

In Gold We Trust[®]
Report

Nuggets

Den gesamten
In Gold We Trust-Report
können Sie gratis
herunterladen unter:

ingoldwetrust.report



Die Druckversion des
In Gold We Trust-Report
2026 ist im *In Gold We
Trust*-Shop erhältlich.

[Zum Shop](#)



incrementum

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



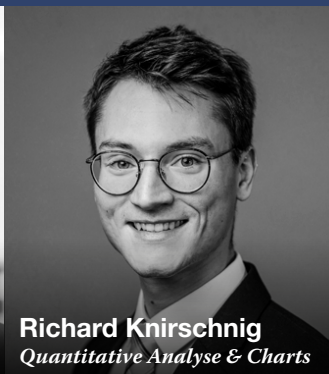
Kontakt: Sound Money Capital AG, Industriering 21, FL-9491 Ruggell, Fürstentum Liechtenstein | contact@soundmoneycapital.com

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.

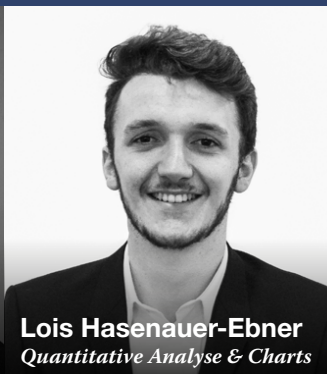
Copyright: 2026 Sound Money Capital AG. All rights reserved.



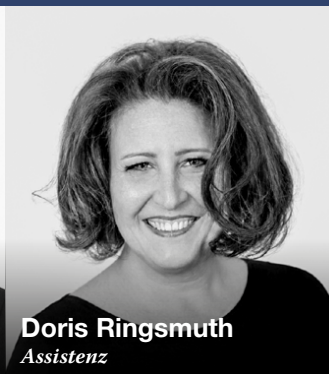
Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirschig
Quantitative Analyse & Charts



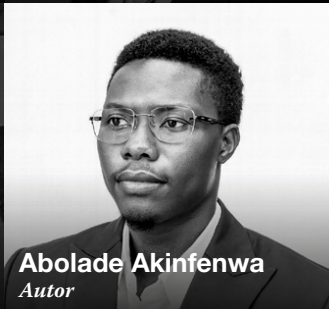
Lois Hasenauer-Ebner
Quantitative Analyse & Charts



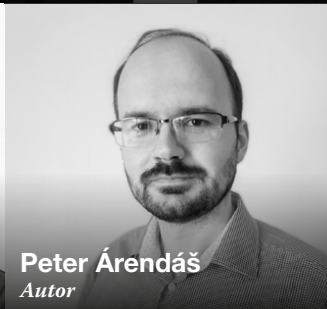
Doris Ringsmuth
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Media



Abolade Akinfenwa
Autor



Peter Árendás
Autor



Ted Butler
Autor



Carlo „Migs“ Caparas
Autor



Florian Grummes
Autor



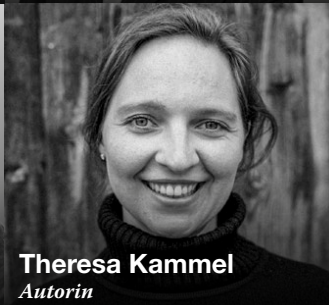
Daniel Gomes Luis
Autor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat



