

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



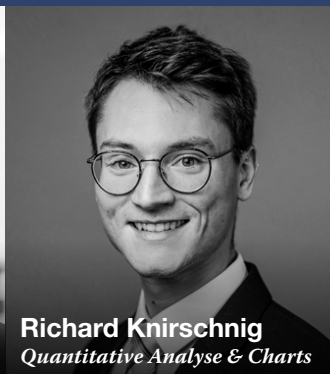
Kontakt: Sound Money Capital AG, Industriering 21, FL-9491 Ruggell, Fürstentum Liechtenstein | contact@soundmoneycapital.com

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.

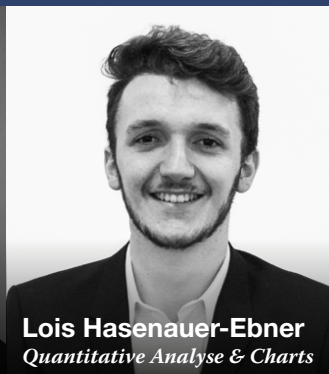
Copyright: 2026 Sound Money Capital AG. All rights reserved.



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirsch
Quantitative Analyse & Charts



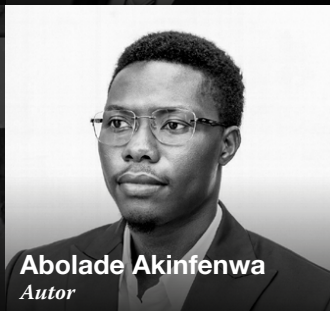
Lois Hasenauer-Ebner
Quantitative Analyse & Charts



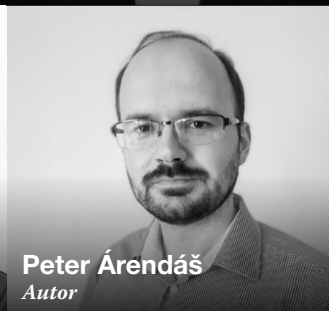
Doris Ringsmuth
Assistentin



Stefan Thume
Webdesign & Media



Abolade Akinfenwa
Autor



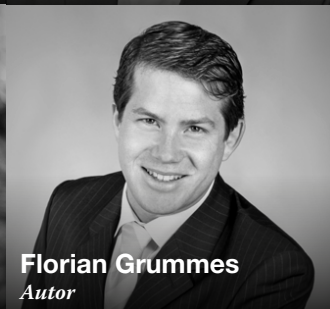
Peter Árendás
Autor



Ted Butler
Autor



Carlo „Migs“ Caparas
Autor



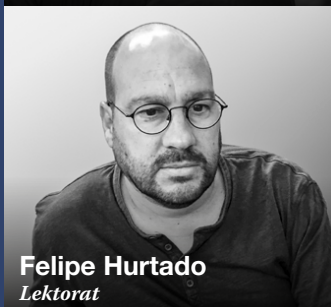
Florian Grummes
Autor



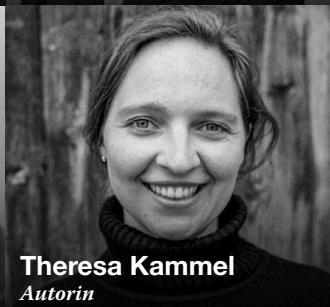
Daniel Gomes Luis
Autor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat



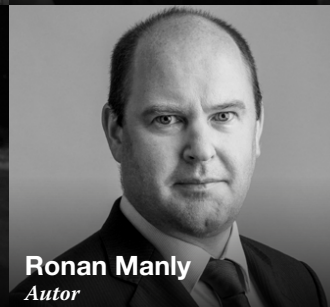
Felipe Hurtado
Lektorat



Theresa Kammel
Autorin



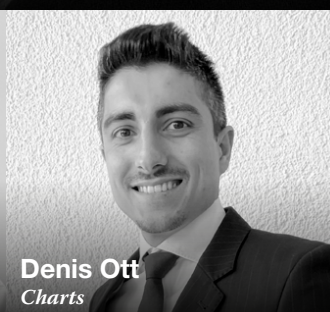
Lokaa Krishna
Autorin



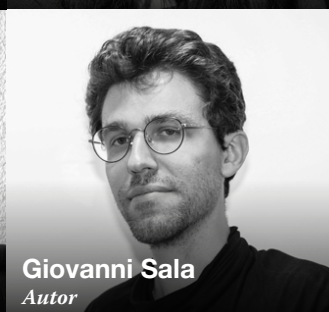
Ronan Manly
Autor



Paul Mylchreest
Autor



Denis Ott
Charts



Giovanni Sala
Autor



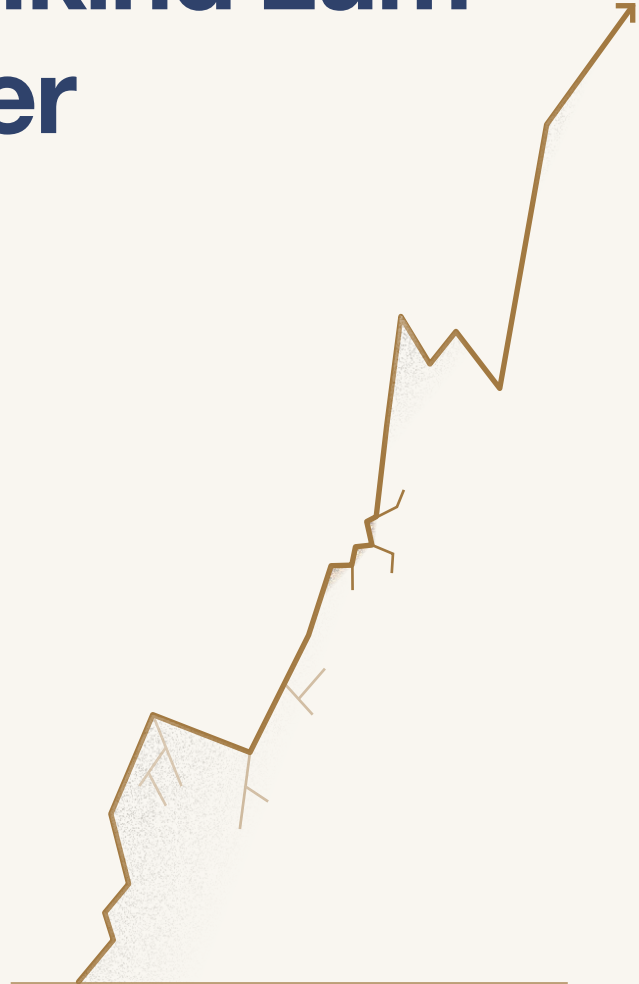
Charley Sweet
Lektorat



David Waugh
Autor

Das In Gold We Trust-Team

Gold- und Silberminer: Vom Problemkind zum Musterschüler



Key Takeaways

- Vom Problemkind zum Musterschüler: Kapitaldisziplin, Verschuldungsabbau und transparente Ausschüttungspolitik haben den Minensektor verwandelt.
- 2025 war das profitabelste Jahr der Goldminen-Geschichte: Die Free-Cashflow-Marge des GDX-Aggregats sprang von 4,2 % auf 24,5 %, der Gewinn je Aktie vervierfachte sich – während das KGV von 30,8x auf 19,8x fiel.
- M&A als die neue Exploration: Mit 21,2 Mrd. USD allein im Goldbereich war 2025 das aktivste M&A-Jahr seit 2010 – getrieben von strukturellem Reservenmangel. Die globale Discovery-Rate ist seit 2009 von 202 Funden auf 70–90 pro Jahr eingebrochen, die Kosten je Discovery von 50 auf 200 Mio. USD gestiegen.
- Public-Participation-Phase, nicht Mania: Die Senior-Producers haben die Eröffnungssalve geliefert, die Mid-Tier-Konsolidierung läuft, die Junior-Finanzierungen kehren zurück.
- Templeton-Lackmustest bestanden: Generalisten-Allokation marginal, ETF-Zuflüsse anämisch, auf den Cocktailpartys redet man über KI. Hatte John Templeton recht, stehen wir nicht am Ende dieses Bullenmarkts, sondern mittendrin. Bullenmarkt, nicht Bubble.

