpreisprognose mit einem Zeithorizont bis Ende 2030 wäre es denkbar, dass Bitcoin bis dahin eine Marktkapitalisierung von 50% relativ zu Gold erreicht. Wenn wir nun von unserem konservativen Goldkursziel von etwa 4.800 USD ausgehen, so müsste Bitcoin auf etwa 900.000 USD steigen, um 50% der Marktkapitalisierung von Gold zu erreichen. Dies mag ambitioniert klingen, ist aber letztlich auf Grundlage der historischen Entwicklung der beiden Assets durchaus realistisch.

⁹⁸ Siehe Kapitel „Ein monetärer Wendepunkt: Bitcoins Aufstieg zur strategischen Reservewährung“ in diesem In Gold We Trust-Report

Marktkapitalisierung von Gold und Bitcoin (lhs), in Mrd. USD, und Bitcoin/Gold Market Cap-Ratio (rhs, log), 01/2013–12/2030*

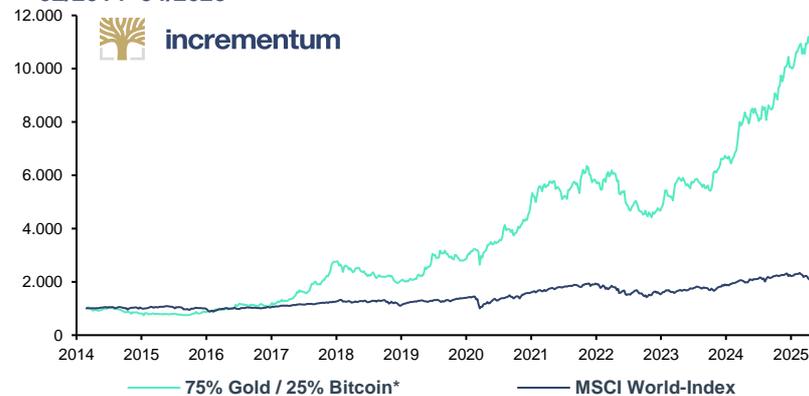


Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles, have global cross-border and cultural appeal, and come together as an all-weather inflation hedge.

Charlie Morris

Dass Gold im Universum der nicht-inflationierbaren Assets einen Mitbewerber erhalten hat, muss nicht per se nachteilig sein. Nach dem Motto „Konkurrenz belebt das Geschäft“ ist es wahrscheinlich, dass mehr und mehr Anleger realisieren, dass eine kombinierte Veranlagung in Gold und Bitcoin risikoadjustiert der jeweiligen Einzelveranlagung überlegen ist. **Unser Credo lautet seit Jahren: „Gold für Stabilität, Bitcoin für Konvexität“.** Auch wenn die beiden Anlageklassen unterschiedlich sind, so ist der Kauf beider Assets eine aktive Entscheidung, der Fiat-Welt den Rücken zu kehren.⁹⁹

75% Gold / 25% Bitcoin*, und MSCI World-Index, 1.000 = 02/2014, 02/2014–04/2025



⁹⁹ Nähere Informationen zu unseren Anlagestrategien finden Sie unter www.incrementum.li/investmentfonds. Für die Bitcoin-Freunde bieten wir auch eine quartalsweise Publikation, den Bitcoin-Kompass, kostenfrei zum Download an: www.incrementum.li/btc-kompass.

The Big Correction: Welche Faktoren sprechen für eine Korrektur des Goldpreises?

Trotz des intakten langfristigen Aufwärtstrends ist gemäß unseren Analysen eine scharfe Korrektur jederzeit möglich. Folgende Faktoren sprechen für eine temporäre Schwächephase:

- **Zentralbanken als Schlüsselrisiko:** Ein unerwarteter Rückgang der Zentralbanknachfrage von derzeit im Schnitt 250 t pro Quartal könnte der Nachfrage strukturelle Unterstützung entziehen.
- **Investoren-De-Risking & Positionsabbau:** Breite Abverkäufe wie im Anschluss an den Liberation Day zeigen, wie schnell spekulative Positionen abgebaut werden. Gewinnmitnahmen auch großer Investoren sind ebenfalls nicht auszuschließen, insbesondere wenn sich die Volatilität am US-Aktienmarkt verringert.
- **Rückgang der geopolitischen Prämie:** Eine Einigung im Ukraine-Krieg, eine Befriedigung der Situation im Nahen Osten und eine rasche Beendigung des Handelskriegs, insbesondere mit China, würde die jeweilige geopolitische Prämie deutlich verringern und den Goldpreis schwächen.
- **US-Wirtschaft stärker als erwartet:** Eine robuste US-Konjunktur könnte die Federal Reserve zu einem restriktiveren Zinskurs veranlassen.
- **Technische und sentimentgetriebene Risiken:** Das Sentiment ist bullish, die Positionierungen der Marktakteure teils extrem. Bleiben neue Impulse aus, droht ein Rückschlag durch Gewinnmitnahmen.
- **Stärkerer US-Dollar:** Der US-Dollar ist kurzfristig überverkauft, die Stimmungslage extrem negativ.

