

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

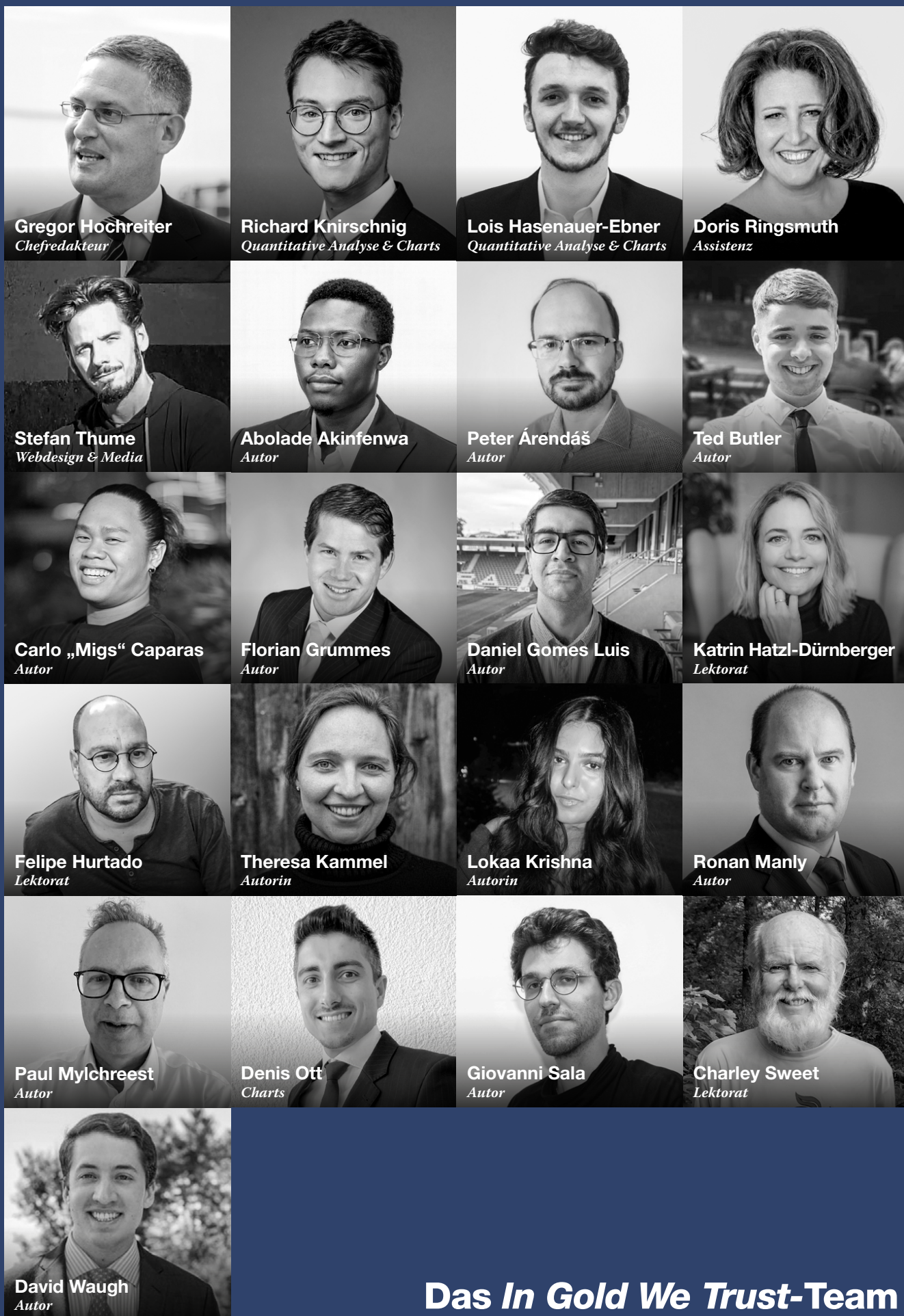
Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung des
In Gold We Trust-Reports 2026



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

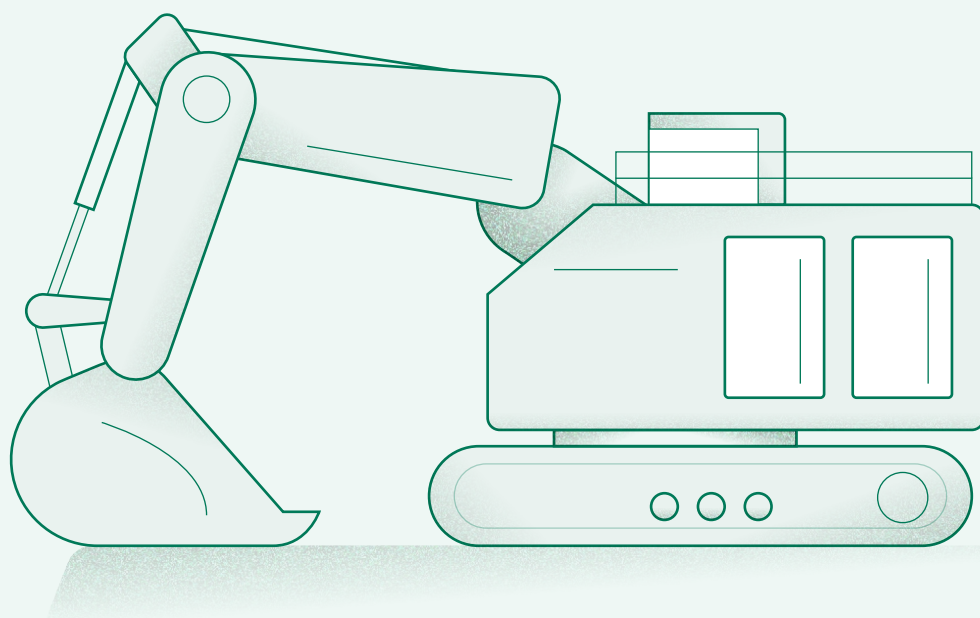
Disclaimer: Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung 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.



Das *In Gold We Trust*-Team

Der Kollaps des Rohstoff-Betas



Key Takeaways

- Rohstoff-Beta – also ein breites Rohstoff-Exposure – eignet sich immer weniger als Knappheitsindikator, denn seit 2020 konzentriert sich die benchmark-relative Outperformance auf eine schrumpfende Zahl von Rohstoffen.
- Im Post-2020-Regime spaltet sich der Rohstoffsektor auf. In Engpassmärkten, d. h. in Märkten, in denen das Angebot nicht rasch skalieren kann, hält die Outperformance an. In Durchsatzmärkten, in denen das Angebot reagieren kann, bleibt die Performance zyklisch und kehrt zum Mittelwert zurück.
- Gold steht als Anker außerhalb des rohstoffübergreifenden Ringens um die beste Performance. Gold fungiert als monetärer Referenzwert, der das Vertrauen und die staatliche Nachfrage in der Bilanz stützt, selbst wenn die Renditeführerschaft in anderen Bereichen des Sektors wechselt.
- Die größten Kursbewegungen werden ausgelöst, wenn eine steigende Nachfrage auf ein träges Angebot trifft. Dünne Investorenbasis, Benchmark-Untergewichtungen und selektive Nachfrageimpulse können dann kleine Schocks in nichtlineare Preisbewegungen verwandeln.

We've under-invested in productive capacity... and we can't arrest that decline in five years.

Rick Rule

Einleitung

In den vergangenen *In Gold We Trust*-Reports haben wir folgenden makroökonomischen Bogen skizziert: Die geldpolitische Glaubwürdigkeit steht unter Druck, die Politik agiert unter strengeren Auflagen, und das globale System wird entlang fiskalischer Voraussetzungen, geopolitischer Präferenzen und Lieferkettennotwendigkeiten immer fragmentierter. Innerhalb dieses Bogens sind die Rohstoffe durch einen spezifischen Mechanismus wieder ins Rampenlicht gerückt: Nachfrageschocks treffen nun auf ein System mit geringen Lagerbeständen, längeren Vorlaufzeiten und einem stärker eingeschränkten Angebot. **Infolgedessen konzentriert sich der Preisdruck zunehmend auf bestimmte Engpässe und nicht mehr auf den gesamten Rohstoffsektor.**

„I'm sure that in 1985, plutonium is available in every corner drugstore, but in 1955, it's a little hard to come by.

Dr. Emmett Brown

Diese Verschiebung verändert für Investoren die Ertragsmöglichkeiten eines Exposures im Rohstoffsektor. Der Rohstoffsektor verhält sich nicht mehr wie ein einzelner makroökonomischer Korb, wie vielfach immer noch angenommen wird. Im Vergleich zu einer breiten Benchmark wie dem *Bloomberg Commodity Index* (BCOM) ist die Partizipation geringer geworden, und die Marktführerschaft hat sich verengt: Auf eine kleinere Gruppe von Märkten entfällt nun ein größerer Anteil der benchmark-relativen Outperformance, d. h. der Outperformance im Vergleich zum Index. Dabei handelt es sich nicht mehr um das klassische Rohstoff-Beta, sondern um das Knappheits-Alpha. Knappheit ist nicht verschwunden, sondern es ist schwieriger geworden, diese Knappheit durch ein Exposure auf Indexebene abzubilden, weil die maßgeblichen Engpässe (*binding constraints*) nun an bestimmten Knotenpunkten (*nodes*) wie der Förderung, dem Transport, der Verarbeitung, der Infrastruktur, den Lagerbeständen oder witterungsabhängigen Produktionszyklen sitzen, anstatt gleichmäßig über den Sektor verteilt zu sein. Wer diese strukturellen Engpässe richtig identifiziert, kann ein Knappheits-Alpha aufbauen und damit die Knappheitsprämie lukrieren – im Gegensatz zum reinen Rohstoff-Beta, das zunehmend enttäuscht.

„The cure for high prices is high prices. The cure for low prices is low prices. It always works.

Jim Rogers

Wir bezeichnen diese Lücke als den Zusammenbruch des Rohstoff-Betas¹: Ein breit gestreutes Exposure ist in einem makroökonomischen Regime, in dem Prämien für den maßgeblichen Engpass anfallen, zu einem schwächeren Proxy für Knappheit geworden. Wir testen diese These, indem wir den Rohstoffsektor als einen Querschnitt gegen BCOM behandeln. Wir interpretieren die daraus resultierende Verengung der Marktführerschaft anhand von zwei unterschiedlichen Angebots-Modi: einerseits

¹ Siehe „Bewertung und Beta des Goldminensektors“, *In Gold We Trust*-Report 2024

Durchsatzsysteme (throughput systems), in denen das lieferbare Angebot innerhalb des betrachteten Zeitraums problemlos erweitert werden kann (= elastisches Angebot), und andererseits *Engpasssysteme (bottleneck systems)*, in denen eine Ausweitung nicht möglich ist (= unelastisches Angebot).

Manche Engpässe lösen sich auf. Andere werden zur Outperformance...

Um diese Muster sichtbar zu machen, nehmen wir drei Analysen vor: 1.) die BCOM-bezogene Performance wichtiger Rohstoffe; 2.) die Erstellung einer Regime-Heatmap, die die relativen Renditen unter verschiedenen makroökonomischen Rahmenbedingungen abbildet; 3.) die Anwendung eines Indikators für Marktführerschaft und Konzentration, der zeigt, wie eng oder breit die Partizipation geworden ist. Zur leichteren Unterscheidung einer überwindbaren von einer mit größerer Wahrscheinlichkeit anhaltenden Knappheit präsentieren wir abschließend eine praktische „Knotenpunkt“-Checkliste.

Aktuell finden sich an einigen Stellen im Rohstoffsektor neuralgische Engpässe.