The secret to investing is to figure out the value of something – and then to pay a lot less.

Joel Greenblatt

Wenn ein Sektor das Leitmotiv „Back to the Monetary Future“ unseres 20. Jubiläumsreports verkörpert, dann ist es der Goldminensektor. Über ein Jahrzehnt hinweg war der Sektor das Fegefeuer des Kapitalmarkts. Die Narben von rund 500 Mrd. USD vernichtetem Aktionärswert, von zyklisch fehlgesteuerten Übernahmen, von unbedarfter Expansion in marginale Lagerstätten hatten die Branche für eine Generation institutioneller Investoren weitgehend uninvestierbar gemacht.

„Gold and silver are not simply rising cyclically; they are being monetarily re-priced. Furthermore the precious metals mining equities remain priced for linear outcomes, not exponential operating leverage.“

Ben Davies

Aufmerksame Leser unserer Mining-Kapitel werden sich erinnern: 2022 schrieben wir, die Branche habe „geliefert“, aber der Markt habe es noch nicht realisiert. 2023 wiederholten wir, dass „Generalisten und Value-Investoren das Wertversprechen des Minensektors (wieder-)entdecken“ würden. 2024 beschrieben wir den Sektor noch als „Unloved, Undervalued, Underowned“ und mahnten, dass viele Investoren von den Q1/2024-Kennzahlen „überrascht“ wären. Im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ schließlich präsentierten wir die These einer „Cashflow- und Margenoptimierung“. Nun ist sie eingetreten.

Performance verschiedener Edelmetallveranlagungen, in USD, 30/04/2026

	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Gold	40,6%	102,2%	161,3%	257,3%
Silber	126,3%	180,6%	184,7%	313,8%
GDX	80,1%	166,5%	157,0%	241,8%
GDXJ	89,5%	187,5%	145,2%	202,0%
SIL	117,4%	189,7%	112,5%	141,5%

Quelle: LSEG, Incrementum AG

„Gold will continue to vanish into private hoards against the day that even no metallic money will be had or seen any more...Gold mines will once again be viewed as mini-central banks.“

Dan Oliver

Die Daten der nachfolgenden Tabelle erlauben einige Schlussfolgerungen zur Entwicklung von Gold, Silber und Goldminenaktien. Zwar weist Gold über kurze Zeiträume durchaus Korrelationen zur Federal-Funds-Rate, der 10-jährigen Treasury-Rendite oder dem CPI auf – langfristig sind diese jedoch nicht belastbar. **Einzig die negative Korrelation zum US-Dollar hat Bestand, und sie hat sich 2025 erneut bewährt: Während der DXY um 9,4 % nachgab, legte Gold um 64,4 % zu.**

Bei Goldminenaktien zeigt sich erneut der dominante Treiber: der Goldpreis selbst, verstärkt durch operativen Hebel. Der GDM-Anstieg von 155,4 % bei einem Goldpreisplus von 64,4 % entspricht einem Beta von rund 2,4. Auch Silber blieb seinem Ruf als „Gold auf Steroiden“ treu – mit einem Plus von 146,8 % gegenüber 64,4 % bei Gold.

Performance diverser Wertanlagen und makroökonomischer Indikatoren, 2000–2026 YTD

Jahr	Gold (USD)	Silver (USD)	GDM	S&P 500	DXY	US-CPI*	Effektiver US-Leitzins*	US 10Y*
2000	-5,3 %	-15,0 %	-31,3 %	-10,1 %	7,5 %	3,38 %	6,24 %	5,96 %
2001	2,4 %	0,4 %	39,3 %	-13,0 %	6,6 %	2,83 %	3,89 %	4,96 %
2002	24,4 %	3,3 %	79,7 %	-23,4 %	-12,8 %	1,59 %	1,67 %	4,53 %
2003	19,6 %	24,6 %	47,1 %	26,4 %	-14,7 %	2,27 %	1,13 %	3,99 %
2004	5,6 %	14,5 %	-9,6 %	9,0 %	-7,0 %	2,68 %	1,35 %	4,26 %
2005	18,1 %	29,7 %	29,1 %	3,0 %	12,8 %	3,39 %	3,21 %	4,26 %
2006	23,0 %	46,1 %	21,9 %	13,6 %	-8,2 %	3,24 %	4,96 %	4,78 %
2007	30,9 %	14,8 %	16,9 %	3,5 %	-8,4 %	2,85 %	5,02 %	4,57 %
2008	5,4 %	-23,5 %	-26,8 %	-38,5 %	5,8 %	3,85 %	1,93 %	3,58 %
2009	24,8 %	48,9 %	37,3 %	23,5 %	-4,1 %	-0,34 %	0,16 %	3,27 %
2010	29,5 %	83,4 %	33,9 %	12,8 %	1,5 %	1,64 %	0,18 %	3,12 %
2011	10,2 %	-10,3 %	-16,2 %	0,0 %	1,5 %	3,16 %	0,10 %	2,73 %
2012	7,1 %	9,5 %	-9,9 %	13,4 %	-0,5 %	2,07 %	0,14 %	1,73 %
2013	-28,0 %	-36,0 %	-54,4 %	29,6 %	0,3 %	1,47 %	0,11 %	2,36 %
2014	-1,8 %	-19,3 %	-12,7 %	11,4 %	12,8 %	1,62 %	0,09 %	2,48 %
2015	-10,4 %	-11,7 %	-25,5 %	-0,7 %	9,3 %	0,12 %	0,13 %	2,09 %
2016	8,5 %	15,2 %	53,3 %	9,5 %	3,6 %	1,26 %	0,40 %	1,82 %
2017	13,1 %	6,4 %	11,3 %	19,4 %	-9,9 %	2,13 %	1,00 %	2,33 %
2018	-1,5 %	-8,7 %	-9,6 %	-6,2 %	4,4 %	2,44 %	1,83 %	2,89 %
2019	18,3 %	15,2 %	39,7 %	28,9 %	0,2 %	1,81 %	2,16 %	2,08 %
2020	25,0 %	47,8 %	22,5 %	16,3 %	-6,7 %	1,24 %	0,38 %	0,82 %
2021	-3,6 %	-11,7 %	-10,9 %	26,9 %	6,7 %	4,69 %	0,08 %	1,45 %
2022	-0,2 %	3,0 %	-10,3 %	-19,4 %	7,9 %	8,01 %	1,68 %	3,00 %
2023	13,1 %	-0,9 %	8,8 %	24,2 %	-2,1 %	4,14 %	5,02 %	3,97 %
2024	27,2 %	21,5 %	9,1 %	23,3 %	7,1 %	2,95 %	5,14 %	4,23 %
2025	64,4 %	146,8 %	155,4 %	16,4 %	-9,4 %	2,69 %	4,21 %	4,23 %
2026 YTD	7,1%	3,5%	3,7%	5,3%	-0,3%	2,69%	3,64%	4,22%
Kumulativ	1.400,6%	1.219,6%	711,2%	365,9%				

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

Was wir seit 2025 erleben, lässt sich nicht anders als eine goldene Renaissance des Miningsektors beschreiben – eine Rückkehr zu finanzieller Disziplin, operativer Exzellenz und aktionärszentrierter Governance, die noch vor einem Jahrzehnt undenkbar gewesen wäre. **Aus dem volatilen Zickzack des Bärenmarktes ist ein volatiler, aber eindeutiger Aufwärtstrend geworden.**

Performance und Profitabilität 2025

2025 war das profitabelste Jahr in der Geschichte des Goldbergbaus. Die operative Performance war solide, doch die eigentliche Botschaft lautet: Der starke Goldpreisanstieg hat einen weit überproportionalen Effekt auf Gewinne, Free Cashflow und Bilanzqualität entfaltet. Wachstum durch zusätzliche Unzen war nie der Treiber – es ist die schiere Hebelwirkung des Preises auf die Margen, die das Bild verändert hat.