Felipe Hurtado
Lektorat



Theresa Kammel
Autorin



Lokaa Krishna
Autorin



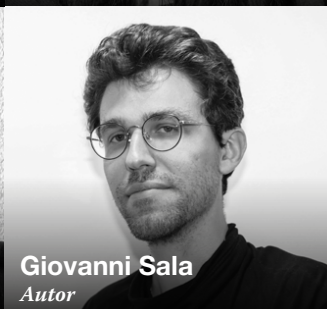
Ronan Manly
Autor



Paul Mylchreest
Autor



Denis Ott
Charts



Giovanni Sala
Autor



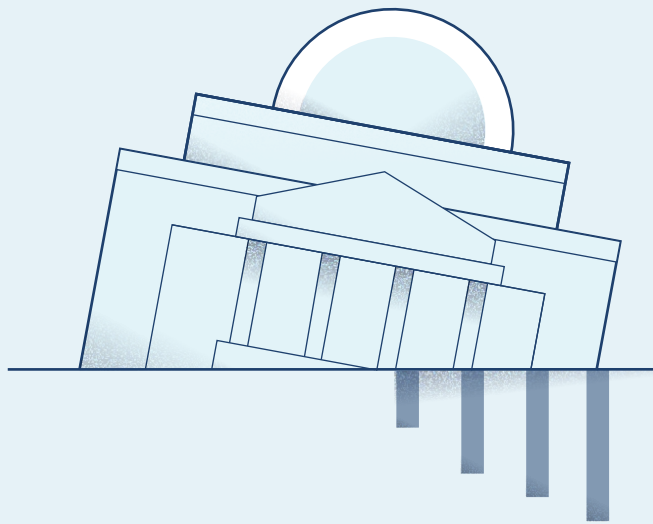
Charley Sweet
Lektorat



David Waugh
Autor

Das In Gold We Trust-Team

Status quo der Verschuldung



Key Takeaways

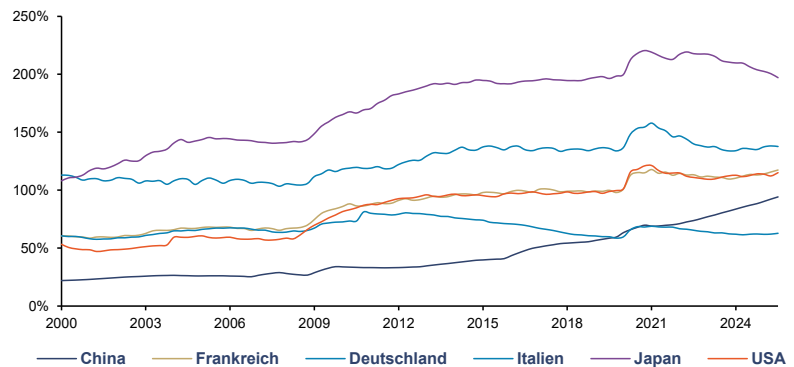
- Seit 2007, im Jahr des ersten *In Gold We Trust*-Reports und am Vorabend der Weltfinanzkrise, ist die weltweite Staatsverschuldung um mehr als 50 % auf 96,8 % angewachsen.
- Die Polykrise der Gegenwart – Alterung, Aufrüstung, grüne Wende, geopolitische Instabilität – stellt eine erhebliche Belastung 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.

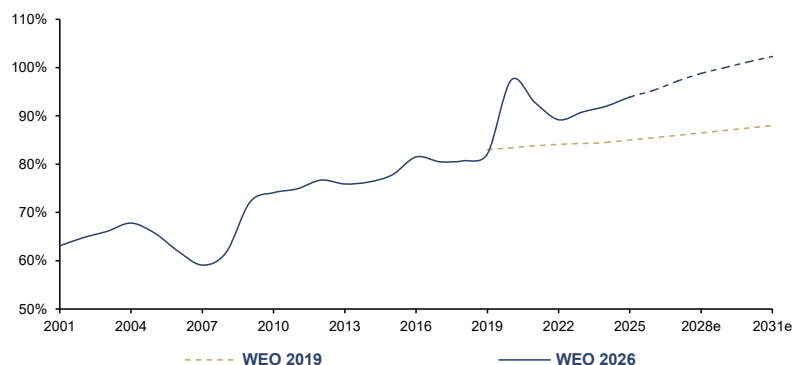
Diese Schuldendynamik ist maßgeblich auf die Polykrise der Gegenwart zurückzuführen. Gleichzeitig drückt auf das Budget eine Vielzahl an Entwicklungen, die jede für sich genommen bereits eine große Herausforderung für die Staatsfinanzen darstellt: die Energiewende, mitunter unter gleichzeitiger Abkehr 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



