

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



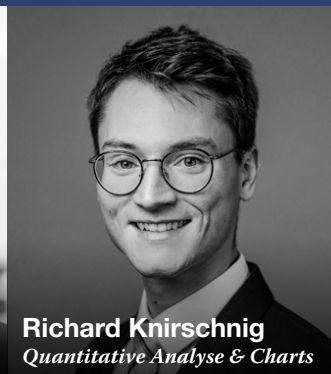
Kontakt: Sound Money Capital AG, Industriering 21, FL-9491 Ruggell, Fürstentum Liechtenstein | contact@soundmoneycapital.com

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.

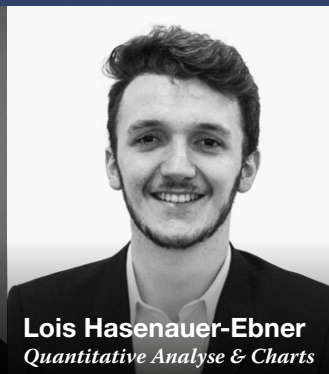
Copyright: 2026 Sound Money Capital AG. All rights reserved.



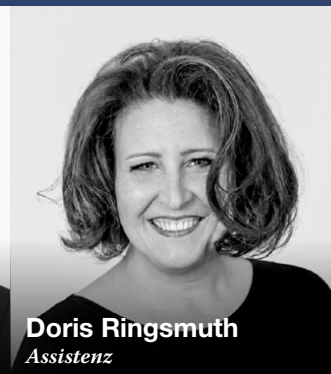
Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirsch
Quantitative Analyse & Charts



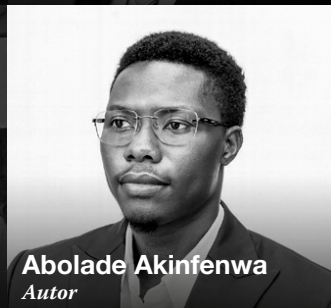
Lois Hasenauer-Ebner
Quantitative Analyse & Charts



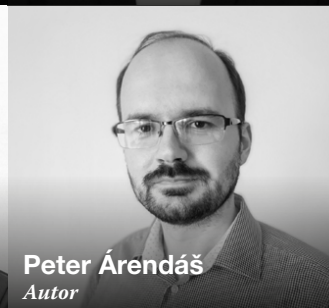
Doris Ringsmuth
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Media



Abolade Akinfenwa
Autor



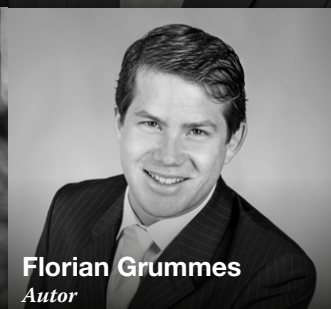
Peter Árendás
Autor



Ted Butler
Autor



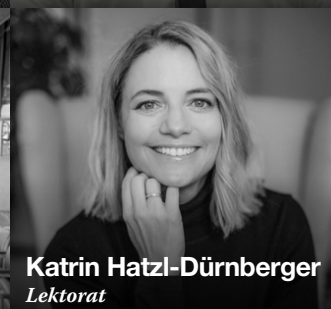
Carlo „Migs“ Caparas
Autor



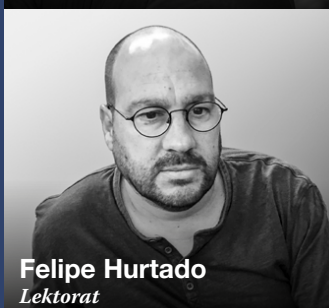
Florian Grummes
Autor



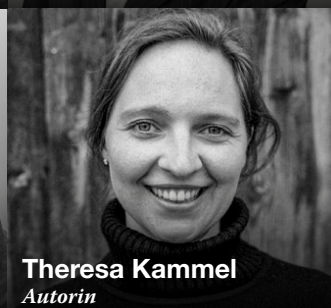
Daniel Gomes Luis
Autor



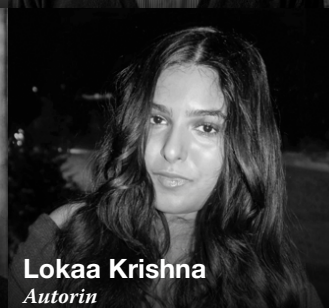
Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat



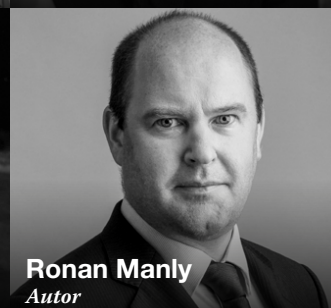
Felipe Hurtado
Lektorat



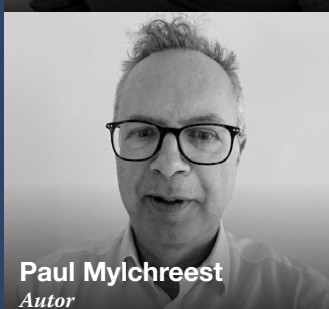
Theresa Kammel
Autorin



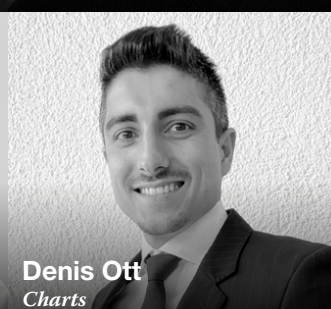
Lokaa Krishna
Autorin



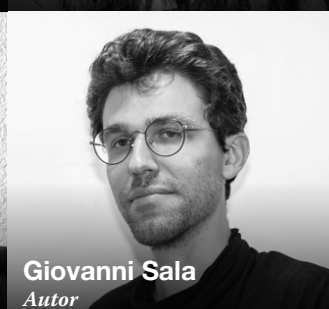
Ronan Manly
Autor



Paul Mylchreest
Autor



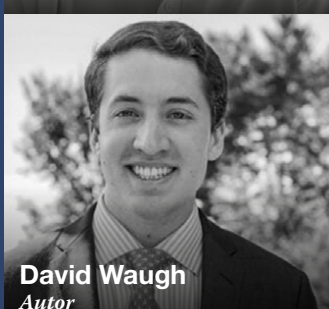
Denis Ott
Charts



Giovanni Sala
Autor



Charley Sweet
Lektorat



David Waugh
Autor

Das *In Gold We Trust*-Team

Gold und das Ende des US-Dollar-Standards



Key Takeaways

- Die Kapitalbilanz und die Kapitalströme bestimmen maßgeblich die Handelsbilanz – und nicht umgekehrt. Große Netto-Kapitalexporte aus Überschussländern erzwingen entsprechende Leistungsbilanzdefizite an anderer Stelle.
- Hohe Handelsüberschüsse entstehen nicht durch natürliche Vorteile, sondern durch politische Maßnahmen, die in Ländern wie China, Deutschland und Japan den Konsum der Haushalte dämpfen und massive Überschussersparnisse erzeugen.
- Die USA wurden zum finalen Ausgleicher der weltweiten Überschussersparnisse und mussten dafür anhaltende Leistungsbilanzdefizite hinnehmen. Washington sieht den Reservewährungs-Status inzwischen eher als „exorbitante Belastung“ denn als Privileg.
- Die USA sind nicht mehr bereit, die Rolle des finalen Ausgleichers zu spielen und weiterhin die Überschussersparnisse der Welt in US-Dollar-Anlagen aufzunehmen. Dadurch gerät der bisherige Dollar-Standard unter Druck.
- Mit zunehmenden politischen Risiken bei US-Dollar-Reserven übernimmt Gold verstärkt die Funktion einer neutralen Reservewährung ohne Gegenparteirisiko. Zentralbanken und Überschussländer diversifizieren deshalb stark in Gold.
- Gold löst sich vom alten Modell aus Realzinsen, Volatilität und Liquidität und wird zunehmend durch die strukturelle Nachfrage nach neutralen Reservevermögen getrieben. Solange die globalen Überschussersparnisse weiter bestehen, bleibt der langfristige Aufwärtstrend für Gold intakt.

Die Kapitalbilanz befiehlt, die Handelsbilanz gehorcht, nicht umgekehrt.

Eugen von Böhm-Bawerk



Michael McNair ist Fondsmanager bei einem großen institutionellen Vermögensverwalter mit Sitz in den USA. Folgen Sie ihm auf X und auf Medium.

Es war der 15. August 1940, und Adolf Galland hatte gerade miterlebt, wie die Luftwaffe an einem einzigen Tag 75 Flugzeuge verlor. Der deutsche Geheimdienst schätzte, dass die RAF nur noch über 300 Kampfflugzeuge verfügte. Die Briten hätten eigentlich fast am Ende sein müssen. Stattdessen tauchten RAF-Staffeln immer wieder zur richtigen Zeit am richtigen Ort auf, in einer Anzahl, die eigentlich unmöglich gewesen wäre. Galland, einer der besten deutschen Kommandeure, hielt später fest, dass die RAF genau zu wissen schien, wohin und wann sie ihre Flugzeuge schicken musste. Er konnte die Ergebnisse sehen, aber er konnte sie nicht erklären.

Ohne dass die Deutschen davon wussten, hatte Hugh Dowding die Luftverteidigung still und leise revolutioniert. Radarstationen entlang der Küste sandten ihre Daten zu sogenannten Filterstationen, die wiederum Sektorleitstellen mit den bereinigten Daten versorgten. Diese schickten die britischen Jäger genau dorthin, wo sie gebraucht wurden. Die Luftverteidigung war zu einem integrierten Informationssystem geworden. Die Luftwaffe führte den Kampf mit einem Rahmenwerk, das auf Spanien, Polen und Frankreich aufbaute. Doch Dowding hatte die Natur des Kampfes völlig verändert, und die Deutschen lasen ihn mit der falschen Karte.

Gold hat einen ähnlichen Paradigmenwechsel durchlaufen, und die meisten Anleger haben dies noch nicht vollständig erkannt.¹ Sie können die Preisentwicklung sehen, versuchen aber immer noch, sie innerhalb des alten Rahmens zu erklären. Jahrelang ließ sich Gold recht gut anhand eines Drei-Faktoren-Modells verstehen, das auf Realzinsen, Volatilität und Liquidität basierte. Diese Karte funktioniert allein nicht mehr. Gold wird zunehmend nicht nur als Absicherung innerhalb der bestehenden Währungsordnung gehandelt, sondern als Reservewährung außerhalb derselben.