Werfen wir einen Blick auf die Zahlen: *FactSet* aggregiert die Quartalergebnisse aller GDX-Konstituenten zu einem Sektor-Index. Der Gewinn je Aktie des GDX-Aggregats vervierfachte sich von 1,05 USD auf 4,63 USD – ein Plus von 341 %. Im selben Zeitraum sank das KGV von 30,8x auf 19,8x. Anders formuliert: Die Anleger zahlen heute für jeden verdienten US-Dollar ein geringeres Vielfaches als noch vor drei Jahren – und das, obwohl pro Aktie nun mehr als das Vierfache verdient wird.

„In mining, hope is not a strategy, but cash flow is.“

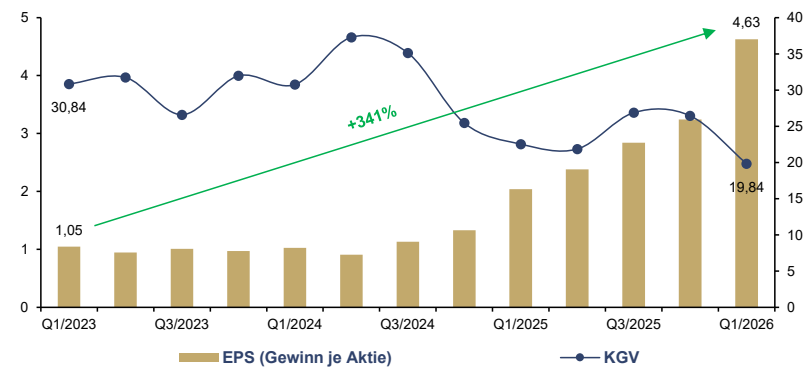
Pierre Lassonde

„If you pay well above the historical means for assets, you will get returns well below the historical mean.“

John Hussman

Das ist die wahre Anomalie dieses Zyklus. Selten in der Geschichte der Finanzmärkte konnte man eine strukturelle Vervielfachung der Profitabilität zu einem sinkenden Bewertungsmultiple einkaufen. Üblicherweise verläuft das Spiel umgekehrt: Steigende Gewinne ziehen steigende Multiples nach sich, und der Kurs leistet beides – Gewinnwachstum und Re-Rating. Hier hat der Markt nur den Gewinnsprung gewährt; das Re-Rating steht noch aus.

GDX (LTM), EPS (lhs), in USD, und KGV (rhs), Q1/2023–Q1/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG

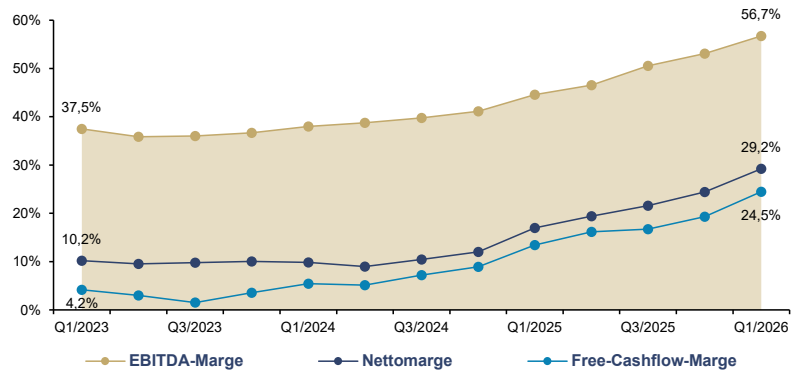
incrementum

„The fact is that one of the earliest lessons I learned in business was that balance sheets and income statements are fiction; cash flow is reality.“

Chris Chocola

Die Free-Cashflow-Marge des GDX-Aggregats lag in Q1/2023 bei 4,2 %, in Q1/2026 stand sie bei 24,5 %. Das ist ein Sprung um den Faktor sechs in 12 Quartalen, oder anders formuliert: Von jedem US Dollar Umsatz wandert heute beinahe ein Viertel als freier Cashflow auf die Bilanz. Die EBITDA-Marge wuchs parallel von 37,5 % auf 56,7 % – ebenfalls ein Niveau, das man sonst nur in den profitabelsten Tech-Industrien antrifft. **Wichtig ist, nochmals zu betonen: Der gesamte Profitabilitätssprung kam aus Margenexpansion, nicht aus Volumenswachstum.**

GDX (LTM), Margen, Q1/2023–Q1/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG

incrementum

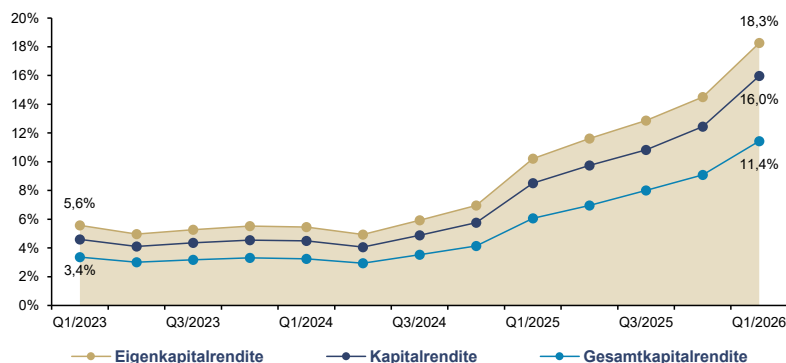
„Gebt mir einen festen Punkt, und ich werde die Erde aus den Angeln heben.“

Archimedes

Der nächste Chart illustriert die operative Hebelwirkung des Goldminensektors in Reinkultur. Während die Eigenkapital-, Kapital- und Gesamtkapitalrendite über fast zwei Jahre seitwärts tendierten, setzte ab Q3/2024 eine markante Beschleunigung ein. In Q1/2026 erreichte die Eigenkapitalrendite mit 18,3 % einen Spitzenwert, der vor drei Jahren noch undenkbar schien. Kapitalrendite (16,0 %) und Gesamtkapitalrendite (11,4 %) bestätigen das Bild. Hintergrund ist der inverse Zusammenhang zwischen Goldpreis und Cash-Kosten: Bei AISC-Margen von fast 3.000 USD pro Unze wandert jeder

zusätzliche Preisanstieg nahezu unverändert in die Gewinn- und Verlustrechnung. Wer trotz dieser Fundamentaldaten weiterhin behauptet, der Sektor sei „heißgelaufen“, verwechselt Kursperformance mit Bewertungsausweitung.