Die kurzfristige Markttechnik ist angespannt, eine Korrektur erscheint unserer Meinung nach nicht unrealistisch. Auch ein temporärer Seitwärtsmarkt wäre im Rahmen einer preislichen Konsolidierung durchaus denkbar und wäre für den Bullmarkt letztlich gesund. **Der mittel- bis langfristige Big-Long-Case für Gold würde dadurch keineswegs gefährdet.**



The Big Long: Der Aufstieg des goldenen Schwans?

Gold will be repriced once in life; that will be much more than enough.

Another

The Big Short war eine strategische Investmententscheidung gegen ein dysfunktionales Finanzsystem, das sich in einer finalen Phase irrationalen Überschwangs befand. **The Big Long ist eine strategische Investmententscheidung, die auf mehreren, sich verstärkenden Säulen beruht:**

- der unumgänglichen Neustrukturierung des globalen Finanz- und Währungssystems angesichts tiefer politischer und ökonomischer Verwerfungen.
- einer inflationistischen Grundhaltung von Regierungen und Zentralbanken, dem monetären Klimawandel.¹⁰⁰
- dem wirtschaftlichen Aufschwung goldaffiner Regionen, insbesondere in Asien und im arabischen Raum.
- der Reallokation von Kapital hinaus aus US-Assets (USD, US-Techtitel, US-Treasuries), die Gold über viele Jahre hinweg die Show gestohlen haben.
- der nun erwarteten Outperformance von *Performance-Gold*, also Silber, Minenaktien und auch Rohstoffen.

I think we're in a long-term bull market in Gold. We're seeing reserve accumulation by central banks. I follow it closely. It's my biggest position.

Scott Bessent

Die Parallele zu *The Big Short* ist kein Zufall: Wie einst die Underdog-Investoren rund um Michael Burry profitieren heute jene, die fundamentale Marktverzerrungen erkennen und den *Big Long* wagen – darunter viele Leser des *In Gold We Trust*-Reports. Diese in der Tradition der Österreichischen Schule der Nationalökonomie denkenden Investoren wurden jahrzehntelang als *Goldbugs* belächelt. **Die Chrysophilen und Sound-Money-Befürworter sehen ihre Thesen durch die aktuellen Marktentwicklungen bestätigt.**

I am an optimist. It does not seem too much use being anything else.

Winston Churchill

Gold, der älteste Wertspeicher der Menschheit, sendet klar sichtbare Signale. Die Goldpreistrally der vergangenen Quartale könnte mehr sein als nur ein Reflex auf Krisen und Ängste; sie könnte der erste Vorbote eines *Golden-Swan*-Moments sein: ein seltenes, aber positives Signal für Gold im Strudel globaler Verwerfungen. Während das bestehende Währungs- und Finanzsystem zunehmend an Glaubwürdigkeit verliert, wächst die Wahrscheinlichkeit, dass Gold seine angestammte Rolle als monetäres Gut als überstaatlichen Settlement-Assets wiedererlangt. Nicht als politisches Machtinstrument, sondern als neutrale, schuldfreie Basis für Handel, Austausch und Vertrauen. **Ein monetärer Anker, der die Grundlage für eine stabilere und friedlichere Epoche schaffen könnte.**

Wie auch immer es kommen wird, für uns steht angesichts der (geo-)politischen wie ökonomischen Großwetterlage fest:

IN GOLD WE TRUST

¹⁰⁰ Siehe „Gold und die monetäre Zeitendwende“, In Gold We Trust-Report 2018

Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT



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

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

2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“ und 2019 „*Die Nullzinsfalle*“. Er ist *Member of the Board* von *Tudor Gold* und *Goldstorm Metals*. Zudem ist er seit 2020 Advisor für die *VON GREYERZ AG* und seit 2024 *Member of the Advisory Board* von *Monetary Metals*.

Mark J. Valek, CAIA



Mark Valek ist Partner der *Incrementum AG*.

Berufsbegleitend studierte Mark Valek Betriebswirtschaftslehre an der *Wirtschaftsuniversität Wien* und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der *Incrementum AG* war er zehn Jahre lang bei *Raiffeisen Capital Management* tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der *philoro Edelmetalle GmbH* sammeln.

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

Das In Gold We Trust-Team



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirschnig
*Quantitative Analyse
& Charts*



Lois Hasenauer-Ebner
*Quantitative Analyse
& Charts*



Jeannine Grassinger
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Medien



Peter Árendáš
Autor



Rudi Bednarek
Autor



Ted Butler
Autor



Daniel Gomes Luis
Autor



Florian Grummes
Autor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat Deutsch



Handre van Heerden
Autor



Philip Hurtado
Lektorat Spanisch



Nikolaus Jilch
Autor



Theresa Kammel
Autorin



Ronan Manly
Autor



Trey Reik
Autor



Charley Sweet
Lektorat Englisch



Nic Tartaglia
Autor



Marc Waldhausen
Autor



David Waugh
Autor

Incrementum AG



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

www.incrementum.li

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

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

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

Kontakt

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

E-Mail: contact@soundmoneycapital.com

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch eine Anlageanalyse, noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

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

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

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

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

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