„The four most dangerous words in investing are: this time it's different.“

Sir John Templeton

In diesem Kapitel wird argumentiert, dass sich die Rolle von Gold verändert, weil sich das internationale System um es herum verändert. Um diesen Wandel zu erklären, müssen wir die gesamte Logik durchgehen, die uns hierher geführt hat. Wir beginnen mit einer einfachen Zahlungsbilanzgleichung. Anschließend zeigen wir, wie eine Reihe von innenpolitischen Maßnahmen in Überschussländern den Konsum systematisch dämpft und zu Ersparnisüberschüssen führt. Diese überschüssigen Ersparnisse schaffen einen wachsenden Bedarf an Reservewährungen und erzwingen an anderer Stelle im System entsprechende Defizite. Das wiederum erklärt, warum der Status als Reservewährung für die USA zu einer Belastung geworden ist und warum die USA nun versuchen, das globale Handels- und Kapitalflusssystem umzustrukturieren. Von dort

¹ Eine detaillierte Analyse finden Sie in „Das neue Gold-Playbook“, In Gold We Trust-Report 2024

aus können wir verstehen, warum Gold wieder eine Reservefunktion übernimmt, warum dies die Art und Weise verändert, wie Gold gehandelt wird, und wie eine zukünftige Reservearchitektur letztendlich aussehen könnte.

Galland war immer wieder überrascht, weil er den Kampf noch immer durch die Brille des alten Rahmens betrachtete. Die Überraschungen waren das Signal dafür, dass sich das System selbst verändert hatte. Goldinvestoren sollten nicht denselben Fehler begehen.

Ein Leistungsbilanzdefizit geht immer mit einem Kapitalbilanzüberschuss einher, ein Leistungsbilanzüberschuss immer mit einem Kapitalbilanzdefizit. Wer Waren importiert, exportiert Forderungen.

Die Zahlungsbilanz

Die meisten Diskussionen über den internationalen Handel konzentrieren sich nur auf Waren und Dienstleistungen. Doch das erfasst nur die Hälfte des Bildes. Wenn Geld Grenzen überschreitet, geschieht dies auf eine von zwei Arten. Entweder werden damit Waren und Dienstleistungen gekauft, was in der Leistungsbilanz erscheint, oder es werden Finanzanlagen gekauft, was in der Kapitalbilanz erscheint. Jeder Nettohandelsstrom hat auf der anderen Seite einen entsprechenden Nettokapitalstrom. Diese beiden Ströme sind untrennbar miteinander verbunden durch das, was Ökonomen als Zahlungsbilanz bezeichnen, die sich in einer einfachen, aber aussagekräftigen Gleichung ausdrücken lässt:

$$\text{Leistungsbilanz} = \text{Kapitalbilanz}^2$$

Ein Land, das mehr importiert als exportiert, muss per Definition Forderungen an sich selbst an Ausländer verkaufen. Ein Land, das mehr exportiert als importiert, muss per Definition Forderungen an andere akkumulieren. Anders ausgedrückt: Ein Leistungsbilanzdefizit geht immer mit einem Kapitalbilanzüberschuss einher, und ein Leistungsbilanzüberschuss geht immer mit einem Kapitalbilanzdefizit einher.

Das mag abstrakt klingen, hat aber enorme Auswirkungen. Es bedeutet, dass anhaltende Handelsungleichgewichte niemals nur eine Frage des Güterhandels sind. Es geht dabei auch darum, wohin überschüssige Ersparnisse fließen und welche Länder bereit oder gezwungen sind, die entsprechenden Nettokapitalzuflüsse aufzunehmen.

Die Bilanzgleichung der Zahlungsbilanz besagt zudem, dass jede Veränderung auf der einen Seite der Gleichung durch eine gleich große und entgegengesetzte Veränderung auf der anderen Seite ausgeglichen werden muss. Wenn beispielsweise ein japanischer Pensionsfonds oder die Bank of Japan ihre durch den Handel erwirtschafteten US-Dollar nutzt, um US-Finanzanlagen im Wert von 1 Mrd. USD zu kaufen, müssen – unter sonst gleichen Bedingungen – die US-Nettoexporte um 1 Mrd. USD sinken und die japanischen Nettoexporte um 1 Mrd. USD steigen, obwohl diese Transaktion keinen direkten Bezug zum Handel mit Waren und Dienstleistungen hat.

Vor einem Jahrhundert spielte dies eine geringere Rolle, da die Kapitalströme viel geringer waren und der Großteil der internationalen Finanzgeschäfte direkt mit dem Handel verbunden war. Heute sind die Kapitalströme enorm, und die weltweiten Devisentransaktionen stellen die Handelsströme um ein Vielfaches in den Schatten. Wenn wir uns ausschließlich auf die Handelsströme konzentrieren, ignorieren wir die entscheidende

” *Just when you find the key to the market, they change the locks.*

Gerald Loeb

” *An economist is an expert who will know tomorrow why the things he predicted yesterday didn't happen today.*

Laurence J. Peter

” *A price is a signal wrapped up in an incentive.*

Alex Tabarrok

2 Die technische Identität der Zahlungsbilanz lautet: Leistungsbilanz = Kapitalbilanz, doch der Einfachheit halber verwenden wir „Handelsbilanz“ anstelle von „Leistungsbilanz“. Es sei darauf hingewiesen, dass sich die Leistungsbilanz geringfügig von der Handelsbilanz unterscheidet – eine Tatsache, die wir für unsere Diskussion außer Acht lassen können.

Rolle, die Kapitalströme bei der Gestaltung der Handelsergebnisse spielen. Tatsächlich sind es im heutigen globalen Finanzsystem oft die Kapitalströme, die die Handelsströme bestimmen, und nicht umgekehrt.

Da Kapitalströme die Handelsergebnisse beeinflussen können, ist es unerlässlich zu verstehen, was überhaupt zu anhaltenden Netto-Kapitalexporten führt. Einige Länder erwerben Jahr für Jahr systematisch Auslandsforderungen, während andere gezwungen sind, die entsprechenden Defizite zu absorbieren. Dies ist keine Folge von komparativen Vorteilen im traditionellen Sinne. Es ist das Ergebnis innenpolitischer Entscheidungen in Überschussländern, die den Konsum dämpfen, die Produktion subventionieren und Überschussersparnisse generieren.

Das Investitionswachstumsmodell und überschüssige Ersparnisse

„*There are four kinds of countries in the world: developed countries, undeveloped countries, Japan and Argentina.*

Simon Kuznets

In den 1960er- und 1970er-Jahren begann Japan mit der Umsetzung eines Investitionswachstumsmodells. China übernahm in den 1990er-Jahren eine Variante davon. Deutschland verfolgt seit den Hartz-IV-Arbeitsmarktreformen von 2003–05 eine eigene Variante. Südkorea, Taiwan und ein Großteil der aufstrebenden Länder Asiens sind ähnlichen Strategien gefolgt.

Das Investitionswachstumsmodell ist ein Bündel von Maßnahmen, die Einkommen von Haushalten an Produzenten umverteilen. Zu diesen Maßnahmen gehören Währungsunterbewertung, finanzielle Repression, Lohndämpfung und direkte Subventionen für Produzenten. Währungsunterbewertung verteuert Importe und verbilligt Exporte. Finanzielle Repression hält die Zinssätze deutlich unter den Wachstumsraten, was Sparer effektiv besteuert und Kreditnehmer subventioniert. Lohndämpfung hält die Löhne im Verhältnis zur Produktivität niedrig, wodurch die Kaufkraft der Haushalte sinkt, während die Unternehmensgewinne steigen. Direkte Subventionen für strategische Industrien senken die Produktionskosten, wobei die Kosten letztlich von den Haushalten über Steuern oder geringere Transferleistungen getragen werden.

„*Ask five economists and you'll get five different explanations; six, if one went to Harvard.*

Edgar R. Fiedler

All diese Beispiele sind bewusste politische Entscheidungen, die den Anteil der Haushalte an der Wirtschaft schmälern. Hohe Sparquoten in Ländern wie China sind nicht in erster Linie das Ergebnis kultureller Sparsamkeit oder der demografischen Struktur. Sie sind die mechanische Folge von Maßnahmen, die den Einkommensanteil der Haushalte unterdrücken und den Anteil der Produzenten erhöhen.

Wie Überschussersparnisse entstehen

Wenn das Haushaltseinkommen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung gedrückt wird, sinkt der Konsum im Verhältnis zur Produktion. Und da Ersparnisse gleich Produktion minus Konsum sind, ist die Differenz zwischen beiden die Überschussersparnis.

$$\text{Ersparnisse} = \text{Produktion} - \text{Konsum}$$

Wichtig ist, dass hohe Ersparnisse nicht das Ergebnis einer Entscheidung der Haushalte sind, sondern das Nebenprodukt einer Politik, die Einkommen von den Haushalten weg und hin zu den Produzenten umverteilt.

„*Economics is too important to be left to economists.*

Abhijit V. Banerjee

John Hobson hat diese zugrunde liegende Dynamik bereits vor über einem Jahrhundert erkannt. Er argumentierte, dass bei einer Verschiebung der Einkommensverteilung weg von den Verbrauchern hin zu den Produzenten die Nachfrage nach Konsumgütern im Verhältnis zur Produktionskapazität zu langsam wächst. Infolgedessen generiert die Wirtschaft mehr Ersparnisse, als der Konsum rechtfertigen kann.

Länder, die ein investitionsorientiertes Wachstumsmodell verfolgen, stehen nicht sofort vor einem Problem der Kapitalanlage, da sie diese überschüssigen Ersparnisse in inländische Investitionen lenken, oft in außerordentlichem Umfang. Dies verzögert für eine gewisse Zeit die Anpassung gegenüber dem Ausland. Hohe Investitionen absorbieren die überschüssigen Ersparnisse, das BIP wächst rasch, und das Modell scheint sich zu bestätigen.

Doch jedes Land, das jemals ein Investitionswachstumsmodell angewandt hat, stößt auf dieselben Probleme. Die Investitionen übersteigen die rentablen Möglichkeiten. Kapital wird falsch allokiert. Es häufen sich uneinbringliche Forderungen. Und die Fähigkeit der Wirtschaft, ihre eigenen überschüssigen Ersparnisse produktiv zu absorbieren, beginnt sich zu verschlechtern.

Gleichzeitig verlagert das Modell die Nachfrage weg von den Handelspartnern. Gedämpfter Konsum und subventionierte Produktion machen die Exporte des Überschusslandes künstlich billig, verdrängen ausländische Produzenten und ziehen Nachfrage aus dem Rest der Welt an. Das trägt dazu bei, hohe Investitionen länger aufrechtzuerhalten, als es die inländischen Fundamentaldaten allein zulassen würden. Aber es beseitigt nicht das zugrunde liegende Ungleichgewicht. Es zögert die Abrechnung nur hinaus und verteilt die Kosten.

Schließlich ist der inländische Investitionskanal gesättigt. Sobald dies geschieht, muss ein größerer Teil der überschüssigen Ersparnisse als Außenhandelsüberschuss nach außen abfließen, und die Last der Anpassung wird auf die Handelspartner abgewälzt.

Warum die Externalisierung des Ungleichgewichts eine Belastung für das Ausland darstellt

Wenn ein Land das Einkommen und den Konsum der privaten Haushalte im Verhältnis zur Produktion systematisch drückt, muss der daraus resultierende Produktionsüberschuss, z. B. Ersparnisse, irgendwo absorbiert werden. Er kann im Inland durch erhöhte Investitionen absorbiert oder über Leistungsbilanzüberschüsse exportiert werden. Wenn er exportiert wird, wird die Anpassung auf die Handelspartner verlagert.