GDX (LTM), Rentabilitätskennzahlen, Q1/2023–Q1/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG



Wenn die Kosten steigen, weil der Goldpreis steigt

Die viel diskutierten Kostensteigerungen entpuppen sich bei näherem Hinsehen als überwiegend preisinduziert. Royalties, gewinnabhängige Steuern, Profit-Sharing-Komponenten und Wechselkurseffekte erklären den Löwenanteil des AISC-Anstiegs, nicht eine operative Verschlechterung.

Die einzige nennenswerte exogene Unsicherheit ist der Ölpreis. Da Diesel und Strom 2025 laut S&P Global rund ein Fünftel der Cash-Kosten ausmachen, könnten die realisierten AISC bei anhaltend hohem Ölpreis Richtung 1.800–1.900 USD pro Unze tendieren. Eine BMO-Analyse beziffert die Sensitivität präzise: Pro Ölpreisanstieg um 10 % steigen die Goldförderkosten um rund 2 %. Newmont selbst kalkulierte seine Februar-Guidance auf Basis von 70 USD/Barrel Brent und beziffert den Effekt einer Ölpreisveränderung von 10 USD/Barrel mit rund 12 USD pro Unze auf die AISC. Bei einer Margenexpansion um den Faktor 6,5 seit 2015 ist das eine Belastung, die im Lärm der Goldpreisrally untergeht.

„Like energy investing, mining is the business of driving dollars into the dirt and hoping you get more dollars back.“

Kailash Concepts

Exogen vs. endogen: Wo die wahre Herausforderung liegt

Differenzierung ist freilich geboten. Die strukturelle AISC-Inflation seit 2020 ist real – und sie hat zwei Quellen, die fundamental unterschiedlich zu bewerten sind:

- **Exogene Kostentreiber** wie Diesel, Stahl, Reagenzien oder Reifen sind mittlerweile gut über die Hedging- und Beschaffungspolitik der etablierten Produzenten abgedeckt. Sie sind operativ steuerbar.
- **Endogene Kosteninflation** wie fallende Erzgrade, abnehmende Mine-Lives oder steigende Stripping-Ratios ist hingegen nicht hedgebar. Die Mining-Industrie operiert seit Jahrzehnten gegen das Gesetz der abnehmenden Erträge, und kein Forward-Kontrakt der Welt kann einen Erzgrad zurückbringen, der einmal abgebaut ist.

Genau hier liegt die operative Wasserscheide des Sektors. **Senior-Producers mit Tier-1-Assets und langer Mine-Life sind die strukturellen Profiteure** – sie konvertieren die Margenexpansion nahezu vollständig in freien Cashflow. Mid-Tier- und Junior-Produzenten mit komplexeren Assets, kürzeren Mine-Lives oder capex-intensiven Wachstumsprojekten realisieren die Margenexpansion zwar ebenfalls, aber mit höheren operativen Risiken.

„Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.“

Warren Buffett

Die Branche kann heute gleichzeitig wachsen, entschulden und ausschütten – eine bemerkenswerte Konstellation für einen Sektor, der noch vor wenigen Jahren als Synonym für Kapitalvernichtung galt.

Wachsen, entschulden, ausschütten – und das gleichzeitig

Bemerkenswert ist die neue Mehrdimensionalität der Kapitalallokation. Die alte Entweder-oder-Logik – Wachstum *oder* Bilanzreparatur *oder* Ausschüttung – ist passé. Die Branche kann heute gleichzeitig wachsen, entschulden *und* ausschütten. Eine bemerkenswerte Konstellation für einen Sektor, der noch vor wenigen Jahren als Synonym für Kapitalvernichtung galt.

Unter unseren Premium-Partner-Minern war 2025 das Jahr, in dem das Kapital zu den Aktionären zurückkehrte – und nicht zurück in den Boden. Barrick führte den strukturellen Reset an: mit Rekord-Ausschüttungen von 2,4 Mrd. USD, einer Dividendenanhebung um 140 % und einem 1,5 Mrd. USD schweren Aktienrückkauf, flankiert von einer neuen Policy, die 50 % des zurechenbaren Free Cashflows als Jahresausschüttung anvisiert – bestehend aus einer fixen Quartalsdividende plus einem performanceabhängigen Top-up zum Jahresende. Newmont reichte rekordverdächtige 3,4 Mrd. USD an die Aktionäre weiter, bediente 3,6 Mrd. USD seines 6 Mrd. USD schweren Buyback-Programms, reduzierte gleichzeitig die Nettoverschuldung um 3,4 Mrd. USD und schloss 2025 mit einer Netto-Cash-Position von 2,1 Mrd. USD ab. Agnico Eagle erreichte mit 1,4 Mrd. USD Gesamtausschüttung (803 Mio. USD Dividenden, 600 Mio. USD Rückkäufe) einen Unternehmensrekord, hob die Dividende für 2026 um weitere 12,5 % an und wahrte damit eine ununterbrochene Dividendenhistorie, die bis 1983 zurückreicht. Kinross steigerte die Dividende um 17 % und das Buyback-Volumen auf 600 Mio. USD. Endeavour Mining schickte 435 Mio. USD an die Aktionäre – 93 % über dem eigenen Mindestcommitment – und kündigte für den Zeitraum 2026–2028 mindestens 1 Mrd. USD an Ausschüttungen an. Harmony erzielte unter der bestehenden Policy einen FY25-Rekord von 2,4 Mrd. ZAR (133 Mio. USD) und erweiterte anschließend ihren Dividendenrahmen von 20 % auf 30 % des Netto-Free-Cashflows mit Upside-Option auf 50 % – was die Interimsdividende für H1/FY26 mehr als verdoppelte.

Pan American Silver gab USD 221 Mio. via Dividenden und Buybacks zurück und erhöhte die Ausschüttung in drei aufeinanderfolgenden Quartalen, gekrönt von einem Plus von 29 % im Q4. Mineros zahlte USD 42 Mio. aus – bei einem Rekord-Nettogewinn von USD 145 Mio. – und hielt eine Fünfjahres-Dividendenwachstumsrate von rund 17 %. Am saubersten verkörpern die Royalty- und Streaming-Partner die neue Disziplin: Royal Gold markierte 2025 die 25. konsekutive Jahresdividenden-Erhöhung.

Equinox Gold reduzierte seine Nettoverschuldung seit Q2/2025 um USD 1,1 Mrd., kündigte im Februar 2026 die erste Dividende seiner Geschichte (USD 0,06 annualisiert) und ein erstes Aktienrückkaufprogramm an – der klassische Übergang von Aufbau zu Kapitalrückführung. Elemental Royalty, das Post-Merger-Konstrukt aus Elemental Altus und EMX, ging einen ähnlichen Weg mit einer ersten Jahresdividende von USD 0,12 – und einen Schritt weiter, indem registrierte Aktionäre die Wahl haben, ihre Ausschüttung in Tether-Gold-Token zu erhalten. First Majestic arbeitet mit einer umsatzgekoppelten Dividendenformel (1 % des Quartalsumsatzes), die die Ausschüttung pro Aktie 2025 nahezu verdoppelte, getragen von steigenden Silber- und Goldpreisen. Fortuna setzt lieber auf Rückkäufe als auf Dividenden: Das Unternehmen vernichtete 3,4 Mio. Aktien zu durchschnittlich USD 9,53, bevor es das Programm im Mai 2026 um weitere 5 % des Free Floats erneuerte. Die übrigen Mitglieder unseres Partner-Rosters – Explorer, Developer und Turnaround-Operationen – reinvestieren stattdessen in Ressourcenerweiterung. In dieser Phase des Zyklus ist auch das eine Form von Disziplin.