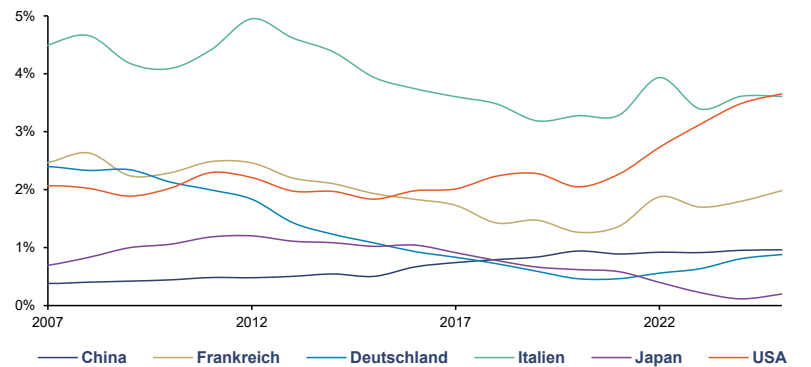
Quelle: IWF, Incrementum AG



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

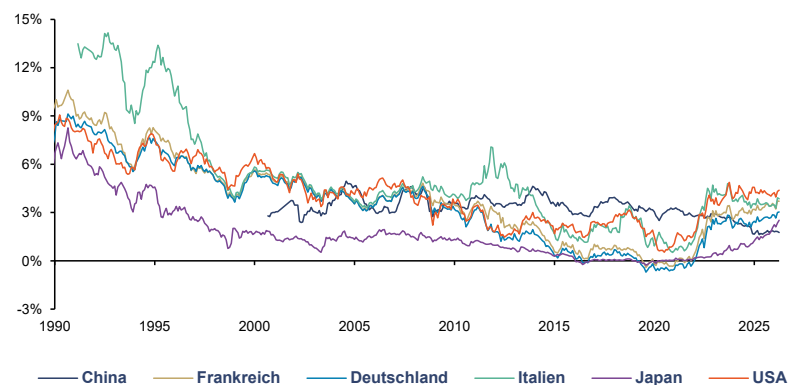


„If you have a garden and a library, you have everything you need.“

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.

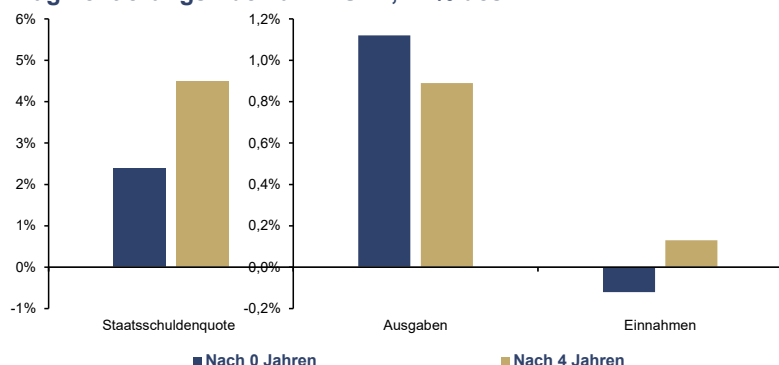
10-jährige Staatsanleihenrendite, 01/1990–04/2026



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 %.

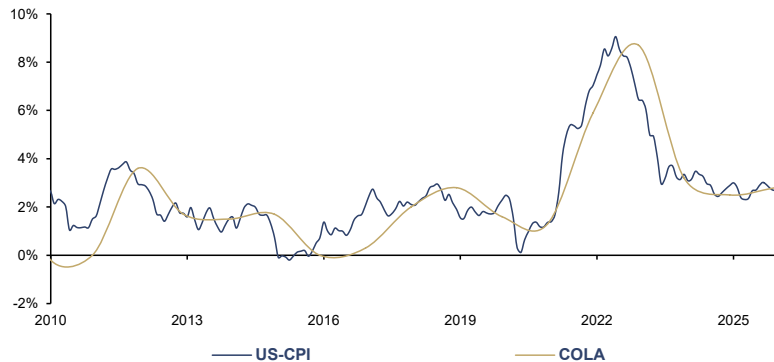
„My policy on cake is pro having it and pro eating it.“

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 Schiefeile 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

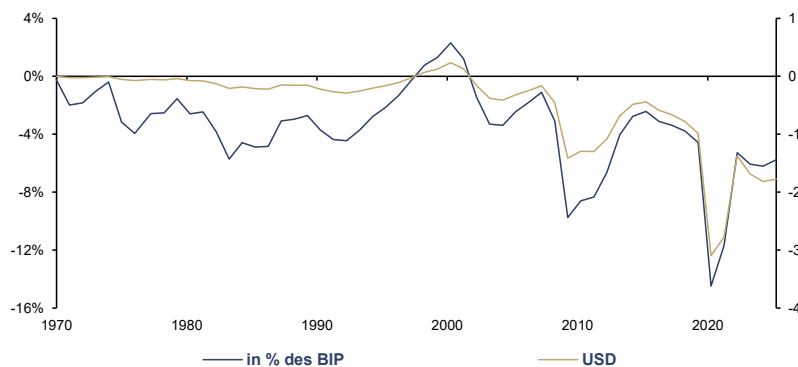
Die kühnsten Optimisten erwarteten sich von der zweiten Präsidentschaft von Donald Trump und dem mittlerweile bereits wieder aufgelösten *Department of Government Efficiency* (DOGE) unter ursprünglich maßgeblicher Mitwirkung von Elon Musk (kurzfristige) Wunder. Wir stimmten in diesen Optimismus in unserer 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