Nicht alle Handels- oder Leistungsbilanzdefizite spiegeln diese Dynamik wider. Ein Defizit kann auf einen gesunden intertemporalen Handel hindeuten. Wenn Kapital in eine sparsamkeitsbeschränkte Wirtschaft fließt, produktive Investitionen finanziert, die künftige handelbare Produktion erhöht und einen plausiblen Weg zur Umkehrung schafft, ist das Defizit das vorübergehende Gegenstück zur Entwicklung. In diesem Fall ist der Zufluss wirklich vorteilhaft, da er die künftige Produktionskapazität erweitert.

Es gibt jedoch eine ganz andere Art von Defizit. Wenn ein Land durch die Umverteilung von Einkommen von Haushalten zu Produzenten ein Sparüberhang schafft, kann es einen Teil dieses Ungleichgewichts durch den Export dieser Ersparnisse auf den Rest der Welt abwälzen. Ein anderes Land muss dann das Defizit und den damit verbundenen Nachfragemangel auffangen. Fließen diese Mittel in eine fortgeschrittene Volkswirtschaft, in der Investitionen nicht durch knappe inländische Ersparnisse eingeschränkt sind, führen sie nicht automatisch zu zusätzlichen produktiven Investitionen. In solchen Volkswirtschaften werden Investitionen in der Regel durch die Nachfrage, die erwartete Rentabilität und die Risikobereitschaft begrenzt. Die Anpassung erfolgt daher stattdessen durch geringere inländische Ersparnisse — entweder in Form von schwächerer Produktion, höherer Arbeitslosigkeit, höherer privater Verschuldung, größerer Haushaltsdefizite oder Vermögensinflation.

Die anhaltenden, einseitigen Ungleichgewichte der letzten vier Jahrzehnte sind nicht das Ergebnis eines gesunden intertemporalen Handels mit Aussicht auf eine Umkehr. Es handelt sich um strukturelle Überschüsse, die den Handelspartnern die Anpassung aufzwingen. Im positiven Fall finanzieren Kapitalzuflüsse zusätzliche

” *Practical men who believe themselves to be quite exempt from any intellectual influence are usually the slaves of some defunct economist.*

John Maynard Keynes

” *What is not good for the beehive cannot be good for the bee.*

Marcus Aurelius

” *Nothing so undermines your financial judgement as the sight of your neighbor getting rich.*

J.P. Morgan

Die Rolle des US-Dollars lässt sich besser als exorbitante Belastung verstehen denn als exorbitantes Privileg. Der Emittent der Reservewährung wird zum finalen Ausgleicher.

produktive Investitionen und legen den Grundstein für eine künftige Neugewichtung. Im negativen Fall löst der Zufluss kein Finanzierungsproblem, sondern schafft vielmehr ein Anpassungsproblem.

Dies war der Punkt, den John Hobson zuerst identifizierte und den Keynes und Joan Robinson weiterführten. Hobson erklärte, wie schwacher Konsum im Überschussland zu überschüssigen Ersparnissen führt, die irgendwo absorbiert werden müssen. Keynes und Robinson fügten hinzu, dass, wenn das Überschussland das Gleich-

gewicht nicht durch eine Steigerung des Binnenkonsums wiederherstellt, die Anpassung in den Ländern erfolgen muss, die gezwungen sind, den Überschuss zu absorbieren. Robinson nannte diese Politik „Beggary-thy-Neighbor“-Politik, da sie es einem Land ermöglicht, sein eigenes Nachfrageungleichgewicht zu entlasten, indem es diese auf andere exportiert.

Die exorbitante Belastung

„*Uneasy lies the head that wears a crown.*“

William Shakespeare

Die USA sind zum Hauptabnehmer dieser externalisierten Ungleichgewichte geworden, da sie eine einzigartige Position im globalen System einnehmen. Sie vereinen tiefe und liquide Kapitalmärkte, einen sehr großen Bestand an sicheren Finanzanlagen und eine ungewöhnlich offene Kapitalbilanz. Andere Volkswirtschaften mögen einige dieser Merkmale teilen, jedoch nicht alle in gleichem Maße. Europa und Japan sind selbst Überschusswirtschaften. China unterhält umfangreiche Kapitalkontrollen. Schwellenländer sind zu klein, zu volatil oder zu geschlossen, um die weltweiten Ersparnisüberschüsse in annähernd dem erforderlichen Umfang aufzunehmen. Das Ergebnis ist, dass die USA zum letzten verbliebenen Ziel für die Nettoforderungen geworden sind, die durch anhaltende Überschüsse im Ausland entstehen. Das ist die wahre Bedeutung des Status als Reservewährung.

Die USA verzeichnen keine anhaltenden Defizite, weil sie chronisch unter einem Mangel an Ersparnissen leiden und ausländisches Kapital zur Finanzierung produktiver Investitionen benötigen. Sie verzeichnen sie, weil der Rest der Welt überschüssige Ersparnisse in Anlagen mit US-Dollar-Beteiligung anlegen möchte und die USA das Land sind, das am ehesten bereit und in der Lage ist, diese aufzunehmen.

„*The facts are unimportant! It's what they are perceived to be that determines the course of events.*“

R. Earl Hadady

In einer kapitalarmen Wirtschaft können ausländische Kapitalzuflüsse neue produktive Investitionen finanzieren, die andernfalls nicht zustande kämen. Aber in den USA mangelt es keineswegs an Kapital. Ihre Investitionen werden im Allgemeinen durch Nachfrage, Rentabilität und Risikobereitschaft begrenzt, nicht durch einen Mangel an inländischen Ersparnissen. Infolgedessen führen ausländische Kapitalzuflüsse nicht automatisch zu mehr produktiven Investitionen. Sie verdrängen inländische Finanzmittel und erzwingen über die Zahlungsbilanz ein entsprechendes Handelsdefizit, das die Nachfrage nach inländischen handelbaren Gütern schwächt.

Deshalb lässt sich die Rolle des US-Dollars besser als exorbitante Belastung („exorbitant burden“) denn als exorbitantes Privileg („exorbitant privilege“) verstehen. Wie Robert Triffin in den 1960er-Jahren erklärte, wird der Emittent der Reservewährung zum finalen Ausgleicher. Wenn der Rest der Welt eine Politik im Inneren verfolgt, die systematisch Ersparnisüberschüsse erzeugt und diese dann in US-Dollar-Vermögenswerte lenkt, müssen die USA das entsprechende Außenhandelsdefizit aufweisen. Das bedeutet einen Rückgang der Binnennachfrage, Druck auf die handelbaren Sektoren und eine Anpassung durch eine Kombination aus höherer Arbeitslosigkeit, höherer Verschuldung der privaten Haushalte, größeren Haushaltsdefiziten oder Vermögensinflation.

Die übliche moralisierende Darstellung kehrt die Kausalität um. Anhaltende Haushaltsdefizite sind ein Symptom der Anpassung, nicht die Ursache des Handelsdefizits.

Kindleberger brachte dasselbe Argument vor, als er in den 1980er-Jahren in seinem Buch *International Capital Movements* den Irrtum anprangerte, das US-Haushaltsdefizit für das US-Leistungsbilanzdefizit verantwortlich zu machen.

Kindleberger erklärte:

Here as in Marshall's famous general-equilibrium balls in a bowl, the position of each determines the position of all the others, and vice versa...it is a mistake to lay all the blame for the US deficit vis-à-vis Japan on the US government budget deficit.

Sein Argument war, dass das Budget ein Ergebnis der Anpassung des Systems sein kann, wenn die USA große Kapitalzuflüsse akzeptieren.

Wir können Marktpreise heranziehen, um Rückschlüsse auf die Richtung der Kausalität zu ziehen. Länder, die ausländisches Kapital anziehen müssen, um Außenhandelsdefizite zu finanzieren, leiden unter schwachen Währungen, geringen Renditen auf Vermögenswerte und hohen Zinssätzen, die erforderlich sind, um ausländische Käufer anzulocken. So war es in Lateinamerika in den 1980er-Jahren, in weiten Teilen Asiens in den 1990er-Jahren und in der Türkei heute.

Die Erfahrungen der USA könnten unterschiedlicher nicht sein. US-Finanzanlagen gehören zu den weltweit renditestärksten und am höchsten bewerteten. Der US-Dollar ist trotz jahrzehntelanger Handelsdefizite außergewöhnlich stark geblieben. Eine Währung wertet nicht um 350 % über 40 Jahre mit fortlaufenden Defiziten auf, es sei denn, die Kausalitätsrichtung verläuft von den Kapitalströmen zu den Handelsströmen und nicht umgekehrt.

Was lange Zeit als exorbitantes Privileg beschrieben worden war, begann wie eine exorbitante Belastung zu wirken. Ein wachsender Teil des Establishments in Washington sieht das US-Dollar-System nicht mehr als Quelle eines Privilegs, sondern als unterbewertetes globales öffentliches Gut.

Das Ende des US-Dollar-Standards

„*The most dangerous thing in finance is the thing that never, ever moves...until it moves.*

Russell Napier

„*We're consistently inconsistent. It's one of the cornerstones of our success.*

David Tepper

„*Coming together is a beginning, staying together is progress, and working together is success.*

Henry Ford

Der US-Dollar-Standard konnte nur so lange Bestand haben, wie die USA glaubten, dass die Vorteile des Status als Reservewährung die Kosten überwogen. Jahrzehntlang betrachtete Washington diese Vorteile weitgehend als selbstverständlich. Der US-Dollar verankerte das globale Finanzsystem, verschaffte den USA eine beispiellose geopolitische Hebelwirkung und stärkte die USA als zentrale Kraft in der globalen Finanzwelt. In diesem Rahmen wurde die inländische Belastung durch die Absorption ausländischer Ersparnisüberschüsse entweder als beherrschbar angesehen, missverstanden oder als notwendiger Preis dafür behandelt, der Welt ein entscheidendes öffentliches Gut zur Verfügung zu stellen.

Doch dieser Kompromiss hing stets von der Bereitschaft der USA ab, die damit einhergehenden Defizite, den Druck auf die inländischen exportorientierten Sektoren und die wiederkehrende Notwendigkeit zu tolerieren, die schwache Auslandsnachfrage durch eine Kombination aus Ausweitung der Verschuldung des Privatsektors oder Haushaltsdefiziten auszugleichen. Sobald die Belastung groß genug wurde oder deutlich sichtbar wurde, änderte sich die Logik des Systems. **Was lange Zeit als exorbitantes Privileg beschrieben worden war, begann eher wie eine exorbitante Belastung zu wirken.**

Dieser Wandel ist nun in vollem Gange. Es ist nicht so, dass die Kosten plötzlich aufgetaucht wären. Vielmehr sieht ein wachsender Teil des politischen Establishments in den USA das System der US-Dollar-Währung nicht mehr in erster Linie als Quelle eines Privilegs, sondern als ein unterbewertetes globales öffentliches Gut, das andere genutzt haben, während sie die Last der Anpassung auf die USA abgewälzt haben.