Die vier Säulen der neuen Disziplin

Vier Verhaltensänderungen tragen diese Wende und unterscheiden den aktuellen Zyklus fundamental von früheren Bullenmärkten:

- **Capex-Disziplin:** Selbst die für 2026 erwarteten Capex-Steigerungen von rund +25 % yoy bleiben deutlich unter den 2011/12-Höchstständen. Wichtiger noch: Das zusätzliche Geld fließt überwiegend in Brownfield-Erweiterungen bestehender Tier-1-Assets und nicht in Greenfield-Megaprojekte.
- **Hedging-Disziplin:** Aus dem Hedging-Debakel der späten 1990er- und frühen 2000er-Jahre hat die Branche gelernt: Die führenden Produzenten verkaufen heute zum Spotpreis und partizipieren damit voll an der Rally, statt sie wie in früheren Zyklen via Forward-Sales an die Banken zu verschenken.
- **Konservative Kalkulation:** Die Majors kalkulieren ihre Reserven zu 1.700–2.200 USD/oz – bei einem Spotpreis von rund 4.600 USD/oz. Doppelter Effekt: Die Reserven sind gegen einen Preisrückgang abgesichert, *und* es schlummert ein erhebliches Aufwertungs-Potenzial in den Bilanzen.
- **Verwässerungsdisziplin:** Der prägnanteste Indikator des Paradigmenwechsels: Im Superzyklus 2003–2012 wuchs die Aktienzahl der Majors teils zweistellig pro Jahr – getrieben durch Akquisitionen und Equity-Raisings. Heute liegt die Verwässerung deutlich niedriger, viele Produzenten kaufen sogar aktiv eigene Aktien zurück.

Die Branche hat aus den Exzessen der Vergangenheit gelernt. Die einzige offene Frage ist, ob die Investorenschaft diese Lektion ebenfalls verinnerlicht hat.

Die nächste M&A-Welle: Reservenbeschaffung als strategischer Imperativ

Das Wachstumsbild bleibt zweigeteilt: Die Senior-Produzenten erwarten 2026 einen durchschnittlichen Produktionsrückgang von rund 4,5 %, während Intermediates mit +5,4 % und Juniors mit +16,8 % expandieren. Das organische Wachstum verlagert sich klar in Richtung der „neuen Generation“ von Minen – Côté, Greenstone, Valentine, Tocantinzinho, Blackwater, Goose, Media Luna. Wer als Major an die Reserven dieser Generation will, steht vor einer simplen Wahl: bauen, finden – oder kaufen.

Genau hier setzt die nächste M&A-Welle an. 2025 dominierten drei Großtransaktionen den Markt: Coeur/New Gold (6,88 Mrd. USD), Gold Fields/Gold Road (3,69 Mrd. USD), Equinox/Calibre (2,13 Mrd. USD). Drei Strukturmerkmale heben diese Welle vom Akquisitionsexzess des Superzyklus 2003–2012 ab:

- **All-Stock und Mixed-Cash-Stock dominieren, reine Cash-Deals sind die Ausnahme.** Käufer setzen ihre relativ aufgewerteten Aktien als Akquisitionswährung ein, statt knappe Cash auszugeben.
- **Premium-Spreads zwischen 11 und 39 %** – weit entfernt von den 50–80 %-Prämien des letzten Superzyklus.
- **Strategische Logik, durchgängig Reservenbeschaffung, nicht Diversifikation:** Northern Star/De Grey, Pan American/MAG Silver, Coeur/New Gold, Fresnillo/Probe – kein einziger Conglomerate-Deal, kein einziger Schritt in fremde Rohstoffe.

Der strukturelle Hintergrund: sinkende Funde. Die Daten von Richard Schodde liefern die fundamentale Begründung dieser M&A-Logik: Wurden im Spitzenjahr 2009 noch 202 Funde gemeldet, sind es aktuell nur mehr 70–90 pro Jahr, die durchschnittlichen Kosten je signifikantem Fund sind von rund 50 Mio. USD vor dem Boom auf

Capex-Disziplin. Hedging-
Restraint. Konservative Kalkulation.
Verwässerungsdisziplin. Vier
Säulen, die diesen Zyklus
fundamental von früheren Bullen-
märkten unterscheiden.

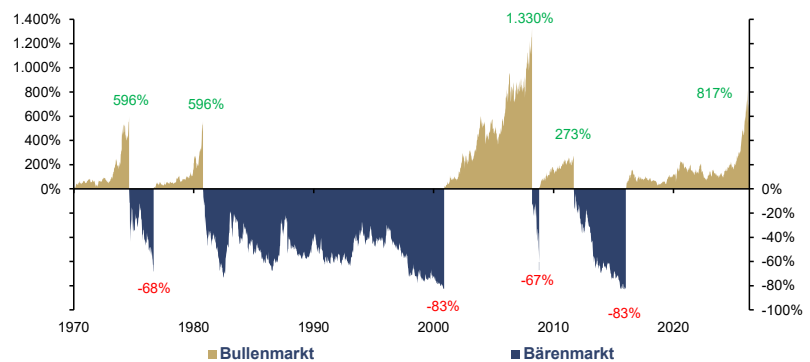
” You have to kiss a lot of frogs
before you find a prince. In
mining, you have to drill a lot of
holes before you find a mine.
Ross Beaty

heute rund 200 Mio. USD gestiegen. Seit 2010 wurden global nur 1.967 Moz Gold in 645 Lagerstätten entdeckt – bei zeitgleich 1.470 Moz an gefördertem Gold. Das klingt nach Reservenauflauf, ist aber nur dann positiv, wenn man das Ressourcenwachstum bei bestehenden Minen einrechnet. Bei echten neuen Funden durch eigenständige Explorationsaktivität ist die Bilanz defizitär.

Goldminenaktien: Aktives Management ist gefragt!

Leser sind mit unserer Unterscheidung zwischen *Sicherheitsgold*, d. h. physisches Gold zum Kaufkraftherhalt, und *Performance-Gold*, d. h. Minenaktien und Mining-Fonds zum Kapitalzuwachs, bereits vertraut. **Angesichts der vielfältigen Risiken plädieren wir im Umgang mit Goldminenaktien für eine aktive Investmentstrategie.** Denn nicht nur die Bullenmärkte sind in der Regel deutlich ausgeprägter als bei herkömmlichen Aktiensektoren, sondern auch die Bärenmärkte.

Goldminenaktien* Bullen-/Bärenmarkt, in USD, 01/1970–05/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1970–11/2000, HUI = 11/2000–



Das Incrementum Active Aurum-Signal

„Catenaccio is not just defending; it's about knowing when to strike. You wait, you watch, and then you kill them on the counter.“

Nereo Rocco

Doch anhand welcher Kriterien lässt sich der optimale Zeitpunkt, um in die Offensive zu gehen und sich Performance-Gold ins Portfolio zu legen, bestimmen? Und wann ist es gemäß der Football-Weisheit „Die Offensive gewinnt Spiele, die Defensive aber Meisterschaften“ an der Zeit, defensiver zu agieren?