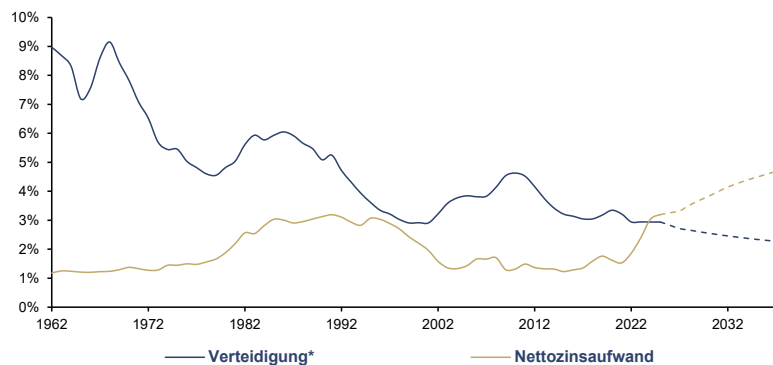
Ohne Konsolidierung allein 170 % BIP-Schulden in den Industriestaaten bis 2050. Mit Energiewende und Aufrüstung: weitere 50 Prozentpunkte. Die Mathematik der Demografie hat über die Mathematik der Politik gesiegt.

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)



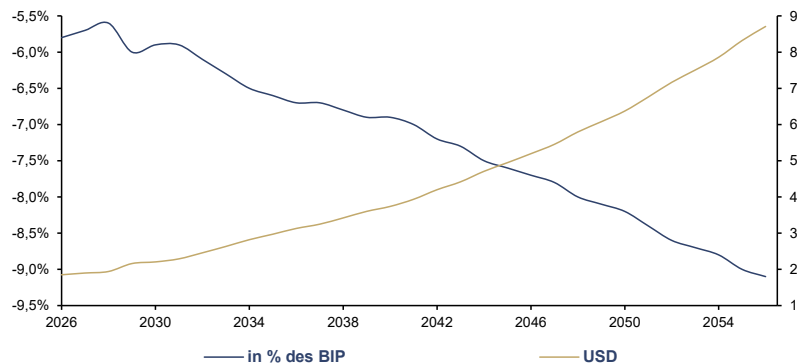
» You don't pay taxes — they take taxes.

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

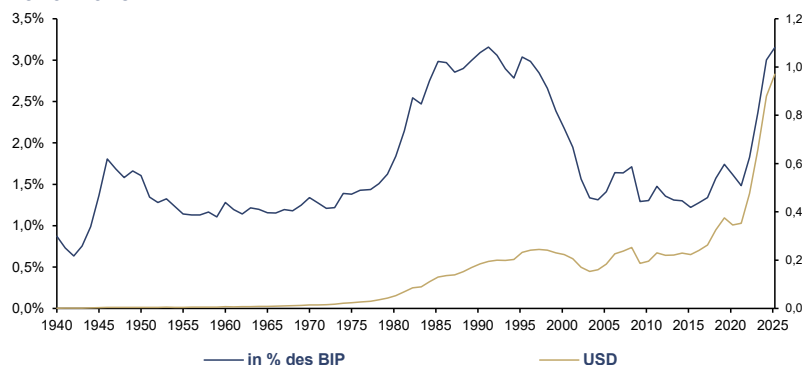


In absoluten Zahlen droht bereits bis 2034 eine Verdoppelung der nominalen Zinszahlungen auf 2 Bill. USD im Jahr. In der aussagekräftigeren relativen Betrachtung wird bis 2046 ein Anstieg um knapp 50 % von aktuell 3,2 % des BIP auf 4,7 % in 20 Jahren prognostiziert.

„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.