Der Druck baut sich an bestimmten Punkten in der Metall-, Energie- und Agrarindustrie auf, und die Marktführerschaft ergibt sich sowohl aus dem Ort als auch aus der Dauer der Verknappung. Die Konsequenzen unterscheiden sich fundamental: In Durchsatzsystemen löst sich der Engpass auf, die Marktführerschaft verändert sich. In Engpasssystemen halten hingegen die Knappheitsprämien lange genug an, um eine benchmark-relative Outperformance auszulösen. Der breite Indexkorb bietet zwar weiterhin Diversifikation, verwässert aber zunehmend das Exposure in Engpassmärkten. Das erklärt, warum die Ära nach 2020 von Streuung und Konzentration geprägt ist statt von breiter, einheitlicher Partizipation.

Warum Rohstoffe wieder ins Blickfeld geraten sind

Rohstoffe rücken immer dann in den makroökonomischen Fokus, wenn eine steigende Nachfrage auf niedrige Lagerbestände, lange Vorlaufzeiten und Kapazitätsengpässe trifft. Die 2010er-Jahre waren geprägt von einer disinflationären Flaute und einer raschen Reaktion des Grenzangebots. Seitdem hat sich das Umfeld fundamental verändert. Markträumende Kanäle werden nun zunehmend bestimmt von politischen Restriktionen, Sicherheitsprämien, langsameren Projektzyklen und zunehmender Wettervolatilität: Genehmigungen, Finanzierung, Schifffahrtswege, Verarbeitungskapazitäten, Vorratsaufbau. Wo sich diese Restriktionen verschärfen, konzentriert sich der Preisdruck. Die Marktführerschaft hängt daher davon ab, wo der bindende Engpass sitzt und wie schnell Lagerbestände wieder aufgebaut werden können.

Das makroökonomische Regime: Nachfrageimpulse treffen auf ein beschränktes Angebot

Der Policy-Mix reagiert nun spürbar empfindlicher auf Engpässe. Anhaltende Inflation, höhere Staatsausgaben, Reindustrialisierungsversuche und steigende Investitionsausgaben für die Energiewende erhöhen die Häufigkeit, mit der Nachfrageimpulse auf ein knappes Angebot treffen. Unter diesen Bedingungen hängt die Rohstoffpreisbildung stärker davon ab, wie rasch das Angebot reagieren kann und wie groß die Lagerbestände sind. In Stressphasen werden letztere, gemeinsam mit Reservekapazitäten, zum wichtigsten kurzfristigen Räumungsmechanismus.

Dieses Umfeld verlangt nach einer neuen Portfoliokonstruktion. Gesunkene reale Renditen und anhaltende Inflation erhöhen die Kosten der Bargeldhaltung und langfristiger Vermögenswerte, was die marginale Nachfrage in Richtung liquider Wertaufbewahrungsmittel drängt. Gleichzeitig untergraben die höhere Inflationsvolatilität

„We’ve exited the era of abundance — the 2010s. We’ve shifted into the era of scarcity.

Tyler Rosenlicht

„It’s important to understand that there are environments where stocks do well, bonds do well, and environments where they both do badly.

Ray Dalio

und Verschuldungsrestriktionen die Zuverlässigkeit der Duration als defensives Instrument, was die Relevanz von Exposures mit physischen Beschränkungen und Sicherheitsprämien erhöht.

Das Signal: Gold preist die Opportunitätskosten des Vertrauens wieder ein

Wenn Glaubwürdigkeit und Durationsrisiko neu bewertet werden, zeigen sich die ersten Signale bei jenem Vermögenswert, der dieser Verschiebung am direktesten ausgesetzt ist: Gold. Die Performance von Gold im Verhältnis zu Aktien und langfristigen Anleihen spiegelt die Opportunitätskosten des Vertrauens in durationsbasierte Finanzforderungen wider.

„Government bonds are no longer the foundation of an antifragile portfolio, as they have been for the last 40 years.“

In Gold We Trust-Report 2025

Im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ wird im Kapitel „Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen“ die Wertentwicklung von Gold mit der der wichtigsten Vermögenswerte verglichen, die den Kern des Standardportfolios des vorherigen makroökonomischen Regimes bildeten, insbesondere Aktien und langfristige Anleihen. Dabei wird die Stärke von Gold nicht nur gegenüber durationsbasierten Vermögenswerten hervorgehoben, sondern es werden auch jene Marktphasen identifiziert, in denen Gold besser performt als breite Rohstoffbenchmarks. Dieses Muster spiegelt den Charakter des Regimes wider: Eine höhere Inflationsvolatilität erhöht die Zinsunsicherheit, Schuldenregeln engen den fiskalischen Spielraum ein, und die Bedeutung der Duration als sicherer Hafen nimmt ab. Infolgedessen verlagert sich die Nachfrage auf einen bilanzierbaren Vermögenswert: Gold.

Davon ausgehend rückt die Frage realer Vermögenswerte unweigerlich zurück ins Zentrum der Portfoliokonstruktion. Sobald Glaubwürdigkeit neu bewertet wird, verschiebt sich die Aufmerksamkeit hin zu Assets, die fiskalischem Druck, geopolitischer Unsicherheit und physischen Engpässen ausgesetzt sind. Das wirft eine zentrale Frage für Rohstoffe auf: Wie breit kann die Beteiligung über den Sektor hinweg wirklich werden, wenn sich das makroökonomische Regime verschärft?

Eine breitere Partizipation ist möglich – aber nur unter bestimmten Bedingungen

Eine anhaltende Neubewertung der Glaubwürdigkeit geht häufig mit einer breiteren Partizipation realer Vermögenswerte einher, weil die Lagerbestände sinken und sich die Investitionszyklen verzögern. Dadurch gewinnen physische Angebotsengpässe für die Preisbildung auf einer größeren Anzahl von Märkten an Bedeutung. Diese breitere Partizipation tritt in der Regel ein, wenn der Glaubwürdigkeitsimpuls auf den Rohstoffmärkten die Bilanzenebene erreicht: Die Lagerbestände gehen zurück, die Wiederbeschaffungszyklen verlängern sich, und das Grenzangebot reagiert innerhalb des relevanten Zeitrahmens nicht unmittelbar.

Wir sind dennoch der Auffassung, dass der Spielraum für eine breitere Diversifizierung begrenzt bleibt – durch die Skalierbarkeit des Angebots und die Geschwindigkeit, mit der Systeme Lagerbestände wieder aufbauen können. Benchmark-relative Marktführerschaft wird daher davon abhängen, wo bindende Engpässe auftreten und wie lange sie anhalten.

Wo Engpässe auftreten: Zugangsbeschränkungen, Angebotsträgheit, Witterungsbedingungen

Knappheit wird ungleichmäßig übertragen, wenn die üblichen Anpassungsmechanismen wie (inter-)nationaler Handel, Substitution, Abbau der Lagerbestände und Kapitalinvestitionen

Schocks nicht mehr auffangen können. In einem solchen Fall werden Ungleichgewichte nicht mehr reibungslos über Regionen oder die Zeit hinweg ausgeglichen, sondern an bestimmten Engpässen. Je stärker die Markträumung an bestimmten Orten konzentriert wird, desto weniger verhält sich der Rohstoffmarkt wie ein einheitlicher Makrokorb.

Zugangsbeschränkungen

Die Geopolitik verursacht lokale Knappheiten, indem sie bestimmt, wer Zugang zu Ressourcen bekommt und wer diese in eine wirtschaftlich verwertbare Form weiterverarbeiten darf. Geopolitische Allianzen, Handelspolitik und strategische Prioritäten spielen eine wachsende Rolle bei der Bestimmung der Ressourcenverfügbarkeit, der Lieferketten und der Raffinerungsprozesse. Exportkontrollen, Sanktionsrisiken, Friendshoring und strategische Vorratshaltung erhöhen die Sicherheit. Dadurch wird die Markträumung weg von der Idee globaler Lieferketten und hin zu kontrollierten und kontrollierbaren Knotenpunkten in der Wertschöpfungskette verlagert.

Die politischen Entscheidungsträger verhalten sich bereits so, als ob das Rohstoff-Beta hinfällig wäre. Rohstoffe werden nicht mehr als fungibles Gut behandelt. Stattdessen wird die Politik zunehmend auf bestimmte Materialien und Engpässe hin ausgerichtet. In den USA wird die Bevorratung durch einen jährlichen Materialplan des *Strategic-Material-Programms* der *Defense Logistics Agency* operationalisiert. Dieser legt für jedes Material fest, welche Mengen erworben werden müssen und welche verbraucht werden können. Gleichzeitig veröffentlicht das US-Energieministerium eine *Liste kritischer Mineralien* und eine unterstützende Methodik zur Priorisierung energiekritischer Rohstoffe. Die Botschaft ist eindeutig: Die Planung der Versorgungssicherheit erfolgt jetzt Rohstoff für Rohstoff und nicht mehr pauschal für den gesamten Rohstoffsektor.

In Europa werden ebenfalls einschlägige Gesetze verabschiedet. Die *EU-Verordnung über kritische Rohstoffe* (CRMA) setzt bis 2030 explizite Benchmarks für die gesamte Produktionskette – Ziele für die inländische Gewinnung, Verarbeitung und das Recycling – sowie eine Diversifizierungsobergrenze, die die Abhängigkeit von einem einzigen Nicht-EU-Lieferanten begrenzen soll.

Im Wesentlichen spielen nun Herkunft, Transportweg und Verarbeitungseignung eine wichtige Rolle. Engpässe werden abgesichert, nicht der gesamte Sektor. Dies bestätigt den allgemeineren Punkt: **Knappheit wird jetzt an den Knotenpunkten und nicht mehr über den Index ausgeglichen.**

Angebotsträgheit: Schleppende Projekte, geringe Reservekapazitäten, anhaltende Knappheitsprämien

Die Trägheit des Angebots verstärkt die lokalen Knappheiten. Im Kapitel „*Capex-Comeback?*“ im *In Gold We Trust*-Report 2023 „*Showdown*“ argumentierten wir, dass nach einer langen Phase des Capex-Mangels allmählich wieder Kapital in den Rohstoffsektor fließt. Dabei stößt es jedoch auf nicht-marktbezogene Hindernisse, zu denen ESG-Vorgaben und geopolitische Faktoren zählen. Und es bestehen noch weitere Hürden: Verzögerungen bei der Erteilung von Genehmigungen, Kapitaldisziplin und – in Teilen des Minensektors – sinkende Erzqualität.

Der Manchester-United-Effekt: Die Aufholjagd wird erst dann so richtig wahrgenommen, wenn sie auf der Anzeigetafel aufleuchtet.

„*To decrease and preclude dependence upon foreign sources or single points of failure for strategic materials in times of national emergency.*“

Defense Logistics Agency Strategic Materials, Mission Statement

„*Even when minerals are mined outside of China, they are almost always sent there for processing.*“

Goldman Sachs

„We've under-invested in productive capacity... and we can't arrest that decline in five years.

Rick Rule

Damit ist die Verknappung eher strukturell als vorübergehend. Innerhalb des relevanten Preisbildungshorizonts kann das Angebot oft nicht schnell genug reagieren, sodass die Lagerbestände den größten Teil des Schocks auffangen. Angesichts der geringeren Anzahl großer Produzenten, geringerer Reservekapazitäten und längerer Zeiträume von der Entdeckung bis zur ersten Förderung von Rohstoffen bleibt das System angespannt, sobald die Lagerbestände schwinden. Knappheitsprämien können daher über mehrere Quartale hinweg bestehen bleiben.

Belastung durch Witterung: wiederholte Verringerung der Lagerbestände in biologisch begrenzten Systemen

„What's obvious is obviously wrong.