In seiner ersten großen öffentlichen Rede als Vorsitzender des Council of Economic Advisers bezeichnete Stephen Miran den US-Dollar-Standard und den Sicherheitsschirm der USA als globale öffentliche Güter, die die USA dem Rest der Welt zur Verfügung stellen. Seiner Darstellung zufolge halten die USA ihre Märkte offen und ermöglichen es anderen Ländern, ihre inländischen Ungleichgewichte durch den Aufbau von US-Finanzanlagen zu externalisieren, während Überschussländer sowohl vom Sicherheitsschirm als auch vom US-Dollar-System profitieren, ohne selbst einen Beitrag zu leisten. Laut Miran erschwert die Politik in Überschussländern den Übergang von einem exportorientierten Wachstum hin zu einer stärkeren Binnennachfrage. Es sei einfacher, weiterhin Überschüsse zu erzielen, US-Dollar-Forderungen anzuhäufen und die USA das Nachfrageminus auffangen zu lassen.

Mirans Schlussfolgerung lautete: **Wenn freiwillige Zusammenarbeit keine echte Lastenteilung bewirkt, wird das Land, das diese öffentlichen Güter bereitstellt, beginnen, die Instrumente einzusetzen, über die es tatsächlich verfügt, um diese durchzusetzen.** Er verweist auf Zölle, Beschaffungsbedingungen, Investitionsbedingungen und Nutzungsgebühren für offizielle US-Dollar-Bestände. In diesem Rahmen können Überschussländer die Lasten teilen, indem sie ihre Märkte stärker für US-Exporte öffnen, mehr US-Waren und -Dienstleistungen kaufen, ausländische Direktinvestitionen in die US-Industrie verlagern und – was die meisten Beobachter übersehen haben – „*simply writ[ing] checks to Treasury that help us finance global public goods.*“

Eine Lektüre von Mirans *User's Guide to Restructuring the Global Trading System* zeigt zweifelsfrei, was er im Sinn hat.³ Dort skizziert er ein konkretes Instrument: eine Nutzungsgebühr für ausländische offizielle Inhaber von US-Staatsanleihen, die durch Einbehaltung eines Teils der auf diese Bestände gezahlten Zinsen umgesetzt wird.

Die Logik hinter einer Kapitalsteuer besteht darin, dass jedem US-Handelsdefizit ein Kapitalbilanzüberschuss gegenübersteht. Alle im Ausland ausgegebenen US-Dollar müssen entweder zum Kauf von US-Waren und -Dienstleistungen oder zum Kauf von US-Finanzanlagen zurückfließen. Seit Jahrzehnten fließen diese US-Dollar überwiegend über den zweiten Kanal zurück. Ausländische Zentralbanken und Staatsfonds

³ Siehe Stöferle, Ronald (@RonStoeflerle): „THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System“ ist wahrscheinlich das wichtigste Papier, von dem Sie noch nie gehört haben!...“, X, März 2025

haben keine US-amerikanischen Produkte konsumiert. Sie haben Forderungen auf künftige US-Produktion angehäuft. Eine Quellensteuer oder ein ähnliches Instrument zur Steuerung von Kapitalströmen würde diese Entscheidung beeinflussen, indem sie US-Finanzanlagen im Vergleich zum tatsächlichen Kauf von US-Produkten und Investitionen in US-Kapazitäten etwas weniger attraktiv machen würde.

Stablecoins sind die Infrastruktur, die man aufbaut, bevor man den Hebel der Kapitalkontrollen betätigt.

In diesem Zusammenhang betrachtet, lässt sich die Forderung nach einer Nutzungsgebühr am besten als die diplomatische Version eines konkreten Kapitalbilanzinstruments verstehen, das Miran zuvor erörtert hat. Bislang hat die Regierung durch Zölle, Forderungen nach Lastenteilung und Investitionsdruck Schritte in diese Richtung unternommen, aber sie hat noch keine Nutzungsgebühr auf ausländische Bestände an US-Staatsanleihen erhoben oder ausländische Bestände an US-Finanzanlagen direkt besteuert. Diese expliziteren Kapitalflussmaßnahmen bleiben ungenutzt. Doch die Logik der Strategie weist eindeutig in diese Richtung. Das Vorgehen der Regierung in Bezug auf Stablecoins und die Verabschiedung des GENIUS Act deuten darauf hin, dass die Trump-Regierung diesen Weg einschlägt.

Ein Großteil der Verwirrung in diesen Debatten rührt daher, dass die Rolle des US-Dollars als internationale Währung und seine Rolle als Reservewährung so behandelt werden, als seien sie ein und dasselbe. Das sind sie aber nicht. Die Rolle als internationale Währung ist das Rückgrat des globalen Handels und der globalen Finanzen: Rechnungsstellung, Zahlungen, Abwicklung und Sicherheiten. Bei der Rolle als Reservewährung geht es um den Vermögenswert, in dem Länder Nettoforderungen ansammeln, wenn sie anhaltende Überschüsse erzielen und Ersparnisse auf Nettobasis exportieren.

Das ist ein wichtiger Unterschied, denn die Belastung für die USA ergibt sich aus der Rolle des US-Dollars als Reservewährung. Die Politik der Überschussländer drückt die Binnennachfrage im Verhältnis zur Produktion und zwingt diese Länder dazu, Ersparnisse zu exportieren. Diese Nettoersparnisse werden dann zu Nettoforderungen gegenüber den USA, was bedeutet, dass die USA das entsprechende Leistungsbilanzdefizit aufweisen müssen. Das Problem ist nicht, dass der Handel in US-Dollar abgerechnet wird. Es ist vielmehr, dass das System US-Dollar-Vermögenswerte nutzt, um anhaltende globale Ungleichgewichte aufzufangen und zu speichern.

Der beste Vergleich ist jener mit dem Goldstandard. Entscheidend war nicht, dass jeder Gold in gewöhnlichen Alltagsgeschäften verwendete. Entscheidend war, dass Gold die Nettopositionen zwischen den Ländern ausglich. Defizitländer verloren Gold, während Überschussländer es anhäufte. Gold war die Reservewährung, weil es das Instrument war, durch das anhaltende Ungleichgewichte letztlich ausgeglichen wurden.

Stablecoins sollten als Versuch verstanden werden, die Rolle des US-Dollars als internationale Währung von seiner Rolle als Reservewährung zu trennen. Der GENIUS Act schuf einen bundesweiten Rahmen für Zahlungs-Stablecoins, die eins zu eins durch bestimmte liquide Vermögenswerte, darunter US-Dollar und kurzfristige Staatsanleihen, gedeckt sind. Auf den ersten Blick ist dies ein Vorstoß, die Rolle des US-Dollars im Transaktionsgefüge des globalen Systems zu stärken. Wenn Washington jedoch beabsichtigt, das Horten von Währungsreserven stärker zu erschweren – sei es durch Nutzungsgebühren oder andere Kapitalbilanzinstrumente –, dann benötigt es einen Weg, die globale Zahlungsrolle des US-Dollars zu bewahren, ohne die unbegrenzte Anhäufung von Nettoforderungen auf US-Finanzanlagen weiter zu subventionieren. Stablecoins helfen dabei, diese Funktionen zu entflechten. Sie ermöglichen es Nutzern weltweit, weiterhin Transaktionen in US-Dollar durchzuführen, selbst wenn die USA immer weniger bereit sind, die weltweiten Ersparnisüberschüsse in Form von Staatsanleihen ohne Folgen zu absorbieren. Stablecoins sind die Infrastruktur, die man aufbaut, bevor man den Hebel der Kapitalkontrollen betätigt.

„*A strong nation, like a strong person, can afford to be gentle, firm, thoughtful, and restrained.*”
Jimmy Carter

„*Good and bad coin cannot circulate together.*”
Thomas Gresham

„*Money is a matter of functions four: a medium, a measure, a standard, a store.*”
Alfred Milnes

Warum Washington noch nicht direkt gegen Kapitalströme vorgegangen ist

Wenn die Regierung letztendlich beabsichtigt, direkter gegen das Horten von Devisenreserven vorzugehen, stellt sich natürlich die Frage, warum sie dies nicht bereits getan hat.

„Prepare, don't predict.

Anonymous

Der erste Grund ist die Reihenfolge der Maßnahmen. Bevor man eine Steuer auf ausländische US-Dollar-Bestände erheben kann, benötigt man die Stablecoin-Infrastruktur, um eine Überlastung des US-Dollar-Zahlungssystems zu vermeiden. Es ist die „Rohrleitung“, die vorhanden sein muss, bevor die Reserveseite des Systems aggressiver neu bewertet werden kann.

Der zweite Grund ist die Federal Reserve. Instrumente zur Steuerung von Kapitalströmen sind ohne Kooperation der Federal Reserve wesentlich riskanter. Miran bringt dies in seinem „*User's Guide*“ zum Ausdruck, indem er schreibt, dass diese Agenda „requires cooperation from the Fed“, und er merkt an, dass eine solche Zusammenarbeit nicht ungewöhnlich ist, da sich die Federal Reserve in der Währungspolitik seit langem dem Finanzministerium unterordnet und „the details can be worked out through agreements between the two“. Was bisher wahrscheinlich gefehlt hat, ist das Vertrauen, dass Powell diese Absicherung bieten würde, um einen ungeordneten Anstieg der Laufzeitprämie zu verhindern. Deshalb steht der Wechsel an der Spitze der Federal Reserve im Jahr 2026 im Hintergrund von all dem. Powells Amtszeit als Vorsitzender endete vor wenigen Tagen im Mai 2026 und Kevin Warsh übernahm.

„All of humanity's problems stem from man's inability to sit quietly in a room alone.

Blaise Pascal

Nach Warshs Nominierung gab Stanley Druckenmiller ein Interview, in dem er sagte, er sei „really excited about the partnership between him and Bessent“ und dass „having an accord between the Treasury secretary and Fed chair is ideal“. Angesichts der Tatsache, dass sowohl Warsh als auch Bessent zuvor für Druckenmiller gearbeitet haben, lässt sich diese Äußerung kaum als beiläufig abtun. Es ist vielleicht kein Zufall, dass Druckenmiller unmittelbar nach Warshs Nominierung beschloss, öffentlich die Bedeutung einer Übereinstimmung zwischen Finanzministerium und Federal Reserve zu betonen.

Die 6-zu-3-Entscheidung des Supreme Court vom 20. Februar 2026 erhöht zudem die Wahrscheinlichkeit, dass die Regierung Kapitalverkehrskontrollen einsetzt. Mit der Feststellung, dass der *International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA) den Präsidenten nicht ermächtigt, Zölle zu erheben, hat das Gericht einen der flexibelsten Handelshebel der Regierung eingeschränkt. Das macht Kapitalbilanzinstrumente umso wichtiger, um das US-Handelsdefizit umzukehren — zumal dieses die Quelle des zugrundeliegenden Ungleichgewichts bleibt.