In den vergangenen Jahren haben wir uns intensiv mit dieser Fragestellung beschäftigt und ein Signal entwickelt, das uns dabei hilft, diesen Zeitpunkt präzise zu antizipieren. Das Ergebnis unserer Analyse ist unser proprietäres *Incrementum Active Aurum-Signal*, das wir zum ersten Mal im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ im Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ vorgestellt hatten. Dieses Signal dient dazu, den optimalen Zeitpunkt für die Anpassung des Gold-Exposures im Portfolio zu bestimmen.¹

Zusammensetzung

Das *Incrementum Active Aurum-Signal* besteht aus zwei Sub-Signalen: dem Zyklus-Signal und dem Fundamental-Signal. **Das Zyklus-Signal setzt sich aus fünf anti-zyklischen Komponenten zusammen:**

¹ Dieses proprietäre Signal unterstützt die Gewichtungen des *Incrementum Active Gold Fund*.

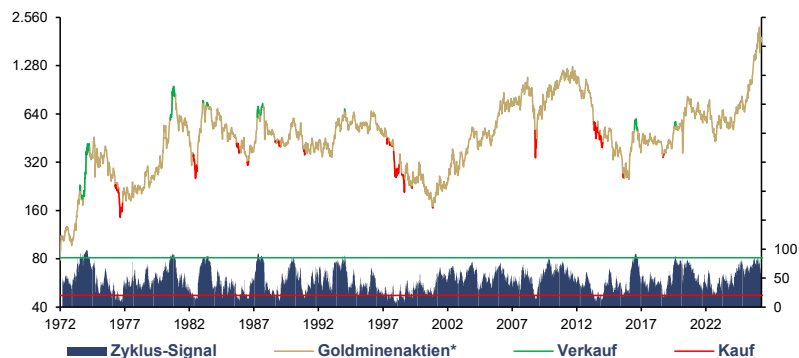
- **Momentum:** Relative-Strength-Index (RSI) der Goldminenaktien
- **Sentiment:** CFTC-Netto-Goldpositionierung
- **Risikoappetit:** Bollinger-Bänder auf Goldminenaktien/Gold-Ratios
- **Makro-Umfeld:** Treasury-Inflation-Protected Securities (TIPS)
- **Boom/Bust-Indikator:** Goldminenaktien relativ zu ihrem gleitenden Durchschnitt

Alle Subindikatoren des Zyklus-Signals oszillieren zwischen 0 und 100 und wirken in unterschiedlichen Gewichtungen auf das Zyklus-Signal ein. Insgesamt ergibt sich daraus das Zyklus-Signal, ebenfalls mit einem Wert zwischen 0 und 100. Kauf- bzw. Verkaufssignale werden generiert, wenn das Zyklus-Signal über 85 (= Verkaufssignal) bzw. unter 20 (= Kaufsignal) liegt.

„Die größten Entdeckungen entstehen oft aus einer Reihe kleinerer Entdeckungen, die sich zusammenfügen.“

Alexander Fleming

Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Zyklus-Signal (rhs), 01/1972–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Der zweite Eckpfeiler des *Incrementum Active Aurum-Signals* ist das **Fundamental-Signal**, welches als **prozyklischer Marktumfeld-Indikator für Goldminenunternehmen verstanden werden kann**. Im Gegensatz zum Zyklus-Signal kennt das Fundamental-Signal lediglich zwei Ausprägungsstufen:

„Markets are never wrong – opinions often are.“

Jesse Livermore

- 0: negatives/schwaches Fundamental-Umfeld
- 100: positives/starkes Fundamental-Umfeld

Bei einem Wert von 100 wird ein Kaufsignal ausgelöst, bei einem Wert von 0 das Verkaufssignal.

Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Fundamental-Signal (rhs), 01/1972–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

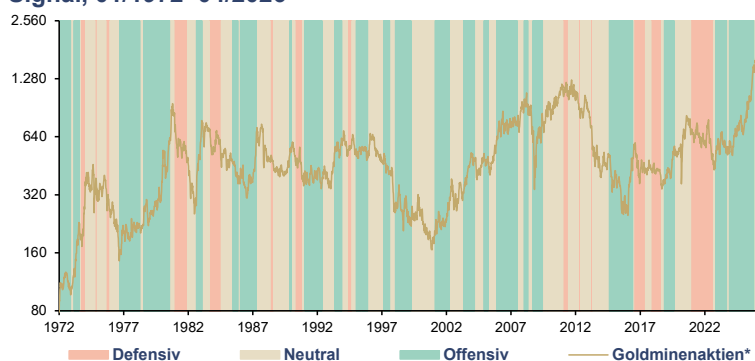


Interpretation des Signals

Die Kombination aus den beiden Sub-Signalen ergibt das *Incrementum Active Aurum*-Signal, welches drei Ausprägungsstufen hat:

- offensiv: Beide Sub-Signale stehen auf „kaufen“.
- neutral: Die beiden Sub-Signale weisen divergierende Ausrichtungen auf.
- defensiv: Beide Sub-Signale stehen auf „verkaufen“.

Goldminenaktien* (log), in USD, und Incrementum Active Aurum-Signal, 01/1972–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Backtest-Eigenschaften

Im Backtest seit 1971 zeigt das *Incrementum Active Aurum-Signal* im Schnitt 1,5 Signalwechsel pro Jahr an. Diesen Wert interpretieren wir als positiv.

Eine simple Backtest-Strategie mithilfe des *Incrementum Active Aurum-Signals* lässt sich umsetzen, indem bei einer offensiven Ausrichtung eine vollständige Investition zu 100 % in Goldminenaktien erfolgt, bei einem neutralen Signal eine Investition zu 50 % und bei einer defensiven Signalausprägung zu 0 %. Als Anlageinstrumente haben wir für den Backtest von 1971–2005 den Barron's Gold Mining Index (BGMI) und ab dem Auflagejahr 2006 den VanEck Gold Miners UCITS ETF (GDX) herangezogen. Während der BGMI der älteste Goldminenaktienindex weltweit ist, stellt der GDX ein Anlagevehikel im Bereich der Goldminen dar, in das die allermeisten Investoren global investieren können.

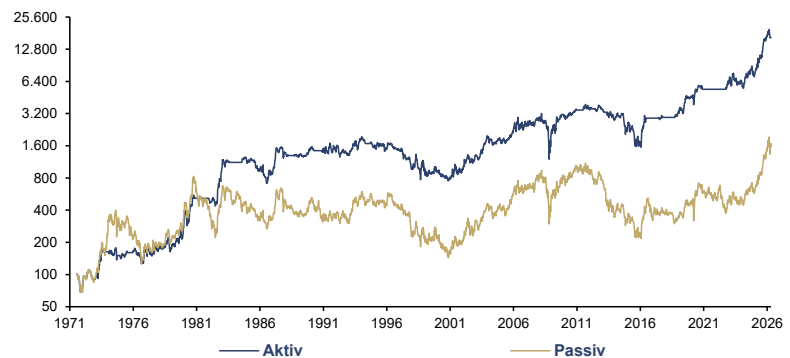
Die zentrale Frage lautet nun: Wie sieht die Performance einer aktiven Goldminenaktien-Strategie mithilfe unseres *Incrementum Active Aurum-Signals* im Vergleich zu einer passiven Strategie, sprich einer Strategie, bei der man immer zu 100 % in Goldminenaktien investiert ist, aus? **Die Ergebnisse sprechen eine klare Sprache.**

„It is a capital mistake to theorize before one has data.

Arthur Conan Doyle

Die annualisierte Volatilität der aktiven Strategie liegt bei 26,05 % – zehn Prozentpunkte unter der passiven Strategie (36,93 %). Bessere Performance bei geringerem Risiko.