Joe Granville

Schlechte Witterung führt zu lokaler Verknappung, falls die Lagerbestände infolge wiederholter wetterbedingter Ausfälle nicht mehr aufgefüllt werden können, die normalerweise das Angebot ausgleichen. Am deutlichsten wird das bei Rohstoffen, die durch biologische Faktoren eingeschränkt sind, und daher kurzfristig begrenzte Flexibilität aufweisen. Wenn dieses Muster anhält, erscheint das, was normalerweise wie ein episodischer Engpass aussieht, zunehmend als strukturelles Problem – nicht, weil die betroffene Ware weltweit knapp ist, sondern weil sich die Lagerbestände nicht wieder auffüllen.

Engpasskanäle im Rohstoffsektor

Nachfrage strömt hinein, Engpässe treten hervor

Wenn Handel, Substitution, Lagerbestände und Investitionen Schocks nicht absorbieren können, entlädt sich Knappheit an spezifischen Knotenpunkten – nicht auf Indexebene.



Quelle: MiningVisuals, Incrementum AG

Ein breites Exposure verwässert; Engpässe verstärken sich

Zusammengenommen führen diese Beschränkungen zu einer naheliegenden Schlussfolgerung: Seit 2020 beschränkt sich die Outperformance der Benchmark auf spezifische Knotenpunkte und besteht nicht mehr im gesamten Rohstoffsektor, weil die üblichen güterübergreifenden Ausgleichsmechanismen wie Substitution, Lagerbestände und Reaktion des Grenzangebots nicht mehr wirken.

Die Verstärker: Abläufe, Untergewichtung und Chinas selektiver Impuls

Wenn in einem Engpassmarkt mit geringer Investorenbasis ein neuer Nachfrageimpuls auftritt, können die Preisbewegungen konvex werden, wobei kleine Nachfrageanstiege zu unverhältnismäßig großen Gewinnen führen. Der Mechanismus ist simpel. Das lieferbare Angebot ist begrenzt, die Liquidität ist gering, und die Produzenten können innerhalb des Preissetzungsfensters nicht schnell genug reagieren. Drei Kräfte verstärken diese Konvexität: eine dünne Kapitalbasis, verzögerte Umschichtungen und ein selektiver China-Impuls.

Das Rohstoffexposure wird durch die Indexstruktur, die Anlagerichtlinien und die Risikolimits der Banken und Vermögensverwalter beschränkt. Unseres Erachtens bedeutet dies nicht einfach „mehr Aufwärtspotenzial, weil zu wenig Aktien vorhanden sind“, sondern eine verzögerte und dann abrupte Reaktion bei der Allokation. Wenn ein Sektor nur einen kleinen Teil der Benchmark ausmacht, lösen verbesserte Fundamentaldaten selten sofortige Käufe aus. Eine Beteiligung erfolgt in der Regel erst, wenn sich die überdurchschnittliche Wertentwicklung bereits abzeichnet und der Engpass eindeutig relevant ist. **Nennen wir es den Manchester-United-Effekt: Die Aufholjagd wird erst dann so richtig wahrgenommen, wenn sie auf der Anzeigetafel aufleuchtet.** Zu diesem Zeitpunkt reagieren die Investoren weniger empfindlich auf den Preis, weil sich der Schwerpunkt von der Frage, ob ein Vermögenswert billig ist, zu „Wir brauchen ein Exposure“ verlagert. Wenn das Ziel nur noch darin besteht, sich ein Exposure zu sichern, ist der Zeitpunkt weniger wichtig als die Durchführung dieses Vorhabens.

Diese verzögerte Umschichtung wird durch die Gestaltung der Benchmarks noch verstärkt. Aktien-Benchmarks verschleiern oft, wie stark untergewichtet ein Sektor tatsächlich ist. Wenn die Gewichtung eines Sektors im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegt, kann er erheblich an Wert gewinnen, bevor Zuflüsse passiver Anleger ins Gewicht fallen. Auf Märkten mit begrenztem Angebotswachstum wird die Unterbeteiligung dadurch zu einem Verstärker: Der marginale Käufer kann die Preise deutlich nach oben treiben, insbesondere wenn der Streubesitz begrenzt und die Liquidität gering ist.

Der Liquiditätsimpuls Chinas kann zu zusätzlicher Konvexität führen, ist jedoch meist selektiv. Diese Selektivität ist von Bedeutung, da sie in der Regel in ein System eintritt, das an bestimmten Knotenpunkten bereits nahe seiner Kapazitätsgrenze arbeitet. **Wie Craig Tindale feststellt**, kann Liquidität die Nachfrage ankurbeln, aber sie kann die Produktion nicht sofort erhöhen. In der Praxis führt die durch einen Liquiditätsimpuls ausgelöste zusätzliche Nachfrage zunächst zu sinkenden Lagerbeständen, höheren Importen, Produktionsausweitungen und der Planung neuer Projekte. Der daraus resultierende Nachfragedruck zeigt sich häufig zuerst in den Spreads und in den Verarbeitungsmargen, bevor er in den Listenpreisen zum Tragen kommt. Von diesem Punkt ausgehend konzentriert er sich dort, wo die Lagerbestände am geringsten sind – sowohl in den sichtbaren Lagerbeständen als auch in den weniger sichtbaren, die sich noch „in der Pipeline“ befinden. Das Ergebnis ist eher eine Streuung über bestimmte Rohstoffe hinweg als ein breiter Anstieg im gesamten Sektor.

Rohstoff-Beta ist ein schwacher Indikator für Knappheit

Zusammengenommen erklären diese makroökonomischen Regimeverschiebungen, Engpässe und Verstärker, warum der Rohstoffaufschwung nach 2020 eher wie ein Streuungsregime als ein breiter Aufschwung aussieht. Es ist, als würde man die

” *The West optimized its industrial base for financial returns rather than physical endurance. Victory comes through delay and denial. The goal is to outlast or destroy the adversary's ability to procure materiel.*

Craig Tindale

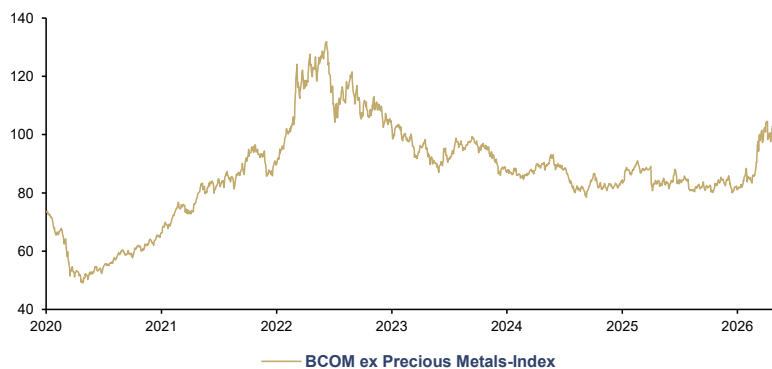
” *The wise man does not lay up his own treasures. The more he gives to others, the more he has for his own.*

Lao Tzu

landesweite Durchschnittstemperatur verwenden, um vorherzusagen, ob eine bestimmte Stadt eine Hitzewelle erleben wird: Der Durchschnitt mag zwar steigen, aber die Extremwerte können dennoch auf einige wenige Hotspots beschränkt sein. Analog dazu ist im neuen makroökonomischen Regime der Gewinn nicht gleichmäßig über den gesamten Sektor verteilt. Er konzentriert sich dort, wo das Angebot nicht rechtzeitig skaliert werden kann, weshalb das breite Rohstoff-Beta weniger von der Knappheitsprämie erfassen kann.

Man kann diese Ansicht einfach überprüfen, indem man Edelmetalle aus dem BCOM entfernt, so im Bloomberg Commodity ex-Precious Metals Index (BCOMXPM). Dieser umfasst Energie, Landwirtschaft und Industriemetalle und hat sich von Mitte 2023 bis zum Ausbruch des Iran-Kriegs weitgehend innerhalb einer überschaubaren Bandbreite bewegt. Diese geringe Schwankungsbreite unterstreicht, wie sehr sich die Stärke der Rohstoffmärkte in diesem Zeitraum auf eine geringe Anzahl von Teilmärkten konzentrierte und nicht auf den gesamten Sektor verteilt war.

BCOM ex Precious Metals-Index, 01/2020–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Makroökonomisches Rohstoffregime und der Kollaps des Rohstoff-Betas

» *Think, McFly! Think!*
Biff Tannen

Letztlich sagt das Rohstoff-Beta etwas über die Marktbreite aus: ein breiter Korb kann als Proxy für Knappheitsprämien dienen, da die meisten Rohstoffe partizipieren, wenn das Umfeld günstig ist. Um diese Aussage zu testen, drücken wir die Performance jedes Rohstoffs als Ratio zu einer breiten Benchmark wie dem BCOM aus. Da der BCOM regelmäßig neu gewichtet wird, ist die entscheidende Frage nicht, ob eine einzelne Gewichtung „richtig“ ist, sondern ob die relative Marktführerschaft gegenüber dem von Anlegern tatsächlich gehaltenen Index bestehen bleibt. Diese relative Betrachtungsweise verlagert den Fokus von den Preisen auf die Anteile innerhalb des Sektors, d. h. von den absoluten Renditen auf die benchmark-relative Marktführerschaft. Wir definieren Marktführerschaft in jedem makroökonomischen Regime strikt als positive Performance im Vergleich zum BCOM.

Diese benchmark-relative Verteilung der kumulativen Zuwächse beantwortet drei Fragen:

- Welche Rohstoffe schneiden besser ab als die Benchmark?
- Wie breit ist die Gruppe der Outperformer?
- Wie stark ist die gesamte Outperformance auf die Top-Performer konzentriert?

Bei absoluten Renditen werden diese Unterscheidungen oft verwischt, da allgemeine Preisbewegungen und rohstoffspezifische Marktführerschaft in ein und derselben Datenreihe enthalten sind. Die relative Betrachtung trennt sie voneinander. Jeder

Rohstoff gewinnt oder verliert im Laufe der Zeit an relativer Gewichtung im gesamten Sektor. Dadurch wird der konzeptionelle Mangel eines Rohstoff-Beta-Investments deutlicher: Die Breite wird geringer, die relativen kumulativen Zuwächse konzentrieren sich auf eine kleine Gruppe von Märkten und das Indexexposure verwässert die Performance der Gewinner zunehmend durch die vergleichsweise schlechtere Performance der Nachzügler.

Geteilte Marktführerschaft war ein Privileg funktionierender Ausgleichsmechanismen. Beides ist Geschichte.

Zwei Angebotsmodi: Durchsatz vs. Engpass

Eine breite Partizipation hängt von der Angebotselastizität ab, d. h. davon, wie schnell und zuverlässig ein Markt das Grenzangebot erhöhen kann, wenn die Preise über den Preisfestsetzungshorizont hinaus ansteigen. Bei Rohstoffen dominieren zwei Modi die Angebotsseite. Durchsatzsysteme vermindern den Druck, indem sie die Leistung erhöhen: höhere Auslastung, zusätzliche Kapazitäten und betriebliche Verbesserungen im Bereich der Logistik und der Verarbeitung. Engpasssysteme bauen den Druck langsamer ab, weil der Engpass an jenen Stellen vorzufinden ist, die nicht proportional zur Nachfrage skalierbar sind: Genehmigungen, langfristige Investitionen, Abnutzung, Konzentration in wenigen oder auch nur einem einzigen Staat oder unbehebbarer Midstream-Engpässe.

Durchsatzsysteme sind vergleichbar mit einer Autobahn, während Engpasssysteme in dieser Analogie eher einem Tunnel entsprechen. Einer Autobahn kann bei anhaltend stärkerem Verkehrsaufkommen viel leichter ein weiterer Fahrstreifen hinzugefügt werden als einem Tunnel. Die zugrundeliegende Beschränkung ist strukturell bedingt und eine weitläufige Umfahrung des Engpasses kostet viel Zeit.