Wohin fließen die überschüssigen Ersparnisse?

„When the facts change, I change my mind. What do you do, sir?

John Maynard Keynes

Die USA sind nicht mehr bereit, die weltweiten Ersparnisüberschüsse zu den alten Bedingungen aufzunehmen. Doch die Ersparnisüberschüsse verschwinden nicht einfach. Die Länder verfolgen nach wie vor Investitionswachstumsmodelle, die den Binnenkonsum im Verhältnis zur Produktion unterdrücken, sodass ein Land weiterhin die entsprechende Nachfragerücke auffangen und ein Vermögenswert die daraus resultierenden Forderungen speichern muss.

Eine Möglichkeit besteht darin, dass die Überschussländer die überschüssigen Ersparnisse an der Quelle reduzieren, indem sie das Wachstumsmodell selbst umkehren. Das würde bedeuten, die Haushaltseinkommen zu erhöhen, den Konsum im Verhältnis zur Produktion zu steigern und einen Teil der industriellen Wettbewerbsfähigkeit aufzugeben, die diese Politik eigentlich schaffen sollte. Das ist die richtige langfristige Lösung, politisch jedoch am wenigsten wahrscheinlich.

Eine zweite Möglichkeit besteht darin, die überschüssigen Ersparnisse weiterhin im Inland durch inländische Investitionen zu absorbieren. Doch diese Volkswirtschaften haben die Investitionen bereits über das Maß hinausgetrieben, das die Binnennachfrage rentabel tragen kann. Weitere Investitionen würden die Probleme der Verschuldung, der Überkapazitäten und der Fehlallokation von Kapital, die bereits in Ländern wie China sichtbar sind, nur noch verschärfen.

Eine dritte Möglichkeit besteht darin, ein anderes Land zu finden, das bereit ist, die entsprechenden Defizite zu tragen und die übrigen überschüssigen Ersparnisse der Welt aufzunehmen. Doch hier stößt man schnell an politische Grenzen. Keine große Volkswirtschaft will zum neuen finalen Ausgleicher werden, denn dies würde bedeuten, eine stärkere Währung, einen schwächeren Exportsektor und anhaltende Außenhandelsdefizite in Kauf zu nehmen. Europa wird dies nicht tun. Europäische Politiker mögen gelegentlich so tun, als sei der Status als Reservewährung eine Chance, doch eine Welt, in der Europa die überschüssigen Ersparnisse Asiens aufnimmt, wäre auch eine Welt mit einem viel stärkeren Euro, schwächerer internationaler Wettbewerbsfähigkeit und anhaltenden Handelsdefiziten. Das ist das Gegenteil der Strategie, die Europa und insbesondere Deutschland seit Jahren verfolgen. Auch Japan wird dies nicht tun. Japan hat sich jahrzehntelang gegen den Zufluss ausländischen Kapitals gewehrt und seine Position als Nettokapitalexporteur bewahrt. China ist noch weniger plausibel. China wird es nicht akzeptieren, die erforderlichen Handelsdefizite einzugehen, da dies seine inländische Wettbewerbsfähigkeit untergraben und seine Überkapazitäts- und Schuldenprobleme verschärfen würde. Die Schwellenländer sind zu klein, zu volatil und institutionell zu instabil. In der Praxis gibt es keinen offensichtlichen Ersatz für die USA als globalen Absorber.

Damit bleibt das Problem der Vermögenswerte. Selbst wenn kein Land bereit ist, den Nachfragemangel im bisherigen Umfang aufzufangen, müssen die überschüssigen Ersparnisse dennoch in irgendeiner Form gehalten werden. Bis vor kurzem lautete die Standardantwort: US-Dollar-Vermögenswerte, vor allem Staatsanleihen, aber auch Agency-Anleihen, Unternehmensanleihen und Aktien. Diese Option verschwindet nicht über Nacht, aber sie ist nicht mehr reibungslos. Zölle, Drohungen mit Kapitalflussbeschränkungen, Vorschläge für Quellensteuern und die allgemeinen Signale der Trump-Regierung weisen alle in dieselbe Richtung. US-Vermögenswerte sind nicht mehr nur ein neutraler Parkplatz für überschüssige Ersparnisse. Sie bergen zunehmend politische Risiken, potenzielle Steuerrisiken und – nach dem Einfrieren der Reserven der russischen Zentralbank im Jahr 2022 – offensichtliche Sanktionsrisiken.

Wenn kein Land die Defizite auffangen will und US-Vermögenswerte politisch belastet werden, bleibt Gold als naheliegende Alternative für Reservewährungen. Gold löst zwar nicht das zugrunde liegende globale Ungleichgewicht der Nachfrage. Und es bringt Überschussländer nicht dazu, mehr zu konsumieren, noch schafft es einen neuen Restabsorber, aber es löst das Problem der Reservewährungen. Gold birgt kein Gegenparteirisiko. Auf der anderen Seite der Forderung steht keine ausländische Regierung, die diese einfrieren, mit Sanktionen belegen, besteuern oder Nutzungsgebühren für das Privileg des Besitzes erheben könnte. Es kann nicht in der Weise als Waffe eingesetzt werden, wie US-Dollar-Reserven gegen Russland als Waffe eingesetzt wurden, und es hängt nicht von den politischen Entscheidungen des Landes ab, das die Verbindlichkeiten ausgibt.

Die Zentralbanken haben dies bereits erkannt. Seit dem Einfrieren der russischen Reserven haben die offiziellen Goldkäufe stark zugenommen. Doch der Grund dafür geht über eine einfache Absicherung gegen Sanktionen hinaus. Die großen Überschusswirtschaften der Welt generieren nach wie vor enorme Mengen an Überschussersparnissen. Der Goldmarkt ist im Vergleich zum Markt für US-Staatsanleihen winzig. Das bedeutet, dass selbst eine teilweise Umleitung der strukturellen Reservenachfrage weg von Staatsanleihen hin zu Gold einen überproportionalen Effekt auf den Goldpreis haben kann.

Deshalb hat sich Gold zunehmend von den alten Makromodellen abgekoppelt, die es eng an Realzinsen, Liquidität oder die nächste Sitzung der Federal Reserve bänden. Diese Faktoren trieben den Goldpreis an, als sich das globale Handelssystem noch

” *If you get on the wrong train, get off at the nearest station; the longer it takes you to get off, the more expensive the return trip will be.*

Japanisches Sprichwort

” *The art of investment is the discipline of inaction in the absence of a good opportunity, but aggressive action when one is identified.*

Li Lu

” *Central Banks buy gold, they don't buy gold stocks.*

Rick Rule

Absorbiert Gold, was der US-Dollar nicht mehr aufnimmt?

„*Gold is not everything, but everything needs gold.*“
Russisches Sprichwort

darum drehte, dass die USA ihre Rolle als Restabsorber bereitwillig akzeptierten. Diese vierzigjährige Vereinbarung wird nun neu verhandelt, und Gold absorbiert das, was der US-Dollar nicht mehr aufnimmt.

Sollte die Trump-Regierung von indirekten Signalen zu direkten Maßnahmen zur Steuerung der Kapitalströme übergehen, wird die Botschaft, dass US-Staatsanleihen kein neutraler Parkplatz für überschüssige Ersparnisse mehr sind, deutlich. An diesem Punkt dürfte sich der Anreiz für einen Umstieg auf Gold verstärken. Je deutlicher die USA damit drohen, die Hortung von Währungsreserven neu zu bewerten oder einzuschränken, desto stärker wird der Ansturm auf Gold werden.

Gold im neuen Regime

Dieser strukturelle Wandel ist langfristig enorm bullisch für Gold. Er verändert aber auch die Art und Weise, wie Gold gehandelt wird.

Im bisherigen Regime waren die wichtigsten Treiber für Gold die Realzinsen, die Volatilität und die Liquidität. Gold profitierte, wenn die Realrenditen fielen, die makroökonomische Volatilität stieg oder wenn Anleger begannen, sich Sorgen über monetäre Instabilität zu machen. Diese traditionellen Faktoren spielen auch heute noch eine Rolle und können weiterhin unterstützend wirken. Doch sie reichen allein nicht mehr aus, um Gold zu verstehen.

Nach dem Einfrieren der russischen Reserven im Jahr 2022 wurde Gold zunehmend als neutrale Reservewährung in einem System gehandelt, in dem die alte Reservewährung politisch an Bedingungen geknüpft worden war. Sobald US-Dollar-Reserven eingefroren oder anderweitig von geopolitischen Entwicklungen abhängig gemacht werden konnten, musste der Markt die einzige große Reservewährung ohne Gegenparteirisiko neu bewerten. Das war der Moment, in dem Gold aufhörte, nur eine Absicherung innerhalb des Systems zu sein, und begann, die neutrale Reservewährung außerhalb des Systems zu werden.

Gold (lhs, log), und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

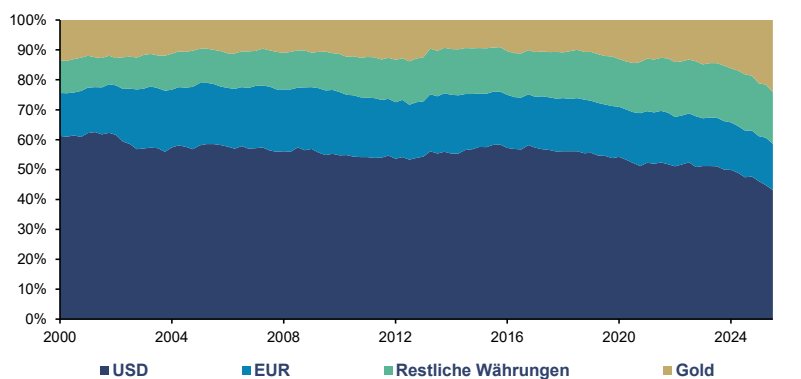
incrementum

„*It is the mark of a truly intelligent person to be moved by statistics.*“
George Bernard Shaw

Die Daten bestätigen diesen Wandel. Gold hat den Euro als zweitwichtigste Reservewährung der Welt überholt, während der Anteil des US-Dollars an den zugewiesenen Devisenreserven weiter zurückgegangen ist. Arslanalp, Eichengreen und Simpson-Bell zeigen in „*Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?*“, dass der Anteil von Gold an den Reserven, gemessen am Marktwert, im Zeitraum 2021–24 in den Industrieländern von 17 % auf 25 % und in den Schwellen- und

Entwicklungsländern von 7 % auf 10 % gestiegen ist. Sie zeigen zudem, dass die in Unzen gemessenen Goldbestände weiter gestiegen sind, dass die Zahl der Zentralbanken, die mindestens eine Tonne gekauft haben, seit 2008 in fast jedem Jahr die Zahl der verkaufenden Zentralbanken überstieg und dass keine Zentralbank einer fortgeschrittenen Volkswirtschaft seit dem Auslaufen des *Central Bank Gold Agreement* im Jahr 2019 nennenswerte Mengen an Gold verkauft hat. Sie belegen ferner, dass die Goldbestände bei der New Yorker Federal Reserve und der Bank of England zurückgegangen sind, da immer mehr Länder ihre Reserven zurückführen – unter anderem, weil im eigenen Land gehaltenes Gold schwerer zu sanktionieren oder einzufrieren ist.