Performance-Vergleich: Aktive vs. Passive Goldminenaktienstrategie* (log), in USD, 100 = 07/1971, 07/1971–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

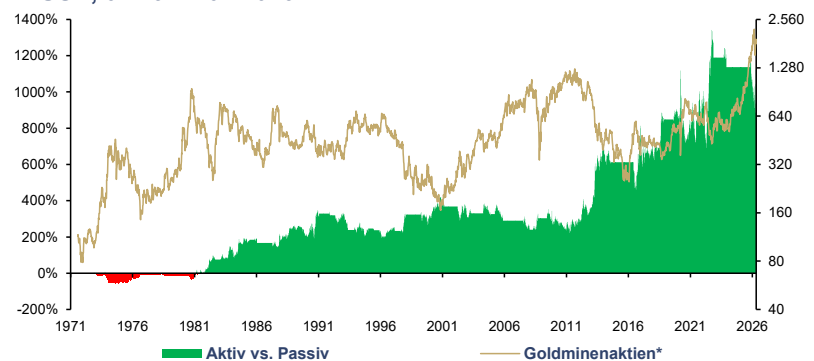


» *In God we trust, all others bring data.*

W. Edwards Deming

Während eine passive Strategie seit 1971 eine Performance von etwa 1.477 % (CAGR von 5,16 %) erzielen konnte, erreichte die aktive Minenaktienstrategie eine Performance von über 16.000 % (CAGR von 9,76 %). Positiv festzuhalten ist in diesem Zusammenhang, dass die Überrendite nicht aufgrund einer zeitraumabhängigen Outperformance in einer kurzen Periode erzielt wurde, sondern konstant über den gesamten Zeitverlauf. Die Ergebnisse des relativen Performance-Backtests sind demnach unabhängig vom Zeitraum.

Überrendite Aktiv vs. Passiv (lhs), und Goldminenaktien* (rhs, log), in USD, 07/1971–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Zu Beginn haben wir verdeutlicht, dass ein Investment in Goldminenaktien aufgrund ihrer ausgeprägten Volatilität möglicherweise für viele Investoren abschreckend wirkt. Daher ist es im Rahmen des Backtests nicht nur wichtig, die Performance zu betrachten, sondern auch Risikokennzahlen zu analysieren.

Der nächste Chart illustriert den Draw-down-Vergleich zwischen einer passiven

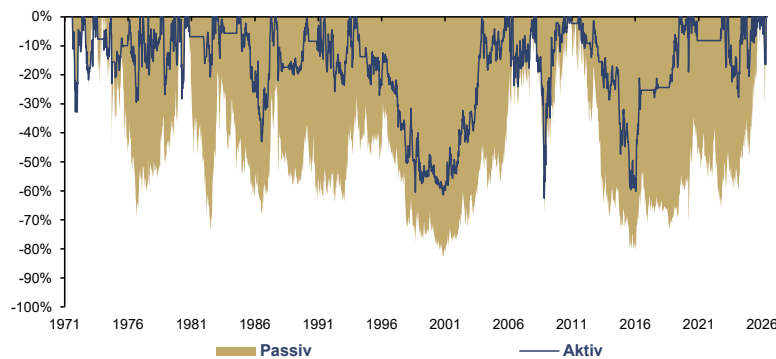
Minenstrategie und einer aktiven Strategie unter Verwendung des *Incrementum Active Aurum-Signals*. Das Ergebnis ist eindeutig: Die aktive Strategie verzeichnete wesentlich geringere Drawdowns. Zudem liegt die annualisierte Volatilität der aktiven Strategie bei 26,05 % und damit zehn Prozentpunkte unter der Volatilität einer passiven Strategie (36,93 %).

Die Senior-Producer-Rally 2024 bis 2025 war die Eröffnungssalve. Der Hauptakt – die Rotation in die Spätphasen-Hebelklassen – steht noch aus.

„Gains are overrated. Avoiding loss is underrated.“

D. Muthukrishnan

Drawdown-Vergleich: Aktive vs. Passive Goldminenaktienstrategie*, 07/1971–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–



Die erzielten Ergebnisse legen somit nahe, dass eine durch das *Incrementum Active Aurum-Signal* unterstützte aktive Strategie einer passiven Goldminenaktien-Strategie sowohl hinsichtlich der Performance als auch hinsichtlich der Risikocharakteristika deutlich überlegen ist. Das Signal ermöglicht einen Investmentprozess, der nicht nur die langfristigen Marktzyklen, sondern auch kurzfristige Volatilität und Trends in Betracht zieht, um das Gold(-Minenaktien)-Exposure im Portfolio besser an wechselnde Marktbedingungen anzupassen. Im Backtest besticht das *Incrementum Active Aurum-Signal* mit einer deutlichen Outperformance gegenüber einer passiven Minenaktienstrategie. Dies wird durch die nachfolgende Tabelle veranschaulicht, in der sowohl Performance- als auch Risikokennzahlen aufgeführt sind.

„You get volatility in the market because people overreact to news, good or bad. That's where the bargains are.“

Peter Lynch

Passive vs. aktive Minenaktienstrategie, in USD, 07/1971–04/2026

	Passiv	Aktiv
Performance	1.477 %	16.279 %
CAGR	5,16 %	9,76 %
Annualisierte Volatilität	36,93 %	26,05 %
Sharpe-Ratio	0,14	0,36
Sortino-Ratio	0,19	0,46
Omega-Ratio	1,05	1,17
Schiefe	-0,49	0,01
Max DD	-82,53 %	-62,56 %
RoMaD	3,34	8,15

Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

„I do not play according to a given set of rules; I look for changes in the rules of the game.“

George Soros

„The trick is to win at the slowest speed possible.“

Niki Lauda

„The topic of getting rich versus staying rich is undervalued because the former can be driven by luck, but the latter is almost pure strategy and tactics.“

Morgan Housel

Aktuelle Entwicklung des Signals

Nach einer eindrucksvollen Rally im Edelmetallsektor hat das *Incrementum Active Aurum-Signal* per 10. Oktober 2025 zunächst von **offensiv auf neutral** gewechselt. Damit erfolgte der erste Signalwechsel seit dem Live-Tracking per 1. Jänner 2024. In der **Offensiv-Phase von 1. Dezember 2023 bis 10. Oktober 2025** verzeichnete der HUI-Index in USD gerechnet einen Anstieg von rund 150 %. Der Wechsel beruhte auf einer antizyklischen Marktüberhitzung im Zyklus-Signal, während das Fundamentalsignal weiterhin positiv blieb.

Am 20. März 2026 erfolgte dann der Wechsel von **neutral auf defensiv**. Auslöser für den Signalwechsel war das deutlich eingetrübte Marktumfeld im Edelmetallsektor im Zuge des Iran-Kriegs, wodurch das Fundamentalsignal nun ebenfalls drehte. Steigende Energiepreise nähren neue Inflationssorgen, treiben die Renditen nach oben und gestalten die Zinserwartungen falkenhafter. Gleichzeitig ergibt sich daraus eine herausfordernde Kombination für Goldminenaktien. Hinzu kommt, dass mögliche Risk-off-Bewegungen an den Aktienmärkten Minenaktien zusätzlich belasten können, da sie aufgrund ihres Aktiencharakters eine entsprechende Sensitivität gegenüber der allgemeinen Marktstimmung aufweisen.