Folglich verharrt das Engpasssystem länger nahe an seinem Kapazitätslimit. In der Praxis wird die Warteschlange durch die Erhöhung der Mautgebühren abgebaut: Der Preis reguliert die Nachfrage und kommt demjenigen zugute, der den Engpass kontrolliert. Aus diesem Grund kann die benchmark-relative Outperformance auch dann noch anhalten und sich konzentrieren, wenn der anfängliche makroökonomische Impuls auf breiter Basis verteilt ist.

Wichtig ist, dass die meisten Rohstoffe nicht dauerhaft derselben Kategorie zuordenbar sind. Die jeweilige Zuordenbarkeit ist abhängig davon, wo sich der Engpass-Knotenpunkt befindet. Knappheit tritt dort auf, wo der Knotenpunkt nicht skaliert werden kann, was dazu führt, dass sich Marktführerschaften ebenfalls dort konzentrieren.

Makroökonomisches Regime 1 und 2: Breite Partizipation

Wenn das Angebot schnell skaliert werden kann, kommt es tendenziell zu einem Wechsel in der Marktführerschaft und die Marktbreite bleibt groß. Ist eine schnelle Skalierung nicht möglich, bleibt die Marktführerschaft bestehen und die Breite verringert sich. Frühere makroökonomische Regime wiesen eine geteilte Marktführerschaft auf, weil die üblichen Ausgleichsmechanismen – Handel, Substitution, Abbau der Lagerbestände und schnellere Reaktion des Grenzangebots – dazu beitrugen, Schocks über den gesamten Rohstoffsektor zu verteilen. In langen Phasen der Globalisierung und in der Zeit nach der Krise verteilten sich die Gewinne daher auf viele Rohstoffe, auch wenn sich die sektorspezifischen Faktoren unterschieden. Die Lagerbestände und das Grenzangebot bauten sich in der Regel wieder auf, bevor es zu Engpässen kommen konnte, sodass sich die Märkte von einer angespannten Situation wieder in Richtung Gleichgewicht bewegen konnten, ohne dass eine kleine Anzahl von Rohstoffen lange Zeit dominierte. Es gab zwar immer noch relative Gewinner, aber die Marktführerschaft wechselte regelmäßig, anstatt konzentriert zu bleiben.

„Since the strength of the chain is determined by the weakest link, then the first step to improve an organization must be to identify the weakest link.

Eliyahu M. Goldratt

„An army marches on its stomach.

Napoleon Bonaparte

„Farming looks mighty easy when your plow is a pencil, and you're a thousand miles from the corn field.

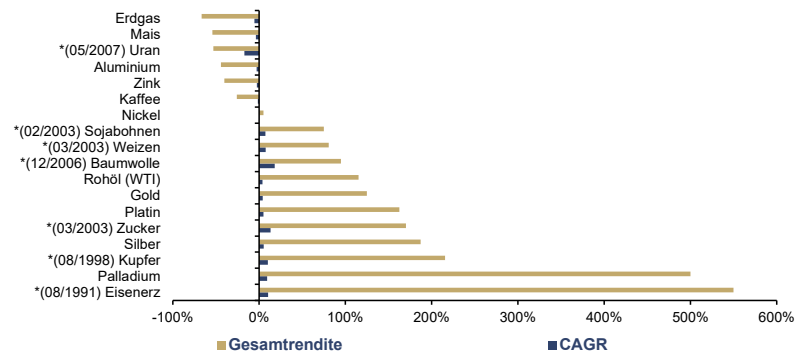
Dwight D. Eisenhower

„A rising tide lifts all boats.“

John F. Kennedy

Diese Struktur zeigt sich in der benchmark-relativen Performance von 1990 bis 2010. Die positiven relativen Erträge und durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (CAGR) verteilen sich auf ein breites Spektrum von Rohstoffen, wobei keine Teilgruppe den Sektor durchgängig dominierte. Mit anderen Worten: Es gab zwar eine Marktführerschaft, aber sie war eher breit als konzentriert.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, Gesamtrendite und CAGR, 01/1991*–12/2010

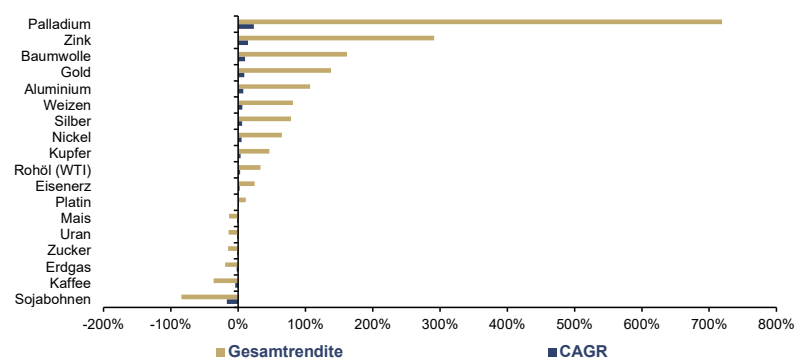


Quelle: TradingView, Incrementum AG



Dieses Muster setzte sich in der Zeit nach der Weltfinanzkrise 2007/08 bis zur Corona-Pandemie weitgehend fort. Das makroökonomische Umfeld veränderte sich, doch die relative Wertentwicklung blieb weitgehend ausgeglichen. Die Streuung blieb begrenzt; die Marktführerschaft wechselte weiterhin; und die Märkte glichen sich durch Kapazitätsanpassungen, Substitutionen und Nachfragerückgänge aus, anstatt anhaltende Engpässe zu entwickeln. Das breite Exposure blieb daher ein adäquater Indikator dafür, wie Knappheit und Wachstumsimpulse auf den Rohstoffmärkten auftraten. Und wo sich Engpässe abzeichneten, bestanden sie selten lange genug, um die Renditestruktur zu dominieren.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, Gesamtrendite und CAGR, 01/2010–12/2019



Quelle: TradingView, Incrementum AG



Makroökonomisches Regime 3: Kollaps der Breite und konzentrierte Marktführerschaft

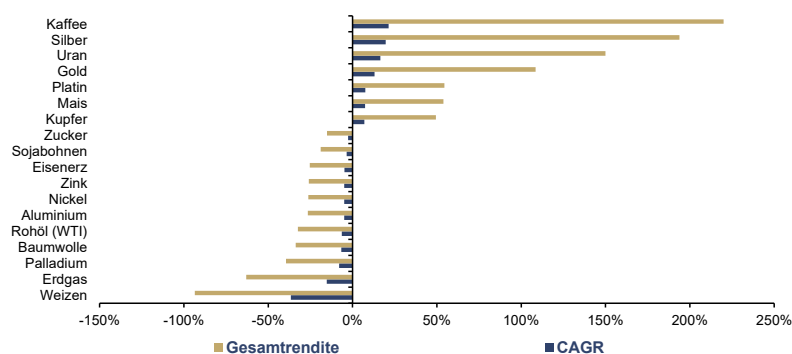
„It only takes a handful of big winners to make a lifetime of investing worthwhile.“

Peter Lynch

Der Zeitraum nach 2020 ist ein deutlicher Stresstest für das breite Rohstoff-exposure. Anstatt eines einzigen makroökonomischen Impulses, der den gesamten Rohstoffsektor ankurbelt, begannen sich an bestimmten Knotenpunkten der Lieferkette und der Verarbeitungsschritte selektive Engpässe abzuzeichnen. Als sich die

Angebotselastizitäten der einzelnen Rohstoffe begannen auseinanderzuentwickeln, wurde die Korrelation geringer, die Streuung nahm zu, und die Marktführerschaft konzentrierte sich auf eine kleinere Anzahl von Teilmärkten. Das benchmark-relative Ergebnis ist eindeutig: Eine schrumpfende Gruppe von Rohstoffen erzielte den größten Teil der Gewinne, während ein Großteil des Sektors trotz desselben makroökonomischen Umfelds zurückblieb. Der folgende Chart zeigt diese Verschiebung der Verteilung nach 2020.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, Gesamtrendite und CAGR, 01/2020–12/2025



Quelle: TradingView, Incrementum AG



Um das Marktführerschaftsmuster über die verschiedenen makroökonomischen Regime hinweg zu vergleichen, fassen wir die Verteilung der BCOM-relativen Gewinner in einer einzigen Kennzahl zusammen: dem *Commodity Leadership Concentration Index* (CLCI). Der CLCI beantwortet eine einfache Frage: Kam die Outperformance von vielen Rohstoffen oder nur von einigen wenigen? Nach 2020 hat die Konzentration stark zugenommen, wie der nächste Chart zeigt. Ein höherer CLCI bedeutet weniger Gewinner, wobei diese für einen größeren Anteil an den benchmark-relativen Outperformance verantwortlich sind.

Bildlich gesprochen, kann man jedes makroökonomische Regime als eine Meisterschaftssaison und jeden Rohstoff als einen Fußballspieler betrachten. Der CLCI zeigt, ob die Tore des Teams über den gesamten Kader verteilt waren oder hauptsächlich von zwei oder drei Starstürmern erzielt wurden. Nach 2020 sieht es eher nach Letzterem aus: Die Torausbeute wird von einer kleinen Anzahl entscheidender Topspieler bestimmt.

» *What gets measured gets managed.*

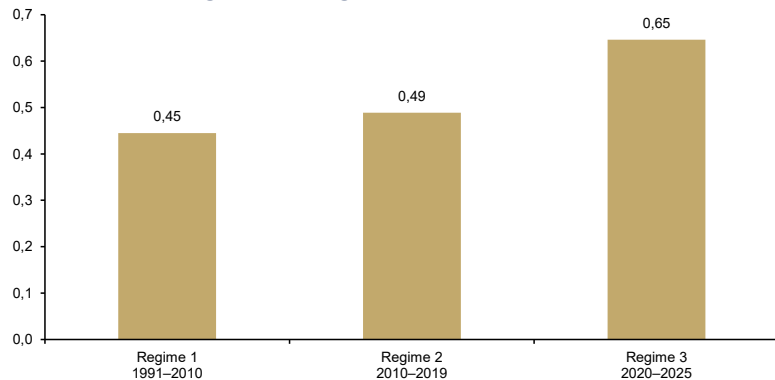
Peter Drucker

Der CLCI beginnt mit der Umrechnung der Performance in die anteilige Marktführerschaft. Innerhalb jedes Regimes nehmen wir nur Rohstoffe mit positiven BCOM-Renditen und drücken den Beitrag jedes Gewinners als dessen Anteil an der gesamten positiven BCOM-Rendite in einem makroökonomischen Regime aus. Anschließend messen wir die Konzentration mittels dreier sich ergänzender Methoden:

- **Der HHI** erfasst, wie konzentriert die Führungsposition unter den Top-Gewinnern ist. In unserer Fußball-Analogie entspricht der HHI der Abhängigkeit von Starspielern.
- **Die Shannon-Entropie (H)** erfasst, wie gleichmäßig die Marktführerschaft über die Gewinner verteilt ist. Das entspricht der Streuung der in einer Saison erzielten Tore über den gesamten Kader.
- **Die effektive Anzahl der Marktführer** wandelt diese Verteilung in eine intuitiv verständliche Zahl um: die Anzahl gleich großer Teilnehmer, die den gleichen Streuungsgrad erzeugen würde, wobei gilt: $N_{\text{eff}} = \exp(H)$.

Im Wesentlichen ist der CLCI ein gleichgewichtetes Kompositum aus diesen drei Messgrößen, das so skaliert ist, dass ein höherer Wert eine stärkere Konzentration anzeigt.