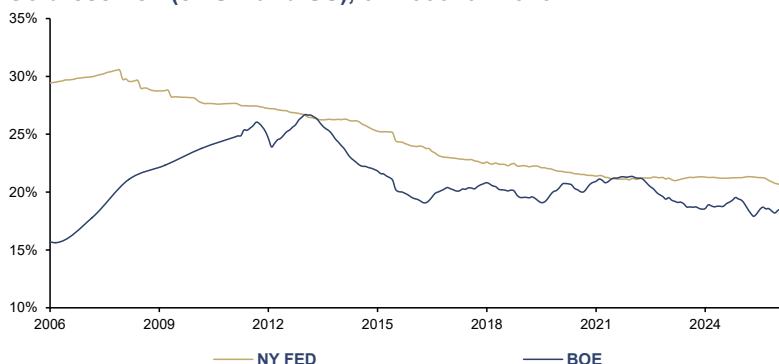
Zusammensetzung der globalen Gesamtreserven, 2000–Q3/2025



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



Gold-Verwahrbestände bei der BoE und NY Fed, in % der globalen Goldreserven (ex UK und US), 01/2006–02/2026



Quelle: BoE, Federal Reserve Board, IWF, Incrementum AG



Selbst die allgemeineren Daten zur Goldnachfrage weisen in dieselbe Richtung. Nach Angaben des World Gold Council erreichte die Gesamtnachfrage nach Gold im Jahr 2025 mit 5.002 t einen historischen Höchststand. Die Investitionsnachfrage erreichte einen Rekordwert von 2.175 t. Die Zentralbanken fügten weitere 863 t hinzu und setzten damit die nun schon mehrere Jahre andauernde, extrem starke Kaufaktivität des öffentlichen Sektors fort.

Bemerkenswert ist nicht nur die Höhe der Nachfrage, sondern ihre Zusammensetzung. Sie passt zu einer Welt, in der Gold nicht nur als taktische Absicherung, sondern als strategischer Wertspeicher angehäuft wird – in einem System, in dem traditionelle Reserveanlagen politisch immer unsicherer geworden sind.

” *Capital flees from hostility to surety. That is what capital has always done, and that is what capital will always do.*

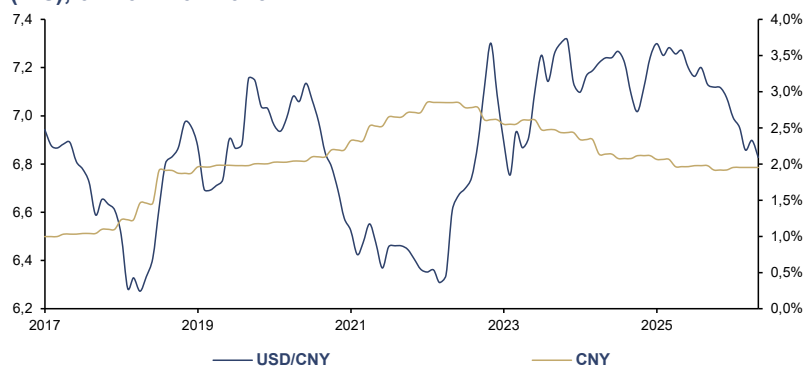
Dennis Gartman

„Capital will always go where it's welcome and stay where it's well treated... Capital is not just money. It's also talent and ideas.

Walter Wriston

Unterdessen hat sich die am häufigsten genannte staatliche Alternative zum US-Dollar in die falsche Richtung entwickelt. Der Anteil des chinesischen Renminbi an den weltweiten Währungsreserven erreichte in Q1/2022 mit 2,84 % seinen Höchststand und ist seitdem auf 2,1 % gesunken, wobei er in fast jedem Quartal rückläufig war. Selbst nach Bereinigung um Wechselkurseffekte ist der Trend rückläufig. Arslanalp und Eichengreen stellen in ihrem Artikel „Our Underappreciated International Reserve System“ fest, dass geopolitische Risiken und geringere relative Renditen die Länder dazu veranlassen, ihre Renminbi-Bestände abzubauen. Mehrere europäische Zentralbanken, darunter Belgien, die Tschechische Republik, Portugal und die Schweiz, haben ihre Renminbi-Reserven im Zeitraum 2022–24 aktiv reduziert. China unterhält umfassende Kapitalkontrollen, die den ausländischen Besitz inländischer Vermögenswerte einschränken. Eine Reservewährung, die nicht frei erworben oder repatriiert werden kann, ist keine ernstzunehmende Reservewährung. Das bestätigen nun auch die Daten.

USD/CNY (lhs), und CNY, in % der globalen Währungsreserven (rhs), 01/2017–04/2026



Quelle: IWF, LSEG, Incrementum AG



„It is the dog that didn't bark in the night.

Arthur Conan Doyle

Doch offizielle Reservedaten erfassen nur einen Teil dessen, was tatsächlich geschieht. Ein Grund, warum viele Analysten diese Verschiebung unterschätzen, ist, dass sie sich zu sehr auf die Reservebestände der Zentralbanken konzentrieren. Beim Status als Reservewährung geht es nicht nur darum, was in den COFER-Konten (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) angeführt ist. Es geht darum, welche Vermögenswerte der Rest der Welt als Nettoforderungen gegenüber anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen hält. Diese Forderungen können in der Bilanz einer Zentralbank, eines Staatsfonds, einer staatlichen Bank, eines Pensionsfonds, eines Lebensversicherers oder eines privaten Unternehmens stehen. Für das Leistungsbilanzdefizit der USA macht es keinen Unterschied, ob diese Forderungen als offizielle Reserven bei einer Zentralbank gehalten werden oder in der Bilanz eines taiwanesischen Lebensversicherers stehen. Deshalb unterschätzt die Fokussierung auf den Aufbau offizieller Reserven tatsächlich die reale Nachfrage nach Reservevermögen.

„The moral is that in trading it's important to examine the situation from as many angles as possible because your initial impulses are probably going to be wrong.

Jeff Yass

Wenn die reservegetriebene Nachfrage zum dominierenden marginalen Treiber für Gold geworden ist, ist damit nicht nur die Reserveakkumulation im engen Sinne der Zentralbanken gemeint, sondern der breitere Pool ausländischer Ersparnisse, der nach einer Wertanlage außerhalb des US-Dollar-Systems sucht. Ein Teil dieser Nachfrage ist offiziell. Ein Teil ist quasi-offiziell. Ein Teil ist privat. **Der Punkt ist, dass ein größerer Teil der weltweiten Überschussersparnisse nach neutralen Vermögenswerten sucht, und Gold wird zunehmend zum Ziel dieser Ströme, wenn die alten Reservewährungen politisch belastet werden.**

Deshalb kann sich das Wachstum der offiziellen Reserven verlangsamen, auch wenn die strukturelle Nachfrage nach Reservewährungen intakt bleibt. Die Kapitalbilanz setzt sich sowohl aus offiziellen als auch aus privaten Kapitalströmen zusammen. Wenn die Renditen in den USA attraktiv sind, fließt privates Kapital oft von selbst aus den Überschussländern in die USA. In solchen Phasen müssen ausländische Zentralbanken ihre Reserven nicht so aggressiv aufbauen, da der private Sektor das Kapital

bereits exportiert. Wenn private Kapitalströme nachlassen oder sich umkehren, können Zentralbanken wieder eingreifen und sie durch offizielle Ströme ersetzen. Diese Rotation haben wir wiederholt beobachtet. Die Mischung aus privaten und offiziellen Kanälen ändert sich, aber der zugrunde liegende Treiber ist der Überschuss selbst. Die Nachfrage nach Reservewährungen bleibt strukturell unelastisch, da der Überschuss weiterhin durch Forderungen gegenüber anderen gedeckt werden muss. Gold ist nun zunehmend eine der Anlagen, die diese Forderungen absorbieren.

Die globalen Ungleichgewichte sind heute größer als unter Bretton Woods – der Anteil des Goldes an den Reserven ist kleiner.

Wie sich Gold im neuen Regime entwickelt

Eine wichtige Folge des neuen Regimes ist, dass sich Gold wahrscheinlich prozyklischer verhalten wird. Wenn die Goldnachfrage zunehmend von der Notwendigkeit getrieben wird, überschüssige Ersparnisse außerhalb traditioneller Reserveanlagen zu lagern, wird sie enger mit der Entstehung dieser Ersparnisse verknüpft, die eine Funktion von Wirtschaftswachstum, Exporteinnahmen und Handelsüberschüssen ist. Wenn die Weltwirtschaft wächst und Überschussländer hohe Überschüsse erzielen, steigen ihre überschüssigen Ersparnisse und die Goldakkumulation beschleunigt sich. Wenn diese Überschussbildung gestört wird, kann die Nachfrage nachlassen oder sich umkehren.

Die Preisentwicklung bei Gold nach der Sperrung der Straße von Hormus ist ein gutes Beispiel dafür. Steigende geopolitische Risiken, steigende Inflation und zunehmende Volatilität wären unter dem alten Regime nahezu ideal für Gold gewesen. Stattdessen kam es jedoch zu einem Ausverkauf von Gold. Genau diese Art von Bewegung verwirrt Anleger, die den Markt noch nach den alten Maßstäben lesen, ergibt aber im neuen Reserve-Regime vollkommen Sinn.

” *The most ironic outcome is the most likely.*

Elon Musk

Die Länder des Golf-Kooperationsrats (GCC) gehören zu den weltweit größten Haltern von Währungsreserven und zu den aktivsten Goldkäufern. Wenn die Exporteinnahmen stark beeinträchtigt werden, müssen sie möglicherweise Reserven liquidieren, um ihre fiskalischen Verpflichtungen zu decken, und Gold ist einer ihrer liquiden Vermögenswerte. Es bedarf nicht einmal einer massiven Liquidation, um den Goldpreis zu schwächen. Es reicht bereits aus, wenn die Nachfrage wegfällt. Sobald der Markt erkennt, dass eine wichtige Quelle der Reserveanhäufung ins Stocken geraten ist oder sich umgekehrt hat, kommt es zu einer Neubewertung.

Es gibt auch offensichtliche Effekte zweiter Ordnung. China ist der weltweit größte Ölimporteur. Ein großer Energieschock verlangsamt das chinesische Wachstum und schmälert die chinesischen Überschüsse, was wiederum den Aufbau chinesischer Reserven verlangsamt. Der gleiche Schock wirkt sich auf Korea, Taiwan, Japan, die Türkei und den Rest des Überschuss-Asiens aus.