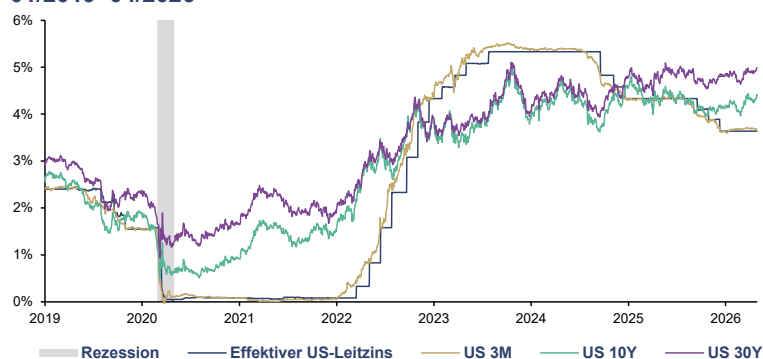
Warsh erachtet die Bilanzsumme der Federal Reserve als deutlich zu hoch und möchte diese weiter zurückfahren. Vom Allzeithoch im April 2022 mit knapp 9 Bill. USD wurde die Bilanzsumme bis Anfang Dezember 2025 um 2,5 Bill. USD oder fast 30 % reduziert. Seither befindet sie sich wieder in einem leichten 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.

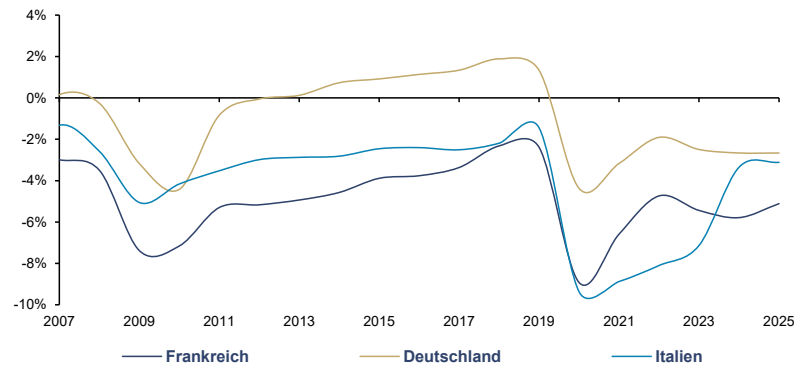
„Computers are useless. They can only give you answers.“

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

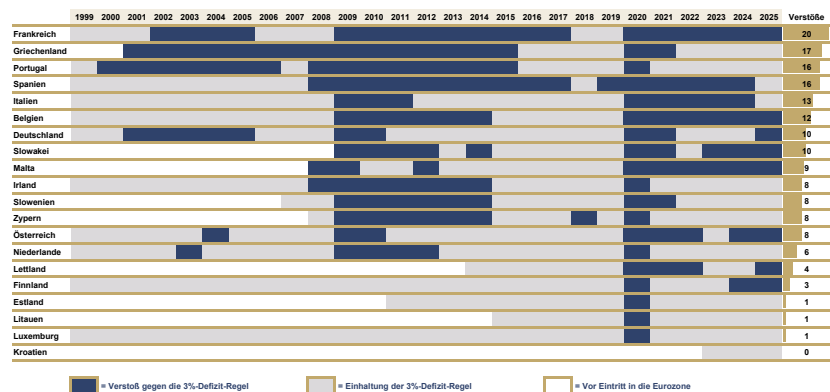


„No government ever voluntarily reduces itself in size. Government programs, once launched, never disappear. Actually, a government bureau is the nearest thing to eternal life we'll ever see on this earth.“

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.

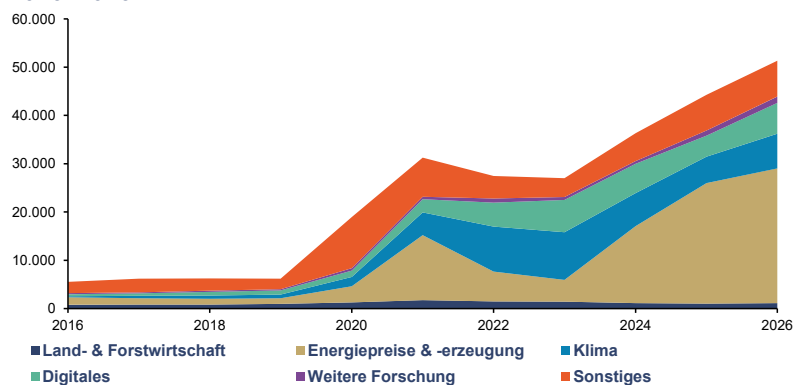
„*We all know what to do, but we don't know how to get re-elected once we have done it.*“