Commodity Leadership Concentration Index (CLCI) über verschiedene Regime hinweg, 01/1991–12/2025



Quelle: TradingView, Incrementum AG



Die Rolle von Gold: Anker, nicht Alpha

In diesem Umfeld fungiert Gold weniger als sektorübergreifender „Gewinner“, sondern vielmehr als Referenzwert. Seine Liquidität, Neutralität und Bilanzierungsfähigkeit machen Gold zum Anker, wenn Stress im makroökonomischen Regime eine Neubewertung von Finanz- und realen Vermögenswerten erzwingt. Mit anderen Worten: Gold operiert auf Systemebene, nicht aber im Rahmen des Wettbewerbs um die Marktführerschaft, der darüber entscheidet, welche Rohstoffe schneller im Wert steigen als die Benchmark. Gold bildet den monetären Hintergrund, vor dem Knappheitsprämien eingepreist werden, selbst wenn sich die benchmark-relative Marktführerschaft auf andere Bereiche des Rohstoffsektors konzentriert.

Im *In Gold We Trust*-Report 2025 „*The Big Long*“ haben wir diesbezüglich ein Muster beschrieben: Gold verzeichnet oft als erstes Kursgewinne, gefolgt von Silber und Minenunternehmen. Eine breitere Partizipation des Rohstoffsektors erfolgt jedoch in der Regel erst dann, wenn der Impuls die Lagerbestände, Investitionen und physischen Flaschenhälse erreicht. **Aus Sicht des Radsports ist Sicherheitsgold der Domestique, der, geprägt durch Schocks, die harte Arbeit bis zum „Hautacam-Moment“ leistet, wenn das Performance-Gold, d. h. Silber und die Minenunternehmen, den entscheidenden Antritt einleitet.**

Anhand der Unterscheidung zwischen Durchsatz und Engpass wird das Muster klarer. In den Regimen 1 und 2 kam es zu einer rotierenden, breit angelegten **Marktführerschaft**, die das Rohstoff-Beta zu einem vernünftigen Proxy machte. Im Gegensatz dazu brach in Regime 3 die Breite zusammen, und die Marktführerschaft konzentrierte sich auf eine kleine Gruppe strukturell beschränkter Knotenpunkte. In allen drei makroökonomischen Regimen bewegte sich Gold in erster Linie über den monetären Kanal und fungierte im benchmark-relativen Wettbewerb eher als Anker denn als Marktführer.

» *There can be no other criterion, no other standard than gold. Yes, gold which never changes, which has no nationality and which is eternally and universally accepted as the unalterable fiduciary value par excellence.*

Charles de Gaulle

Das Post-2020-Regime trennt daher den Anker von der Marktführerschaft. Gold wird als monetärer Referenzwert zunächst neu bewertet, während sich die benchmark-relative Outperformance später auf die Engpass-Knotenpunkte konzentriert, in denen das Angebot nicht rechtzeitig skaliert werden kann. Es geht also nicht darum, zwischen Gold und Rohstoffen zu wählen, sondern den Anker von den Engpässen zu unterscheiden – und zu erkennen, wo Knappheit als dauerhafte Einschränkung und nicht als etwas Episodisches oder Zyklisches bewertet wird.

Wo sich Knappheit im gegenwärtigen makroökonomischen Regime ausdrückt

Knappheit wird sichtbar, wenn Druck angebotsseitig nicht innerhalb des für die Preisbildung maßgeblichen Zeitraums abgebaut werden kann, selbst dann nicht, wenn Kapital eingesetzt und Anstrengungen unternommen wurden, das lieferbare Angebot durch Koordination und Substitution zu erweitern. Im Post-2020-Regime konzentriert sich dieses Versagen tendenziell auf folgende Markträumungsknotenpunkte innerhalb jedes Systems: Ressourcenzugang, Infrastruktur, Verarbeitungsstufen, Lagerbestände und witterungsabhängige Produktionszyklen. An diesen Knotenpunkten konvergiert der Preisdruck, da sie die marginale, den Markt räumende Einheit bestimmen. Andere Teile des Rohstoffsektors verhalten sich hingegen nach wie vor wie skalierbare Angebotsysteme, die Schocks im Laufe der Zeit abfedern können.

Marginale Knappheit tritt auf, wenn die Lagerbestände knapper werden und das System zeigen muss, wie schnell das Grenzangebot reagieren kann. Diese Anpassung kann durch Investitionen, technologische Entwicklung, Entscheidungen über zusätzliche Anbauflächen, Importerhöhungen und politische Koordination erfolgen. In Systemen, in denen das Grenzangebot wiederholt über diese Kanäle bereitgestellt werden kann, zeigt sich in der Regel ein bekanntes Muster: Es entsteht Knappheit, wenn die Lagerbestände schwinden, und sie löst sich wieder auf, wenn diese wieder aufgebaut und die Kapazitäten ausgeweitet werden sowie Substitution einsetzt.

Systeme, die durch geologische Gegebenheiten, geographische Konzentration, Verarbeitungskapazitäten, starre Infrastruktur, regulatorische Hürden oder biologische Abläufe geprägt sind, folgen einem anderen Muster. Das lieferbare Angebot wächst nur langsam, die Lagerbestände tragen den größten Teil der Anpassungslast, und die Knappheitsprämien bleiben bestehen, da die Grenzkapazität über mehrere Quartale hinweg beschränkt bleibt. Zwischen diesen beiden Polen liegt eine dritte Gruppe von Märkten, wobei die Entwicklung von den Lagerbeständen, der Logistik und der regionalen Einflüssen bestimmt wird; Faktoren, die den maßgeblichen Engpass im Laufe der Zeit verschieben können.

Die nachstehende Klassifizierung ist daher nicht in Stein gemeißelt und es ist nicht ausgeschlossen, dass Güter zwischen den Kategorien wechseln.

Edelmetalle

Gold, Silber und Platinmetalle (PGMs) drücken ihre Knappheit über verschiedene Kanäle aus. In diesem makroökonomischen Regime ist die Schlüsselfrage nicht, ob sich die Edelmetalle korreliert entwickeln, sondern wo der limitierende Faktor liegt: in den Bilanzen, in den Lieferketten für Nebenprodukte oder in der geographischen Konzentration der Produktion.

- **Gold:** Der Knappheitskanal von Gold wird durch seine monetäre Nachfrage, seine Liquidität, seinen neutralen Charakter und seine Bilanztauglichkeit bestimmt. Gold agiert als Bewertungsanker und spendet als Reservewährung Vertrauen, ist aber nicht Ausdruck von Knappheit als Folge zusätzlichen Angebots. Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal, das in früheren *In Gold We Trust*-Reporten wiederholt erörtert wurde, ist die Stock-to-Flow-Ratio: Der oberirdische Goldbestand ist im Verhältnis zur jährlichen Neuförderung so groß, dass marginale Angebotszuwächse oder vorübergehende Förderunterbrechungen im Vergleich zur bereits bestehenden geförderten Gesamtmenge oft vernachlässigbar sind.² Dies ist von Bedeutung, weil Gold zumeist als Wertanlage gehalten wird, anstatt wie die meisten Rohstoffe verbraucht zu werden. Sein Preis wird daher weniger von der Angebotsknappheit als von den Opportunitätskosten des Vertrauens bestimmt.

” *Adversity does not build character, it reveals it.*

James Lane Allen

” *[PGMs are] a very small, esoteric market... But when they do recognize this, the price response tends to be quite spectacular.*

Shree Kargutkar, Sprott

² Siehe „Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, *In Gold We Trust*-Report 2014

Der Preis von Gold wird von den Opportunitätskosten des Vertrauens bestimmt, nicht von Angebotsknappheit .

- **Silber:** Silber weist teilweise die gleichen monetären Merkmale wie Gold auf. Doch seine Knappheit hängt stärker von der Angebotsdynamik bei Nebenprodukten und der industriellen Nachfrage ab. Daher neigt die Knappheit dazu, sich bei anziehender Nachfrage auf bestimmte Knotenpunkte zu konzentrieren.
- **Platinmetalle:** Eine konzentrierte

Produktion und begrenzte Substitutionsmöglichkeiten sorgen dafür, dass das Angebot nicht rasch ausgeweitet werden kann, sodass Engpässe auch bei Störungen bestehen bleiben.

Edelmetalle: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Gold	Engpass (monetärer Anker)	Monetäre Referenz; bilanzielle Nachfrage	Dient als Anker im System; nicht gleichbedeutend mit Alpha-Führung
Silber	Engpass (Dual-Use)	Als Nebenprodukt abhängiges Angebot; zunehmende industrielle Intensität	Höhere Sensitivität gegenüber lokalen Einschränkungen als Gold
Platingruppenmetalle (PGMs)	Engpass (geopolitisch)	Geographisch konzentrierte Produktion; begrenzte Substitution	Physische und politische Engpässe

Quelle: eigene Darstellung

Energie

Die Energiemärkte sind eher als Durchsatzsysteme anzusehen – bis Infrastruktur, Politik oder Engpässe im Brennstoffkreislauf die Markträumung an bestimmten Knotenpunkten erzwingen. Unter den derzeitigen Bedingungen treten Engpässe im Energiesektor nicht einheitlich auf. Die Verknappung zeigt sich vielmehr für jeden Rohstoff auf unterschiedliche Weise.

- **Rohöl:** Es gibt umfassende Produktionskapazitäten und das tatsächliche Angebot wird häufig durch Investitionsdisziplin, Geopolitik und politische Koordination beeinflusst. Knappheit tritt daher normalerweise in Wellen auf, wenn Investitionszyklus und politische Zwänge mit der Nachfrage interagieren.
- **Erdgas:** Die regionale Infrastruktur regelt die verfügbaren Lieferkapazitäten durch Verflüssigungskapazitäten, Pipelines, Speicherkapazitäten und Netzinfrastuktur, was trotz des großen Angebots zu einer Segmentierung der Preisbildung führt.
- **Uran:** Engpässe treten entlang des gesamten Brennstoffkreislaufs auf, vom Abbau und der Konversion über die Anreicherung bis hin zur Herstellung –, sodass der Druck bestehen bleibt, selbst wenn die Einschränkungen an einem Knotenpunkt nachlassen.

Energie: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Rohöl	Durchsatz (Managed Constraint)	Förderung in großen Mengen; politische Koordinierung; Investitionszyklus	Episodische Beschränkung; hauptsächlich zyklisch
Erdgas	Gemischt	Durch Infrastruktur definierte regionale Märkte	Segmentierte Märkte; Engpässe variieren je nach Region
Uran	Engpass (Brennstoffkreislauf)	Lange Vorlaufzeiten; Engpässe bei Umwandlung und Anreicherung	Engpässe erstrecken sich potenziell vom Abbau bis zur Verarbeitung

Quelle: eigene Darstellung

Basismetalle und Industriemetalle

Industriemetalle bewegen sich innerhalb einer gewissen Bandbreite. Einige können durch den Einsatz von Kapital und Energie skaliert werden, während andere durch Zeitvorgaben, Erzqualität und Verarbeitungsbeschränkungen eingeschränkt sind. Diese Beschränkungen halten das Grenzangebot innerhalb des Preisfensters knapp. Die folgenden Unterscheidungen verdeutlichen, wo Knappheit am ehesten fortbestehen und wo sie eher verschwinden wird.

” *Lords are gold and knights steel,
but two links can't make a chain.
You also need silver and iron
and lead, tin and copper and
bronze and all the rest...*

George R.R. Martin

- **Kupfer:** Lange Projektlaufzeiten, abnehmende Erzqualität sowie Genehmigungs- und Infrastrukturbeschränkungen schwächen die Reaktionsfähigkeit entlang der gesamten Lieferkette und verzögern eine Ausweitung des Grenzangebots.
- **Aluminium:** Die Produktion ist geographisch flexibel, jedoch stellt zuverlässige, günstige Energie den maßgeblichen Engpass dar, wodurch eine etwaige Knappheit von der Energiepolitik sowie der Verfügbarkeit günstiger Energie abhängt.
- **Nickel:** Die Elastizität des Angebots hängt von der Verarbeitungsmethode sowie dem Reinheitsgrad ab. Eine deutliche Ausweitung des Angebots hat nicht automatisch zur Folge, dass Nickel in hinreichend guter Qualität gefördert werden kann, sodass die qualitätsspezifische Knappheit bestehen bleibt.
- **Zink:** Ein ausgereiftes Abbauprofil und zyklische Investitionen prägen die Angebotsseite, wobei sich die Engpässe vor allem in Zeiten von Störungen verstärken, die die Lagerbestände schrumpfen lassen.