Wenn Länder gezwungen sind, ihre Währungen zu verteidigen oder Budgetdefizite zu decken, greifen sie auf ihre Reserven zurück. Die türkische Zentralbank (TCMB) verkaufte und verswappte in den zwei Wochen nach Ausbruch des Iran-Kriegs rund 60 t Gold im Wert von über 8 Mrd. USD – davon etwa 22 t als Outright-Verkäufe und 34 bis 36 t über Gold-gegen-Devisen-Swaps in London. Die Goldreserven der TCMB fielen in einer einzigen Woche **um knapp 70 t auf rund 702,5 t**, der größte Wochenrückgang seit August 2018. Reuters, Bloomberg und Metals Focus bringen diese Schritte direkt mit den Bemühungen in Verbindung, die Lira zu stützen und die Folgen des Energieschocks aus dem Iran-Krieg abzufedern.

Gleichzeitig zeigen Daten der Federal Reserve, dass die von offiziellen Institutionen bei der New Yorker Federal Reserve verwahrten US-Staatsanleihen zwischen Februar und März 2026 um 82 Mrd. USD zurückgingen. Brad Setser vom Council on Foreign Relations dokumentierte, dass dies reale Verkäufe durch Öl importierende Länder widerspiegelte, die ihre Reserven abbauten, um zu verhindern, dass ihre Währungen den Energieschock verstärken. Wenn diese Länder Staatsanleihen verkaufen, um ihre Währungen zu verteidigen, verkaufen sie entweder direkt Gold oder ziehen zumindest die anhaltende Nachfrage zurück, die sie in den letzten Jahren auf Gold ausgeübt haben.

Mit anderen Worten: Der Regimewechsel macht Gold empfindlicher gegenüber dem globalen Überschusszyklus, als viele Anleger erkennen.

» *Think big. If you're going to be thinking anyway, you might as well think big.*

Donald Trump

Das schwächt jedoch nicht die langfristigen strukturellen Argumente. **Gold kehrt zu der Rolle zurück, die es einst unter dem Goldstandard und Bretton Woods spielte: als Reservewährung, die hilft, anhaltende internationale Ungleichgewichte auszugleichen.** Der Unterschied besteht darin, dass in diesen früheren Systemen der Goldpreis festgesetzt war. Die Anpassung erfolgte über die Geldmenge, die inländischen Kreditbedingungen, die Inflation in Überschussländern und die Deflation in Defizitländern. Heute schwankt der Goldpreis. Das bedeutet, dass die Anpassung im Goldpreis selbst erfolgt. Dies macht Gold volatil und zeitweise prozyklischer, als es unter einem Reserve-Regime mit festem Preis war.

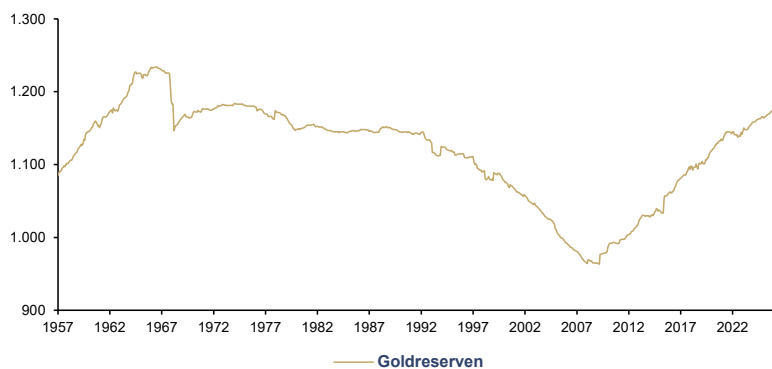
» *I swing big, with everything I've got. I hit big or I miss big.*

Babe Ruth

Und doch ist es genau das, was den Regimewechsel für Gold so bullisch macht. Wenn Gold zunehmend wieder in eine Reservefunktion gedrängt wird, nun aber unter einem frei schwankenden Preis, muss der Ausgleich der globalen Sparströme über die Bewertung erfolgen. Die heutigen globalen Ungleichgewichte sind viel größer als unter Bretton Woods oder dem klassischen Goldstandard, während Gold nach wie vor einen viel geringeren Anteil an den Reserven ausmacht als in früheren Epochen. Bei den aktuellen Preisen ist Gold eine zu kleine Anlageklasse, um die Rolle zu übernehmen, die US-Staatsanleihen und Agency-Anleihen gespielt haben. Wenn Gold einen größeren Anteil der globalen Reserve-Nachfrage absorbieren soll, muss der Preis erheblich steigen.

Daten des IWF sowie von Arslanalp, Eichengreen und Simpson-Bell zeigen, dass die offiziellen Goldbestände wieder in Richtung früherer Höchststände geklettert sind, doch der Anteil von Gold an den gesamten offiziellen Reserven bleibt weit unter den in früheren Jahrzehnten üblichen Niveaus. **Mit anderen Worten: Es gibt noch erheblichen Spielraum für eine Umschichtung.**

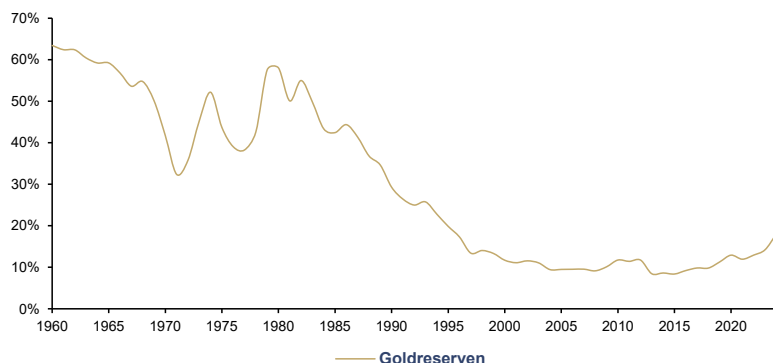
Globale Goldreserven, in Moz, 01/1957–02/2026



Quelle: IWF, Incrementum AG

 incrementum

Goldreserven, in % der globalen Gesamtreserven, 1960–2024



Quelle: Weltbank, Incrementum AG



Und selbst das unterschätzt die Verschiebung, denn die Rolle von Gold beschränkt sich nicht auf offizielle Reserven. **Gold wird zunehmend genutzt, um sowohl öffentliche als auch private Ersparnisse auszugleichen, die nach einer neutralen Wertanlage außerhalb des US-Dollar-Systems suchen.**

Die langfristigen bullischen Argumente für Gold sind viel stärker als die älteren Argumente, mit denen der Besitz von Gold früher oft begründet wurde. Die alten Argumente waren meist zyklischer Natur. Kaufen Sie Gold, wenn die Realrenditen fallen, die Inflation steigt, die Volatilität zunimmt oder als Absicherung gegen die Geldschöpfung der Zentralbanken. Diese Argumente sind nach wie vor relevant und können zusätzlich wirken. Die Reservetheorie ist jedoch struktureller Natur. Der Goldpreis ist in diesem Umfeld an die anhaltende Erzielung von Überschüssen und die Diversifizierung der Reserven weg vom US-Dollar gekoppelt. Das ist ein weitaus stärkerer Rückenwind. Auf kürzere Sicht wird sich Gold jedoch im Einklang mit dem globalen Wachstumszyklus bewegen – und zwar auf eine Weise, die Anleger verwirren wird, die sich noch an den alten Mustern orientieren.

” *Patience is the companion of wisdom.*

Saint Augustine

Auf dem Weg zu einer neuen Reservearchitektur

Der Ausverkauf von Gold nach der Sperrung der Straße von Hormus verdeutlicht die Grenzen der Nutzung von Rohstoffen als Reservevermögen. Ihre Preise können genau dann fallen, wenn Reserven am dringendsten benötigt werden. Das gilt offensichtlich für Energie- und Industrierohstoffe. Aber es trifft nun zunehmend auch auf Gold zu. Gold galt früher als antizyklisch, doch im neuen Reserve-Regime wird es ebenfalls prozyklisch.

” *Financial history does not necessarily give us the right answers, but it gives us the right questions.*

Russell Napier

Staatsanleihen sind in einem wichtigen Punkt strukturell bessere Reserveanlagen. Ihr Preis wird durch den erwarteten Verlauf der künftigen Leitzinsen bestimmt und nicht nur durch Reserveströme. Bei einer Wachstumsverlangsamung, wenn Reserven tatsächlich liquidiert werden müssen, sinken die erwarteten Leitzinsen in der Regel, während die Anleihekurse steigen. Das macht Staatsanleihen zu weitaus stabileren Liquidationsanlagen als Rohstoffe. Gold verfügt nicht über diesen Anker. Sein Preis ist weitaus stärker von Strömen und der Entwicklung der Reservenachfrage selbst abhängig.

Das Problem mit Staatsanleihen als Reservewährung besteht darin, dass sie von jemandem ausgegeben werden müssen. Wenn, wie bereits erwähnt, die Staatsschulden eines Landes zur weltweit wichtigsten Reservewährung werden, muss dieses Land die entsprechenden Leistungsbilanzdefizite aufweisen, die zur Deckung dieser Forderungen

Gold gewinnt nicht, weil es perfekt ist. Gold gewinnt, weil alle Alternativen schlechter sind.

erforderlich sind. Das ist der grundlegende Mangel des US-Dollar-Standards. Er bietet der Welt zwar eine hochliquide und relativ stabile Reservewährung, jedoch nur, indem er den Emittenten zwingt, ausländische Ersparnisüberschüsse aufzunehmen und chronische Außenhandelsdefizite zu tragen. Staats-

anleihen sind für den Inhaber vorteilhaft, verursachen jedoch Probleme für den Emittenten der Reservewährung.

Gold hat das gegenteilige Problem. Es erfordert kein Defizitland, um es auszugeben, was genau der Grund dafür ist, dass es in Zeiten geopolitischer Fragmentierung so attraktiv wird. Aber im Gegensatz zu Staatsanleihen fehlt ihm ein Leitzinsanker und es ist ein weitaus weniger stabiler Liquidationswert, wenn Reserven tatsächlich benötigt werden.

Gold ist nicht die ideale endgültige Architektur. Doch mangels eines besseren neutralen Reservevermögenswerts wird es ohnehin in diese Rolle gedrängt.

„How wonderful that we have met with a paradox. Now we have some hope of making progress.

Niels Bohr

Gold mag in Zeiten der Unordnung die beste verfügbare Reservewährung sein, aber es ist unwahrscheinlich, dass es die dauerhafte Grundlage eines stabilen globalen Systems bildet. Eine Reservewährung, die gerade dann volatil und prozyklischer wird, wenn Reserven am dringendsten benötigt werden, dürfte kaum die endgültige Lösung sein. Aber auch ein System, das auf den Staatsanleihen eines einzigen Landes basiert, ist keine Lösung, da dies lediglich die Emittentenlast wiederherstellt, die im Zentrum des US-Dollar-Standards steht. Wenn sich die Welt nicht auf Gold einigen und nicht zu einem Standard auf der Grundlage von Staatsanleihen eines einzigen Landes zurückkehren kann, wird im Laufe der Zeit der Druck auf eine ausgehandelte multilaterale Architektur zunehmen.