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

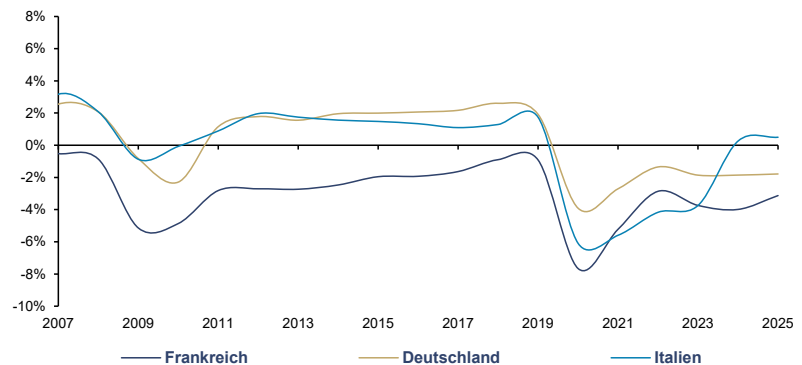
von der Öffentlichkeit im *Sommermärchen*-Trubel der Heim-WM 2006. Insofern ist es für den deutschen Konsumenten ein schlechtes Omen, dass wie 2006 diesen Sommer eine Fußball-WM ansteht.

» *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

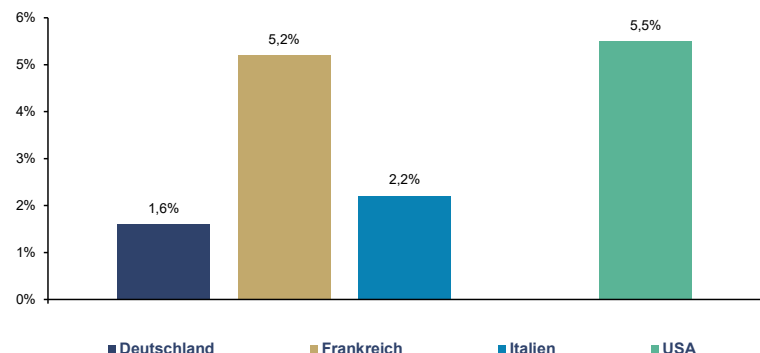


Quelle: IWF, Incrementum AG



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 Pensionssäule 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

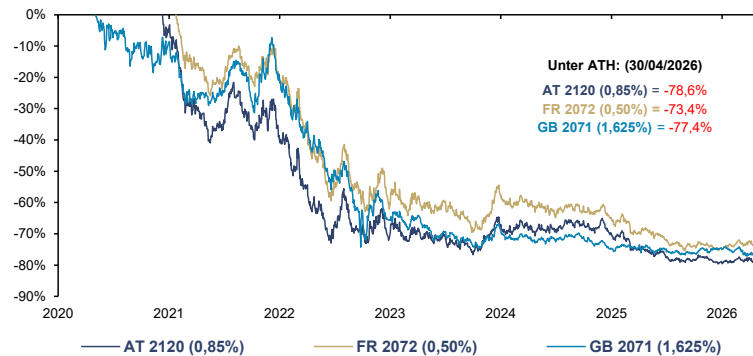
Fazit

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

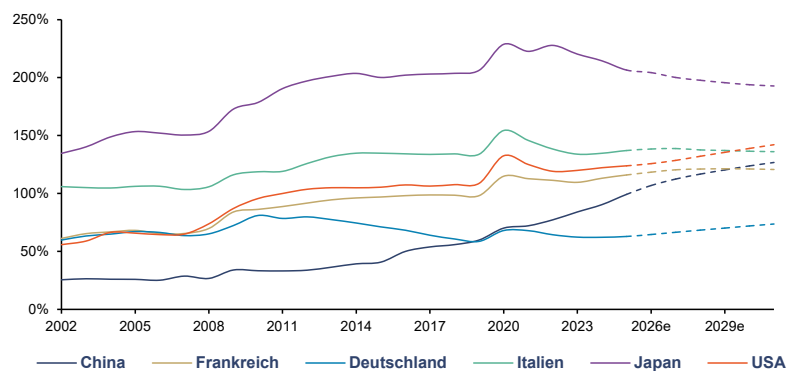


„Doing nothing is very hard to do... you never know when you're finished.“

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.