Energie: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Kupfer	Neigung zum Engpass	Lange Projektfristen; abnehmende Erzqualität; Probleme bei der Infrastruktur und Genehmigungsverfahren	Kombiniert Masse mit anhaltenden Engpässen
Aluminium	Durchsatz	Energieintensive, aber geographisch flexible Produktion	Kapazität passt sich der Verfügbarkeit von Energie an
Nickel	Gemischt (sortenspezifisch)	Starres Angebot in Batteriequalität	Verarbeitungsbeschränkungen dominieren das Grenzangebot
Zink	Durchsatz	Zyklisch; reife Bergbauprofile	Das Angebot reagiert auf Preis und Investitionen

Quelle: eigene Darstellung

Agrarrohstoffe

Agrarrohstoffe (*Softs*) funktionieren oft reibungslos, was Anbauflächen, Erträge und Handel angeht, bis Witterung, Lagerbestände und Probleme in der Logistik die Lagerbestände gleichzeitig abbauen. In solchen Fällen ist Knappheit weniger eine Frage der globalen Gesamtmenge als vielmehr eine Frage des Zeitpunkts im Anbau-Ernte-Zyklus, der regionalen Betroffenheit und der Reaktionsgeschwindigkeit.

” *The time will come that gold will
hold no comparison in value to a
bushel of wheat.*

Brigham Young

- **Mais:** Anbauflächen und Erträge stellen den primären Anpassungskanal dar. Jedoch entstehen Engpässe, wenn sich ungünstige Witterungsbedingungen, Lagerbestände und logistische Herausforderungen gleichzeitig verschärfen.
- **Schüttgetreide:** Den Ausgleichsmechanismus bilden in der Regel Entscheidungen über Handel, Substitution und Anbauflächen. Dabei verstärken sich Knappheitsepisoden, wenn mehrere Erzeugerregionen gleichzeitig aus geopolitischen oder witterungsbedingten Gründen unter Druck geraten.
- **Kaffee:** Der Anbau-Ernte-Zyklus bestimmt die Reaktionsfunktion, während regionale Konzentration und Wettervolatilität die Knappheit durch langsame Wiederbepflanzungszyklen verlängern können.
- **Sonstige Agrarrohstoffe:** Knappheitsepisoden sind abhängig von witterungsbedingten und sonstigen regionalen Einflüssen, wobei das Andauern einer solchen Situation davon bestimmt wird, wie oft der Stressor wieder auftritt und wie lange er anhält.

Eine kleine Gruppe von Märkten generiert dauerhafte benchmark-relative Outperformance, während eine breitere Gruppe eine schwache oder wechselhafte Performance zeigt.

Agrarrohstoffe: Knappheiten im aktuellen Regime

Rohstoff	Klassifizierung	Knappheitsausdruck	Anmerkungen
Mais	Gemischt	Anbaufläche/Ertragsflexibilität wird durch Vorräte, Logistik und Witterung eingeschränkt	Engpassverhalten bei lokalem Stress
Schüttgutgetreide	Durchsatz	Anbaufläche, Ertrag und Handelsanpassung	Engpässe werden durch Substitution beseitigt
Kaffee	Engpassanfälligkeit	Regionale Konzentration; Anbau-Ernte-Zyklus	Fortbestehen der Beschränkung durch Witterung und Geographie
Sonstige Agrarrohstoffe	Episodische Engpässe	Witterung und regionale Betroffenheit	Die Dauer des Engpasses variiert je nach Pflanzenart

Quelle: eigene Darstellung

Was die Karte über die Erträge aussagt

„It is better to know some of the questions than all of the answers.“

James Thurber

Die obige Klassifizierung hilft zu erklären, warum die Outperformance im Vergleich zur Benchmark sowohl geringer als auch beständiger geworden ist. Zwar können *Durchsatzschocks* immer noch zu starken Schwankungen führen, jedoch folgt in der Regel auf diese Schwankungen eine Angebotsreaktion – in Form von Kapazitätserweiterungen, Substitution und Wiederaufbau von Lagerbeständen –, die die relative Aufstockung innerhalb des Preisfensters begrenzt. *Engpasschocks* verhalten sich anders. Da sich die Entlastung am Engpass-Knotenpunkt verzögert, bleibt die Verknappung bestehen, sodass sich eine benchmark-relative Outperformance über einen längeren Zeitraum aufbauen kann.

Ein breites Indexexposure schwächt diese Dynamik naturgemäß ab. Ein breites Portfolio umfasst viele skalierbare Märkte, deren relative Gewinne sich wieder dem Mittelwert annähern, sobald das Angebot reagiert, während ein kleinerer Teil bei dauerhaften Engpässen weiter steigt. **Es ist, als würde man einen Obstsalat kaufen, um einen Vitamin-C-Schub zu bekommen, obwohl man eigentlich nur die Orangen – ein Engpassgut – benötigt hätte. Stattdessen isst man sich an Melonen – einem Durchsatzgut – satt, die wässrig und in jedem Obstsalat großzügig vorhanden sind. Somit wird die Knappheitsprämie durch alles im Portfolio – am Teller –, das skaliert werden kann, verringert.**

„Once you recognize that supply and demand are totally out of whack, and you make your move, you will get very lucky.“

Jim Rogers

Die folgende Tabelle veranschaulicht diese Verteilung. Sie zeigt die BCOM-relativen CAGRs nach Rohstoffen und makroökonomischen Regimen. Positive Werte zeigen eine anhaltende Outperformance des Index an, negative Werte hingegen anhaltende unterdurchschnittliche Renditen. Das Muster ist klar: Eine kleine Gruppe von Märkten generiert dauerhafte benchmark-relative Outperformance, während eine breitere Gruppe eine schwache oder wechselhafte Performance zeigt, da sich ihre Verknappung in der Regel durch eine angebotsseitige Reaktion und nicht durch anhaltende Knappheitsprämien auflöst.

Rohstoffe: Rendite relativ zum BCOM, CAGR, 01/1991*–12/2025

Rohstoff	Regime 1 1990–2010	Regime 2 2010–2019	Regime 3 2020–2025
Kaffee	-1,5%	-4,4%	21,4%
Silber	5,4%	6,0%	19,7%
*(05/2007) Uran	-17,2%	-1,5%	16,5%
Gold	4,1%	9,1%	13,0%
Platin	4,9%	1,1%	7,5%
Mais	-3,8%	-1,4%	7,4%
*(08/1998) Kupfer	10,1%	3,9%	6,9%
*(03/2003) Zucker	13,2%	-1,6%	-2,7%
*(02/2003) Sojabohnen	7,2%	-16,9%	-3,4%
*(08/1991) Eisenerz	10,4%	2,2%	-4,8%
Zink	-2,5%	14,6%	-4,9%
Nickel	0,2%	5,1%	-4,9%
Aluminium	-2,9%	7,5%	-5,0%
Rohöl (WTI)	3,9%	2,9%	-6,3%
*(12/2006) Baumwolle	18,2%	10,1%	-6,6%
Palladium	9,4%	23,4%	-8,0%
Erdgas	-5,3%	-2,1%	-15,3%
*(03/2003) Weizen	7,7%	6,1%	-36,6%

Quelle: TradingView, Incrementum AG

Von Beta zu Engpässen: Das Playbook für die Allokation nach 2020

Im Post-2020-Regime hat sich das Rohstoff-Beta zu einer Methode entwickelt, die die Erträge verwässert. Breite Rohstoffkörbe spiegeln zunehmend die durchschnittliche Performance skalierbarer Versorgungssysteme wider und nicht mehr die Mehrerträge, die von den wenigen Märkten erwirtschaftet werden, die maßgebliche Engpässe aufweisen. Die Knappheit ist nicht verschwunden, sie hat sich nur konzentriert. Die Marktführerschaft konzentriert sich nun dort, wo das Angebot innerhalb des Zeithorizonts, der den Preis bestimmt, nicht skaliert werden kann – unabhängig davon, ob der Engpass nun bei den Genehmigungen, der Verarbeitung, der Infrastruktur, der Rechtsprechung oder der Witterung liegt –, während die Durchsatzmärkte dazu neigen, sich dem Mittelwert anzunähern, sobald eine angebotsseitige Reaktion einsetzt. Der Vorteil hat sich also von Rohstoffen im weitesten Sinne zu den Engpassstellen verlagert. Die Aufgabe besteht nun darin, den Engpass zu identifizieren, das Exposure bewusst zu bemessen und nicht mehr zu erwarten, dass der Index die Knappheitsprämie des Sektors erfasst. An diesem Punkt kommt die Hantelstrategie ins Spiel.

” The essence of strategy is choosing what not to do.

Michael Porter

Die Hantel: Verteidigung, Angriff und die Überlagerung

Die Rohstoffallokation für die Zeit nach 2020 ähnelt eher einer Hantel (*barbell*) als einem „Rohstoff-Sleeve“, also einem Teil des Rohstoffsektors.

Gold = Verteidigung (Tormann)

In diesem Zusammenhang ist Gold nicht dazu da, das „Anlagespiel“ zu gewinnen, sondern dazu, eine Niederlage zu verhindern. Man kann sich Gold als den Tormann des Portfolios vorstellen, das für das makroökonomische Rohstoffregime nach 2020 konzipiert ist. Wenn die Absicherung von Aktien und Anleihen von der jeweiligen Lage abhängig wird und die politische Volatilität wie auch Inflationsvolatilität zunimmt, braucht man eine Position, deren Aufgabe es ist, den Spielstand zu stabilisieren. Das ist die Aufgabe von Gold. Es verankert den Bewertungsrahmen des Portfolios und bindet

” I swore to protect you. Look after you. A shield against all your enemies.

Gianluigi Buffon

Die Aufgabe besteht nun darin, den Engpass zu identifizieren, das Exposure bewusst zu bemessen und nicht mehr zu erwarten, dass der Index die Knappheitsprämie des Sektors erfasst.

die Nachfrage nach Vertrauen in die Bilanz, ohne von industrieller Produktion abhängig zu sein. Das ist wichtig, denn der Rest des Rohstoffsektors zerfällt in lokale, knotenspezifische Engpasssysteme.

Operative Rolle:

- Gold bildet den Bewertungsrahmen des Portfolios, indem es einen stabilen monetären Referenzwert bietet, wenn das Vertrauen in Finanzforderungen neu bewertet wird.
- Es federt makroökonomischen Stress ab, indem es zur Stabilisierung des Portfolios beiträgt, wenn die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen unzuverlässig wird und die Volatilität in Politik oder Inflation zunimmt.
- Es sichert die Risikobereitschaft in anderen Bereichen ab, indem es eine defensive Basis schafft, die ein aggressiveres Exposure in Engpassvermögenswerten ermöglicht, ohne die Gesamtstruktur des Portfolios zu schwächen.

Kurz gesagt, Gold hält das Spiel am Laufen, damit die Engpass-„Stürmer“ dort Risiken eingehen können, wo sie tatsächlich belohnt werden.