„Difference is of the essence of humanity. Difference is an accident of birth and it should therefore never be the source of hatred or conflict. The answer to difference is to respect it.

John Hume

Letztendlich dürfte sich die Welt auf etwas zubewegen, das Keynes' Bancor-Vorschlag ähnelt, den er in Bretton Woods vorlegte, der jedoch keine Akzeptanz fand. Keynes' Idee war eine *Internationale Clearing-Union*, in der Länder Netto-Ungleichgewichte in einer supranationalen Einheit, dem Bancor, ausgleichen würden. Defizitländer hätten Zugang zu Überziehungskrediten, doch die Last der Anpassung würde nicht allein auf ihnen lasten. Länder mit anhaltenden Überschüssen würden ebenfalls Gebühren für übermäßige Guthaben zahlen müssen, was ihnen einen Anreiz geben würde, mehr zu importieren, die Nachfrage zu recyceln oder ihre Überschüsse auf andere Weise zu reduzieren. Keynes erkannte, dass ein stabiles Reservesystem nicht funktionieren kann, wenn nur Defizitländer zu Anpassungen gezwungen werden, während Überschussländer unbegrenzt Forderungen anhäufen dürfen. Beim Bancor-Plan ging es nicht nur darum, eine neue Reservewährung zu schaffen. Es ging darum, ein System zu schaffen, das globale Ungleichgewichte verringert und damit die Notwendigkeit der Anhäufung von Reservewährungen von vornherein reduziert.

Doch eine solche Lösung ist wahrscheinlich noch in weiter Ferne. **Die Geschichte zeigt eindeutig, dass Übergänge zwischen globalen Währungssystemen von Natur aus chaotisch verlaufen.** In der Zwischenkriegszeit gab es wiederholte Bemühungen, die internationale Stabilität wiederherzustellen, von Brüssel und Genua bis nach Genf und London, doch die Länder konnten sich nicht einmal darauf einigen, was schiefgelaufen war. Einige machten starre Wechselkurse dafür verantwortlich. Andere gaben unzureichenden Goldreserven, Kriegsschulden oder Handelsbarrieren die Schuld. Selbst das Dreiparteienabkommen von 1936, das oft als der größte kooperative Erfolg der Zwischenkriegszeit angesehen wird, war in Wirklichkeit nur ein begrenzter Versuch, wettbewerbsorientierte Abwertungen zu stoppen. Wenn schon die bloße Vereinbarung, sich nicht aktiv gegenseitig zu schaden, als Durchbruch gilt, zeigt dies, wie tief die Zusammenarbeit gesunken war.

„When all think alike, then no one is thinking.

Walter Lippmann

Das gleiche Muster dürfte sich wiederholen, wenn sich der US-Dollar-Standard auflöst. Die Länder sind sich über die Diagnose des Problems nicht einig. Einige betrachten große Handelsungleichgewichte nach wie vor als natürliches Ergebnis komparativer Vorteile oder als ein Problem, das die Defizitländer selbst lösen müssen. Andere sehen

darin zu Recht das Ergebnis innerstaatlicher Verzerrungen in den Überschussländern, die das alte US-Dollar-System bereit war zu absorbieren. Solange sich die Länder grundlegend über die Ursache des Problems uneinig sind, werden koordinierte Lösungen schwierig bleiben.

Wer mit der alten Landkarte navigiert, dem erscheint jeder Regimewechsel als Chaos.

Die nächste Phase dürfte chaotisch verlaufen. Die Länder haben ihre Wirtschaftsmodelle auf den Export in die USA ausgerichtet, während der US-Dollar-Standard es den USA ermöglichte, anhaltende Defizite zu verzeichnen. Wenn die USA nicht mehr bereit sind, diese Rolle zu den alten Bedingungen zu spielen, werden diese Länder zunehmend miteinander um die begrenzte Auslandsnachfrage konkurrieren. Es könnte schließlich zu einer Zusammenarbeit kommen, und möglicherweise wird irgendwann eine neue Architektur geschaffen. Die Geschichte zeigt jedoch, dass beides erst nach einer schmerzhaften Phase der Unordnung, gescheiterter Verhandlungen und sich verschärfender nationaler Reaktionen eintritt.

Fazit

Der US-Dollar-Standard geht zu Ende, weil die USA nicht mehr bereit sind, die Rolle des finalen Ausgleichers zu spielen und anhaltende Defizite zu verzeichnen, damit der Rest der Welt seine überschüssigen Ersparnisse in US-Vermögenswerten anlegen kann.

Dennoch verfolgen die Länder nach wie vor eine Politik, die den Konsum besteuert, die Produktion subventioniert und Überschussersparnisse generiert, die irgendwo angelegt werden müssen. Da US-Vermögenswerte zunehmend an politische Bedingungen geknüpft und als Standardanlageziel weniger zuverlässig werden, füllt Gold diese Lücke zunehmend aus. Nicht, weil die Welt sich für ein neues Währungssystem entschieden hat, und nicht, weil Gold ein perfektes Reservevermögen ist, sondern weil es keine bessere Alternative gibt.

Infolgedessen wird der Goldpreis zunehmend von der Nachfrage nach Reserven bestimmt werden und nicht mehr nur von der alten Mischung aus Realzinsen, Volatilität und Liquidität. Gold wird nicht mehr nur als Absicherung innerhalb des US-Dollar-Standards gehandelt. Es wird zunehmend als der Vermögenswert gehandelt, der die Ersparnisse aufnimmt, die das US-Dollar-System immer weniger bereit ist aufzunehmen.

Irgendwann wird sich eine neue Architektur herausbilden. Doch die dürfte noch lange auf sich warten lassen. Zwischen dem Zusammenbruch des Goldstandards und Bretton Woods lagen 20 Jahre und zwei Weltkriege. Bis ein neues System aufgebaut ist, ist Gold der einzige bedeutende Vermögenswert, der diese Rolle ausfüllen kann.

Regimewechsel sind nur für diejenigen verwirrend, die noch die alte Landkarte benutzen. Dowding hatte die Natur der Luftabwehr grundlegend verändert, doch die Kommandeure der Luftwaffe erkannten diesen Wandel nicht und schickten weiterhin Piloten in eine Schlacht, die sie nicht mehr verstanden. Die Preisentwicklung bei Gold sendet derzeit dasselbe Signal. Anleger, die sie weiterhin mit dem alten Denkmodell interpretieren, werden den Markt weiterhin als verwirrend empfinden. Es liegt an den Anlegern, ihr Modell zu aktualisieren und den Fehler zu vermeiden, den letzten Krieg zu kämpfen.⁴ ■

„When the ship has sunk, everyone knows how she could have been saved.“

Italienisches Sprichwort

„Politicians, like generals, have a tendency to fight the last war.“

John Bolton

„Things should be made as simple as possible, but not simpler.“

Albert Einstein

⁴ Siehe „Das neue Gold-Playbook“, In *Gold We Trust*-Report 2024, insbesondere das Kapitel; „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“, In *Gold We Trust*-Report 2024; siehe auch das Kapitel „Der Kollaps des Rohstoff-Betas“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

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.

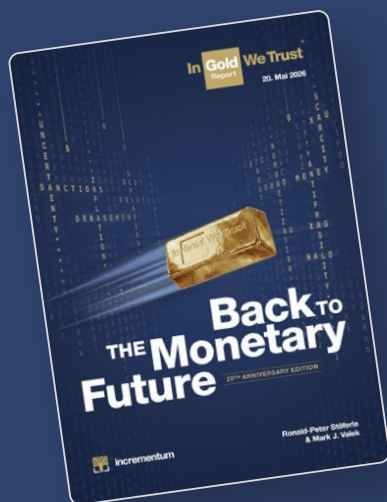




incrementum

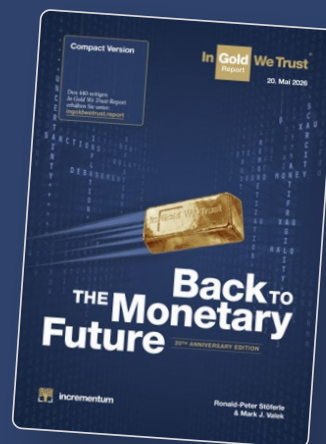
In Gold We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



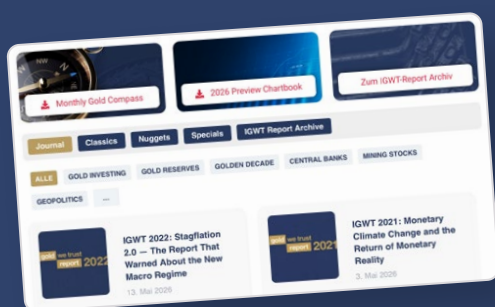
In Gold We Trust-Report 2026

<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 margenstarkes Edelmetallunternehmen, das einen soliden Cashflow aus einem umfangreichen und gut diversifizierten Portfolio an Royalty & Streaming-Beteiligungen in bergbaufreundlichen Ländern erzielt.

www.royalgold.com



Solit

Die SOLIT Gruppe verfügt über mehr als 15 Jahre Erfahrung im Edelmetallmarkt, konnte über 15 Mrd. kumuliertes Handelsvolumen aufweisen und zählt über 500.000 Menschen weltweit zu ihren Kunden.

www.solit-kapital.de



Sprott

Sprott ist ein globaler Vermögensverwalter, der auf Investitionen in Edelmetalle und kritische Rohstoffe spezialisiert ist. Wir bieten Investmentfonds, ETFs und private Strategien an, mit Standorten in Nordamerika und einer Börsennotierung unter dem Tickersymbol „SII“.

www.sprott.com



Tudor Gold

TUDOR GOLD ist ein Explorationsunternehmen für Edel- und Basismetalle, das sich auf die Erschließung seines Projekts Treaty Creek im Golden Triangle von British Columbia (Kanada) konzentriert. Das Projekt zählt zu den bedeutendsten Gold-Kupfer-Entdeckungen der letzten 30 Jahre.

www.tudor-gold.com



U.S. Gold

U.S. Gold Corp. ist ein aufstrebender Gold-Kupfer-Developer mit Sitz in den USA, der auf dem besten Weg ist, über 110.000 Unzen pro Jahr zu produzieren. Das Unternehmen verfügt über ein Weltklasse-Assetportfolio in Wyoming, Nevada und Idaho.

www.usgoldcorp.com



Von Greyerz

Weltweit führend im Bereich Vermögenserhalt für vermögende Privatpersonen (HNWIs) und Family Offices. Wir bieten physisches Eigentum an Gold und Silber in den sichersten privaten Tresoranlagen in der Schweiz und Singapur, eine hauseigene Edelmetall-Handelsabteilung, Logistiklösungen sowie 25 Jahre Erfahrung.

www.vongreyerz.gold