Staatsschuldenprognose, in % des BIP, 2002–2031e

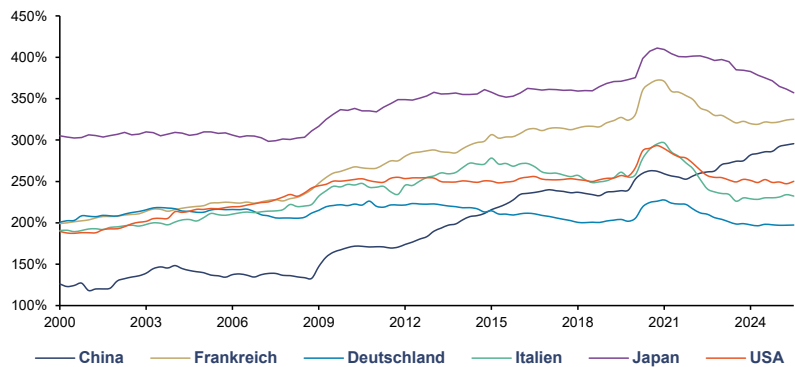


Quelle: IWF, Incrementum AG



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.

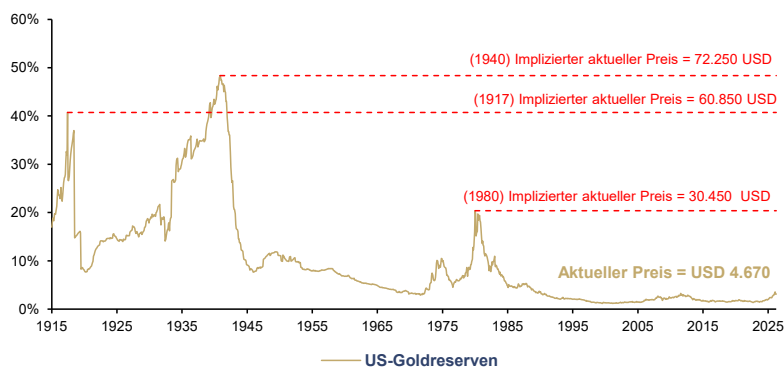
Gesamtverschuldung*, in % des BIP, Q1/2000–Q3/2025



incrementum

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



incrementum

In Gold We Trust[®] Report 2026

Dies ist die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2026.
Den vollständigen Report mit 27 Kapiteln finden Sie
kostenfrei unter ingoldwetrust.report.

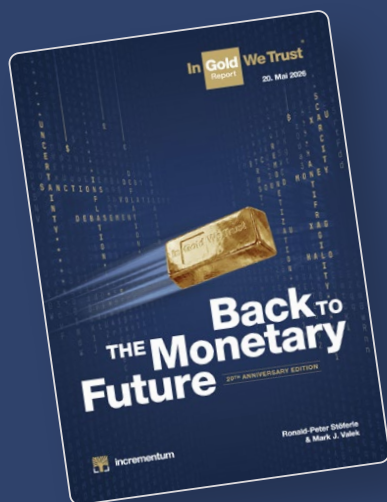




incrementum

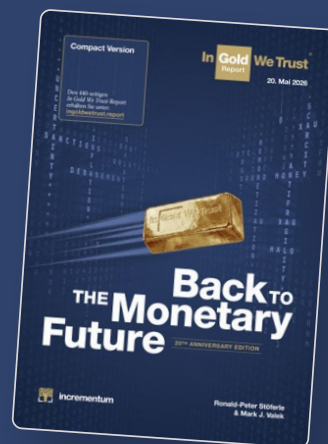
In Gold We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



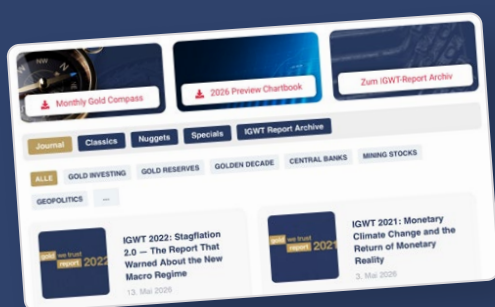
In Gold We Trust-Report 2026

<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](https://www.linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report)



Youtube

[youtube.com/c/InGoldWeTrust](https://www.youtube.com/c/InGoldWeTrust)



X

x.com/IGWTreport



Newsletter

incrementum.li/newsletter

DE EN ES 中文

Der Goldstandard aller Goldstudien

ingoldwetrust.report

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 Kammer, 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 marginstarkes 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