Engpass-Sleeve = Offensive (Stürmer)

Wenn Gold der Tormann ist, dann ist der Engpass-Sleeve – der Teil des Portfolios, der in strukturelle Versorgungsgengpässe investiert ist – die Angriffslinie: die Stürmer, die die Tore erzielen. Hier findet die benchmark-relative Outperformance zunehmend statt. Die Chance liegt in spezifischen Engpässen, die auch dann noch bestehen bleiben, wenn der Markt sich so verhält, wie man es normalerweise von ihm erwarten würde: Preise steigen, Kapital fließt zu, Substitutionsmöglichkeiten werden vorgeschlagen und Investitionsankündigungen bekanntgegeben. In einem Durchsatzmarkt reduziert dies normalerweise den Druck. In einem Engpassmarkt ist dies oft nicht der Fall, weil der Engpass an einem Knotenpunkt liegt, der nicht schnell genug skaliert werden kann. In einem solchen Fall werden die Renditen konvex: Geringfügige Veränderungen der Nachfrage oder Eigentumsverhältnisse können überproportionale Entwicklungen verursachen.

Operative Rolle:

- Der Engpass-Sleeve zielt auf den maßgeblichen Knotenpunkt ab, indem er den Fokus auf jene Bereiche des Exposures legt, in denen das Angebot innerhalb des Preisbildungsfensters nicht schnell genug skalieren kann.
- Er erfasst die Knappheitskonvexität, indem er sich auf die Märkte konzentriert, in denen die Knappheit am ehesten anhält und der Preis für den Ausgleich sorgen muss.
- Er greift einer langsamen Umschichtung vor, indem er Positionen aufbaut, bevor Kapital in nennenswertem Umfang zufließt und eine benchmark-relative Outperformance offensichtlich wird.

Kurz gesagt: Im Engpass-Sleeve versucht man zu gewinnen. Das funktioniert jedoch nur, wenn es einen Tormann (Gold) gibt, denn selbst die besten Stürmer sind nutzlos, wenn man jedes Mal ein Tor kassiert, sobald sich das makroökonomische Regime ändert.

Breite Rohstoffkörbe = Ersatzspieler (taktischer Einsatz, nicht in der Startelf)

Wenn Gold der Tormann ist und der Engpass-Sleeve die Offensive, dann sind breite Rohstoffkörbe die Ersatzspieler: nützlich und, wenn im richtigen Moment eingewechselt, spielentscheidend, aber nicht die Art von Spieler, nach denen man die Saison ausrichtet. Sie können dennoch eine wichtige Rolle spielen, wenn das makroökonomische Szenario klar ist; zum Beispiel während einer Reflation, in Phasen allgemeiner Risikobereitschaft, bei Lagerengpässen, oder bei Inflationsimpulsen, die die meisten Rohstoffe gemeinsam nach oben treiben. In solchen Momenten bieten breite Rohstoffkörbe ein allgemeines Exposure in Bezug auf das bestehende Tempo und die bestehende Richtung des Spiels.

Als Investment in Zeiten struktureller Knappheit verlieren sie jedoch zunehmend an Zuverlässigkeit. Ein Index neigt dazu, jene Märkte überzugewichten, deren Angebotskurven sich steiler gestalten können, deren Substitutionsmöglichkeiten bestehen bleiben und deren Lagerbestände wieder aufgebaut werden können. Mit anderen Worten, breite Portfolios sind mit Durchsatzsystemen gefüllt, die genau die Engpass-Knappheitsprämie verwässern, die man eigentlich anstrebt.

Operative Rolle:

- Breite Rohstoffkörbe spiegeln den allgemeinen makroökonomischen Impuls wider, indem sie ein allgemeines Exposure ermöglichen, wenn Reflation, Risikobereitschaft oder Lagerverknappung einen Großteil des Sektors ansteigen lassen.
- Sie sorgen für ein taktisches Rohstoff-Beta, indem sie eine kurzfristige Beteiligung an allgemeinen Rohstoffentwicklungen ermöglichen, wenn Präzision weniger wichtig ist als das Gesamtexposure.
- Sie ergänzen das Exposure in Engpässen, anstatt es zu ersetzen.

Kurz gesagt, breite Rohstoffkörbe sind immer noch taktisch wertvoll, doch in diesem makroökonomischen Regime spielen sie nur eine Nebenrolle und sind nicht der zentrale Ausdruck von Knappheit.

Die „Melonenliste“: Was zu vermeiden ist

Wenn das Ziel ist, diese Knappheitsprämie zu lukrieren, ist es notwendig, Rohstoffe nicht mehr als eine einzige Kategorie zu betrachten. Stattdessen müssen die Vermögenswerte, bei denen sich die Knappheit konzentriert, von jenen getrennt werden, die die Performance verwässern. In diesem makroökonomischen Regime besteht einer der größten unbeabsichtigten Fehler darin, für den ganzen metaphorischen Obstsalat zu bezahlen, obwohl man eigentlich nur eine bestimmte Frucht wollte – nur um dann festzustellen, dass das Produkt größtenteils aus wässrigen und voluminösen Melonen besteht. In Bezug auf Rohstoffe steht die „Melone“ für ein Exposure in Durchsatz-Märkten.

Von folgenden Faktoren dominiertes Exposure sollte vermieden oder zumindest als taktisches Exposure herabgestuft werden:

- Breite Rohstoffindizes als strategische Position
- Märkte mit kurzer Angebotsreaktionszeit
- Hohe und leicht wiederaufbaubare Lagerbestände
- Hohe marginale Substituierbarkeit
- „Reflationskörbe“, die sich in Wirklichkeit als „Knappheitskörbe“ entpuppen

Der letzte Punkt bedarf einer Erläuterung. Viele Investments entwickeln sich während des anfänglichen Impulses gut, geben dann aber relative Zuwächse wieder ab, sobald die Angebotsreaktion den Markt bereinigt. Das ist nicht notwendigerweise ein schlechter Trade, sondern einfach ein anderer. Der Fehler besteht darin, das als Knappheit zu bezeichnen, was in Wirklichkeit ein Makro-Beta in einer Obstsalat-Verpackung ist.

Eine nützliche Faustregel: Wenn ein Markt wiederholt Verknappung durch eine angebotsseitige Reaktion ausgleicht, handelt es sich nicht um einen strukturellen Engpass. Es handelt sich um eine zyklische Entwicklung, getarnt als Knappheit.

” *Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts.*

William Bruce Cameron

” *The true Southern watermelon is a boon apart, and not to be mentioned with commoner things. It is chief of this world's luxuries, king by grace of God over all the fruits of the earth.*

Mark Twain

” *In resources, you are either a contrarian or you are going to be a victim.*

Rick Rule

Der Fehler besteht darin, das als Knappheit zu bezeichnen, was in Wirklichkeit ein Makro-Beta in einer Obstsalat-Verpackung ist.

Engpass-Screening: Worauf es ankommt

Es geht nicht darum, einen „Superzyklus“ vorherzusagen. Gesucht werden Märkte, auf denen die Engpässe auch dann noch bestehen, wenn die üblichen Anpassungsmechanismen versagt haben. Wenn Bankberater anfangen, einen Superzyklus anzukündigen, ist dies in der Regel ein

Zeichen dafür, selektiver zu werden und das Risiko einzuschränken. Entscheidend sind Engpässe, die mindestens drei der folgenden Merkmale aufweisen – je mehr, desto besser:

A) Zeitliche Wettbewerbsvorteile

- Genehmigungshürden und lange Vorlaufzeiten, einschließlich mehrjähriger Genehmigungsverfahren und langsamer Bauzyklen.
- Lange Entwicklungszeiträume von der Exploration über Machbarkeitsstudien und Finanzierung, bis hin zur Konstruktion und Inbetriebnahme.

B) Engpässe in der Wertschöpfungskette

- Konzentration in der Verarbeitung oder Raffinierung, z. B. Monopol- oder Oligopolstrukturen im Midstream-Bereich oder die Dominanz eines einzelnen Staates.
- Begrenzte Verarbeitungskapazitäten, bei denen zwar Rohstoffe vorhanden sind, aber die benötigte Form einen Engpass darstellt.

C) Kontrolle und Gerichtsbarkeit

- Konzentration des Zuständigkeitsbereichs, bei der sich das Angebot auf eine kleine Anzahl von Produzenten oder Regionen konzentriert.
- Risiko von Exportkontrollen oder Ressourcennationalismus, bei dem politische Maßnahmen das Angebot schneller einschränken können, als es durch Investitionen erweitert werden kann.
- Strategische Bevorratung, die bei steigendem Druck die verfügbare Menge verringert.

D) Geologische Gegebenheiten

- Sinkende Erzgehalte oder Auswirkung der Ressourcenerschöpfung.
- Komplexe metallurgische Verfahren, die eine rasche Ausweitung des Angebots verhindern.
- Abhängigkeit von Nebenprodukten, wobei der Preis dieses Rohstoffs selbst nicht Haupttreiber für das Angebot ist.

E) Anfälligkeit der Lagerbestände

- Geringe Lagerbestände.
- Geringe Reservekapazitäten und begrenzte Ausgleichsangebote.

F) Begrenzte Substituierbarkeit

- Geringe marginale Substituierbarkeit aufgrund technischer Einschränkungen, Qualifikationszyklen oder Sicherheits- und Regulierungsvorgaben.

- Starre Nachfrage bei wichtigen Endanwendungen, bei denen ein Ersatz langsamer erfolgt.

G) Abhängigkeit von der Infrastruktur

- Einzelne Schwachstellen in Häfen, im Schienenverkehr, bei der Energie- oder Wasserversorgung.
- Logistische Schwachstellen, deretwegen grundsätzlich verfügbare Vorräte dennoch nicht geliefert werden können.

H) Kapitalschwierigkeiten

- Kapitalmangel durch Anlagerichtlinien oder politische Beschränkungen, die die Kapitalbildung verzögern.
- Capex-Mangel kombiniert mit langsamer Reallokation.

Die entscheidende Frage lautet: An welchem Knotenpunkt wird der Markt geräumt? Wenn er an einem Engpass sitzt, wie z. B. Genehmigungsverfahren, Verarbeitung, Infrastruktur, Kontrolle und Witterung, statt an einer skalierbaren Angebotsreaktion, dann kommt man den strukturellen Gewinnern des Systems schon näher.

” *People are too quick to accept conventional wisdom, because it sounds basically true. Many things ‘everybody knows’ turn out to be wrong.*

Jim Rogers

Ein Test: 7 Fragen zur Unterscheidung von Engpass- und Durchsatz-Gütern

Als Service für unsere Leser haben wir das Durchsatz-Engpass-Framework in sieben praktische Fragen zusammengefasst, die auf jedes Rohstoffthema anwendbar sind. Das Ziel: Vor einem Investment zyklisches Reflations-Beta von echtem Knappheitsexposure trennen zu können.

” *I skate to where the puck is going to be, not where it has been.*

Wayne Gretzky

- Was will ich tatsächlich besitzen: Reflations-Beta oder Knappheits-Alpha?
- Handelt es sich bei diesem Markt um ein Durchsatz- oder Engpasssystem?
- Wo liegen die Beschränkungen: Ressourcenzugang, Genehmigungsverfahren, Verarbeitung, Infrastruktur, Rechtsprechung oder Witterung?
- Kann das Angebot innerhalb des preisbestimmenden Zeitraums reagieren? Wenn ja, ist diese Reaktion eher als zyklisch statt als strukturell zu betrachten.
- Sind die Lagerbestände und Reservekapazitäten groß genug, um Schocks aufzufangen und wiederhergestellt zu werden? Wenn ja, ist es wahrscheinlicher, dass Knappheitsprämien verschwinden.
- Ist die marginale Substitution real oder nur ein leeres Versprechen? Wie lange würde es dauern, um Alternativen zu identifizieren?
- Was müsste sich ändern, damit dieser Markt kein Engpass mehr ist: neue Verarbeitungskapazitäten, eine politische Kehrtwende, ein Ausbau der Infrastruktur, technologische Substitution oder eine Reform des Genehmigungsverfahrens?

Wenn Sie diese Fragen nicht eindeutig beantworten können, sollten Sie den Trade als das behandeln, was er ist: ein narratives Beta, kein Knappheitsrisiko. In diesem makroökonomischen Regime ist der Index das Aushängeschild, während die Knappheitsprämie am Engpass selbst verdient wird – dort, wo der Durchsatz versagt und das Grenzangebot nicht rechtzeitig ankommen kann. Machen Sie sich den Engpass zu eigen, oder akzeptieren Sie, dass der Korb genau die Entwicklungen verwässert, die Sie zu lukrieren versuchen. ■

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.

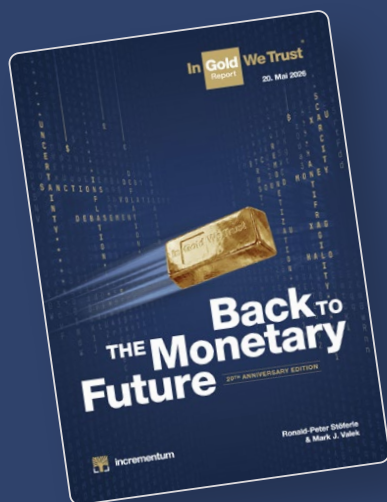




incrementum

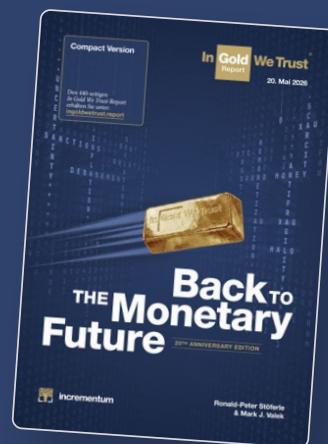
In Gold We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



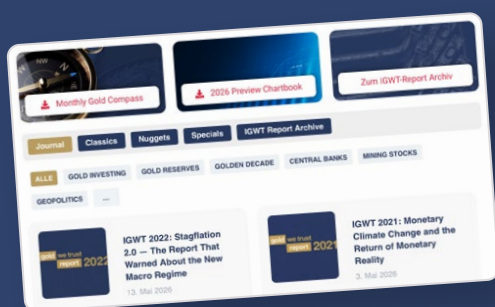
In Gold We Trust-Report 2026

<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 Kammel, Daniel Luis Gomes, Denis Ott, Carlo „Migs“ Caparas, David Waugh, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Isabella Vesely, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Felipe Hurtado, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ike-mizu, Max Urbitsch, Dr. Judy Shelton, Craig Tindale, Luke Gromen, Grant Williams, Bernd Gorbach, Wolfgang Stecher, SPiNN-WERK, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Richard Schodde, Silver Institute, dem World Gold Council, Mining Visuals, dem gesamten Incrementum-Team sowie unseren Familien!

Premium-Partner



Agnico Eagle

Als weltweit zweitgrößter Goldproduzent mit Sitz und Management in Kanada verfügt Agnico Eagle über eine Pipeline erstklassiger Entwicklungsprojekte, die das Wachstum in den kommenden zehn Jahren stützen werden.

www.agnicoeagle.com



Argenta Silver

Argenta Silver ist ein wachstumsorientiertes Explorationsunternehmen, das sich auf Silber für die Energiewende konzentriert. Das zu 100 % unternehmenseigene Vorzeigeprojekt El Quevar beherbergt eine hochgradige, reine Silberlagerstätte und umfasst 57.000 Hektar in einer erstklassigen Jurisdiktion: Salta, Argentinien.

www.argentasilver.com



Asante Gold

Asante ist ein auf Ghana fokussierter Goldproduzent, der die Goldminen Bibiani und Chirano betreibt, welche innerhalb der Goldgürtel Bibiani und Ashanti liegen. Beide Minen durchlaufen derzeit mehrere operative Wachstumsinitiativen, um die Goldproduktion im Jahr 2026 und darüber hinaus signifikant zu steigern.

www.asantegold.com



Barrick

Barrick ist ein weltweit führendes Minen-, Explorations- und Erschließungsunternehmen mit erstklassigen, langlebigen Gold- und Kupfer-Assets in 17 Ländern. Das Unternehmen ist der größte Goldproduzent der USA. NYSE: B | TSX: ABX.

www.barrick.com



Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein profitabler Goldproduzent in Simbabwe, der sich auf einen nachhaltigen Betrieb, Dividenden und diszipliniertes Wachstum durch Exploration und Erschließung konzentriert.

www.caledoniamining.com



Cerro de Pasco Resources

Cerro de Pasco Resources Inc. entwickelt das Projekt El Metalurgista in Zentralperu durch die Aufarbeitung historischer Haldenbestände. Dieser Ansatz verbindet die effiziente Wertstoffrückgewinnung mit einer nachhaltigen Umweltsanierung der Region.

www.pascoresources.com



Elemental Royalty

Elemental ist ein auf Gold spezialisiertes, wachstumsorientiertes Royalty-Unternehmen mit einem global diversifizierten Portfolio von über 200 Royalties. Dieses ist durch strategische Kernassets verankert und wird von erstklassigen Bergbaupartnern betrieben.

www.elementalroyalty.com



Elementum

Echte Werte. Mehr Sicherheit für Ihren finanziellen Wohlstand. Ihr kompetenter Partner für strategische Lösungen in physischem Gold und Silber. Für Privatpersonen, Familien, Arbeitgeber und Angestellte.

www.elementum-international.ch



Endeavour Mining

Endeavour Mining ist ein weltweit führendes Goldminenunternehmen und der größte Goldproduzent Westafrikas. Als Mitglied des World Gold Council fühlen wir uns den Grundsätzen des verantwortungsvollen Bergbaus verpflichtet und setzen alles daran, nachhaltigen Wert für alle unsere Stakeholder zu schaffen.

www.endeavourmining.com



Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Silberproduzent mit Minen in Mexiko und Peru. Das Unternehmen unterhält zudem ein diversifiziertes Explorationsportfolio in Mexiko, Chile und den Vereinigten Staaten, das ein organisches Wachstum sowie operative Exzellenz unterstützt.

www.edrsilver.com



Equinox Gold

Equinox Gold verfügt über ein Portfolio an hochwertigen Goldminen in Kanada sowie Nord- und Südamerika sowie über eine Pipeline an Wachstumsprojekten. Das Unternehmen setzt auf disziplinierte Umsetzung, operative Exzellenz und langfristige Wertschöpfung.

www.equinoxgold.com



First Majestic Silver

First Majestic ist ein börsennotierter Silber- und Goldproduzent mit vier Untertage-Minen in Mexiko. Über unsere zu 100% im Eigentum befindliche und betriebene Münzprägestalt First Mint, LLC, bieten wir außerdem Anlage-Edelmetalle direkt für Kunden an.

www.firstmajestic.com



First Mining Gold

First Mining ist ein Goldentwickler, der zwei der größten Goldprojekte in Kanada vorantreibt: das Goldprojekt Springpole im Nordwesten Ontarios und das Goldprojekt Duparquet in Quebec.

www.firstmininggold.com



Fortuna Mining

Fortuna Mining ist ein kanadisches Edelmetallunternehmen mit drei produzierenden Minen und Explorationsprojekten in Argentinien, der Elfenbeinküste, Mexiko, Peru und Senegal, wo das Projekt Diamba Sud einer potenziellen Bauentscheidung Mitte 2026 entgegengeht.

www.fortunamining.com



Harmony

Harmony, Südafrikas größter Goldproduzent, ist in Südafrika, Papua-Neuguinea und Australien tätig. Die Prognose für das Geschäftsjahr 2026 (FY26) liegt bei 1,4 bis 1,5 Moz Gold und 17.500 bis 18.500 t Kupfer. Die Reserven belaufen sich auf 36,8 Moz.

www.harmony.co.za



Kinross

Kinross Gold ist ein in Kanada ansässiges, weltweit tätiges Senior-Goldbergbauunternehmen mit aktiven Minen und Projekten in den USA, Brasilien, Mauretanien, Chile und Kanada.

www.kinross.com



Luca Mining

Luca Mining ist ein kanadisches Minenunternehmen, das Gold, Silber und Basismetalle fördert und zwei Minen in Mexiko betreibt. Der Schwerpunkt des Unternehmens liegt auf der Optimierung der Betriebsabläufe, der Steigerung der Produktion sowie dem Vorantreiben hochwertiger Explorationsmöglichkeiten.

www.lucamining.com



McEwen

McEwen Inc. bietet Anlegern ein Exposure an der wachsenden Gold- und Silberproduktion in Nord- und Südamerika, mit einem Ziel von jährlich 300.000 Goldäquivalentunzen (GEOs) bis 2030. Hinzu kommt das großangelegte Kupferprojekt Los Azules in Argentinien, das sich durch eine starke Wirtschaftlichkeit und geringe Umweltauswirkungen auszeichnet (Machbarkeitsstudie 2025).

www.mcewenmining.com



Mineros

Mineros ist ein seit 50 Jahren bestehender lateinamerikanischer Goldproduzent, der Minen in Kolumbien und Nicaragua betreibt. Das Unternehmen verfügt über eine Pipeline an Erschließungs- und Explorationsprojekten, darunter das Projekt La Pepa in Chile.

www.mineros.com.co



Münze Österreich

Die Münze Österreich AG ist für die Prägung der österreichischen Münzen verantwortlich und vertreibt Anlageprodukte wie den Wiener Philharmoniker in Gold, Silber und Platin sowie Goldbarren.

www.muenzeoesterreich.at



Newmont

Newmont ist das weltweit führende Goldminenunternehmen und produziert zudem Kupfer, Zink, Blei sowie Silber. Das Unternehmen verfügt über ein erstklassiges Portfolio mit Standorten in Afrika, Australien, Lateinamerika, Nordamerika und Papua-Neuguinea.

www.newmont.com



North Peak Resources

Hinter North Peak stehen die Gründer von Kirkland Lake Gold und Rupert Resources. Das Unternehmen exploriert und entwickelt die bereits vollständig genehmigte Liegenschaft Prospect Mountain, die sich im bisher unerschlossenen Zentrum des historischen, hochgradigen Gold- und Polymetall-Bergbaureviere Eureka in Nevada (USA) befindet.

www.northpeakresources.com



Ögussa

ÖGUSSA Goldbarren „Made in Austria“ bei Österreichs erster Adresse für Edelmetalle. Seit 1862. Barrengößen von 1 bis 1.000 Gramm und bis € 10.000,- anonym. Aktuelle An- und Verkaufskurse auf oegussa.at.

www.oegussa.at



Pan American Silver

Pan American Silver verfügt über ein breit gefächertes Portfolio an Silber- und Goldminen in Nord- und Südamerika, wo das Unternehmen seit über 30 Jahren tätig ist und sich einen Ruf für Nachhaltigkeit, operative Exzellenz und finanzielle Disziplin erarbeitet hat.

www.panamericansilver.com



Pinnacle Silver & Gold

Pinnacle Silver and Gold treibt die Entwicklung des hochgradigen El Potrero-Projekts in Durango, Mexiko, zügig in Richtung Förderaufnahme voran. Dank eines erfahrenen Teams und einer hohen Insider-Beteiligung liegt der Fokus von Pinnacle klar auf der Schaffung von Mehrwert für die Aktionäre.

www.pinnaclesilverandgold.com



Royal Gold

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

www.royalgold.com



Solit

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

www.solit-kapital.de



Sprott

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

www.sprott.com



Tudor Gold

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

www.tudor-gold.com



U.S. Gold

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

www.usgoldcorp.com



Von Greyerz

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

www.vongreyerz.gold