Die aktuell defensive Signal-Ausprägung ist nicht als strukturell negatives Votum für Gold und Minenaktien zu verstehen und ebenso wenig als generelle Verkaufsempfehlung. Vielmehr legt das Signal nahe, taktisch Risiko aus dem Minensegment zu nehmen, um bei verbesserter Ausgangslage wieder offensiver agieren zu können. Der längerfristige strukturelle Investment-Case für Gold und Minenaktien bleibt aus heutiger Sicht intakt. Gerade in diesem Spannungsfeld zeigt sich der Mehrwert von **aktivem Management**, das strategische Überzeugungen mit einem disziplinierten, quantitativen Signalsystem verbindet.

Wo stehen wir im Zyklus? Die drei Phasen nach Dow und ihre Übersetzung auf den Mining-Sektor

„The public, as a whole, buys at the wrong time and sells at the wrong time.“

Charles Dow

Charles Dow beschrieb die *Public-Participation*-Phase als längste der drei Phasen eines Bullenmarkts: zunehmende öffentliche Beteiligung, trendbestätigende Fundamentaldaten, breit fundierte Kursanstiege – und, entscheidend, eine Kapitalrotation von den Frühphase- zu den Spätphase-Asset-Klassen. Übersetzt auf den Mining-Sektor heißt das: zuerst Royalties & Streamer sowie Senior-Producers, dann Mid-Tier, am Ende Junior-Explorer.

Goldminen-Bullenmarkt nach Dow-Theorie

Phase	Treiber	Bevorzugte Asset-Klassen	Marktverhalten
Accumulation (Phase 1)	Frühe Smart-Money-Käufer, Kontraindikator zur öffentlichen Meinung	Physisches Gold, Royalty-Champions; Senior-Producers	Niedrige Volumen, narrative Skepsis
Public Participation (Phase 2)	Trend-Bestätigung, Fundamentaldaten verbessern sich, Generalist-Allokation kehrt zurück	Senior-Producers → Mid-Tier-Producers → Developers	Steigende Volumen, breite Kursanstiege
Distribution (Phase 3)	Smart Money verkauft an späte Generalist-Käufer	Mid-Tier-Producers → Junior-Developers → Pure Explorers	Mania-Volumen, parabolische Bewegungen, FOMO

Quelle: Incrementum AG

Wo stehen wir heute? Inmitten der *Public-Participation*-Phase. Vier empirische Indikatoren zeichnen ein konsistentes Bild:

- **Die Senior-Producers haben die Eröffnungssalve geliefert.** Die ersten 18 bis 24 Monate des Bullenmarkts gehörten klar den großen Cashflow-Generatoren – jenen Konzernen, die die Margen-Expansion am unmittelbarsten in Free Cashflow konvertieren konnten.

- **Die Mid-Tier-Konsolidierung läuft auf Hochtouren.** Gold-M&A-Transaktionen erreichten 2025 mit 21,2 Mrd. USD über 32 Transaktionen den höchsten Wert seit 2010. Die strategische Logik ist eindeutig: Reservenbeschaffung über Akquisition, weil Greenfield-Exploration schlicht zu langsam und zu teuer geworden ist.
- **Die Junior-Finanzierungen kehren zurück.** Nach fünf Jahren mit schwachen Kapitalzuflüssen, mit dem Tiefpunkt 2024 bei 10,27 Mrd. USD, deutet sich nun die Trendwende an. Auch am unteren Ende des Marktes hat sich 2025 einiges getan. Wir haben das zweitbeste Jahr für Finanzierungen seit 2011 gesehen. Bis Anfang März sah es in 2026 nach einem Rekordjahr aus, allerdings hat die Krise im Mittleren Osten den Risikoappetit der Anleger etwas gezügelt.

Trotz Rekord-Free-Cashflows, Net-Cash-Bilanzen und einer Margenexpansion vom Faktor 6,5 seit 2015 preist der Markt die Miner weiterhin so ein, als hätte die letzte Dekade nicht stattgefunden.

Die Diagnose ist eindeutig. Wir stehen weder am Anfang noch am Ende der *Public-Participation*-Phase, sondern mittendrin. Die Rotation von den Seniors hin zu Mid-Tier-Producers und Developers hat begonnen, aber die finale, lautstarke Welle in Richtung Junior-Explorer fehlt noch.

Damit liegt der verbleibende Sweetspot dieses Bullenmarkts klar erkennbar bei den Mid-Tier-Producers, den Developers und den qualitativ hochwertigen Juniors. Die Senior-Producer-Rally 2024 bis 2025 war die Eröffnungssalve. Der Hauptakt – die Rotation hin zu den Spätphasen-Hebelklassen – steht noch aus.

Der Time-Lag der Goldminer: 1980er- vs. 2011er-Muster

Eine der zentralen Timing-Fragen für Mining-Investoren lautet: Peak der Minensektor vor oder nach dem Goldpreis? Die historische Antwort ist verblüffend uneindeutig, denn die beiden letzten säkularen Bullenmärkte zeigen ein exakt spiegelverkehrtes Muster.

1980: Miner-Peak NACH dem Gold-Peak. Gold erreichte am 21. Jänner 1980 sein damaliges Allzeithoch von 850 USD. Der Barron's Gold Mining Index (BGMI) folgte erst neun Monate später, am 17. Oktober 1980, bei rund 1.285 Punkten. Während Gold zwischen Jänner und April 1980 um 41 % korrigierte, startete der BGMI im April eine sechsmonatige Rally und verdoppelte sich nahezu – obwohl der Goldpreis bereits weit unter sein Jänner-Hoch gefallen war. Mania-Distribution im Lehrbuchstil: Generalisten steigen spät ein und konzentrieren ihre Käufe auf die Miner, weil dort im finalen Crescendo die größten Renditen winken.

2011: Miner-Peak VOR dem Gold-Peak. Im 2000er-Bullenmarkt verlief das Muster spiegelbildlich. Der HUI markierte sein Allzeithoch bereits im April 2011 bei rund 638 Punkten. Gold zog erst fünf Monate später nach und erreichte im September 2011 einen Preis von 1.921 USD. Die Miner begannen ihren Bärenmarkt also, als Gold noch in der finalen Aufwärtsbewegung war. Das Ergebnis war brutal: Der HUI verlor bis Jänner 2016 83 %, Gold „nur“ 45 %.

Die beiden Setups könnten kaum unterschiedlicher sein. 1980 dominierten kostendisziplinierte, schuldenfreie, erzgehaltreiche Produzenten – südafrikanische Untertage-Minen und nordamerikanische Tier-1-Projekte –, die ungehebelt am Goldpreis partizipierten. 2011 hingegen steckte die Branche tief in der Phase ungetimter Mega-Akquisitionen, extrapolierte Reservenpreise und ausufernder Capex-Programme. Die

» Der wichtigste Gedanke auf dem Gipfel gilt dem Weg nach unten.

Reinhold Messner

Margen-Story wurde von strukturellen Bilanz- und Governance-Problemen überlagert – und der Markt diskontierte diese Diskrepanz, bevor die Goldpreis-Korrektur überhaupt einsetzte.

Die Lehre für heute: Mit Net-Cash-Bilanzen, Hedging-Disziplin, konservativen Reservenpreis-Annahmen und ausgeprägter Kapitaldisziplin ähnelt der Mining-Sektor von 2026 strukturell weit mehr dem disziplinierten 1980er- als dem überoptimistischen 2011er-Setup. Trägt diese Parallele, markieren die Miner ihren Peak nicht vor, sondern nach dem Gold. Selbst wenn Gold in den kommenden Quartalen seinen zyklischen Peak findet, könnte die Mining-Outperformance weitere sechs bis zwölf Monate andauern – und genau diese Distributionsphase war 1980 die profitabelste Periode des gesamten Zyklus.

Die relative Bewertung der Miner

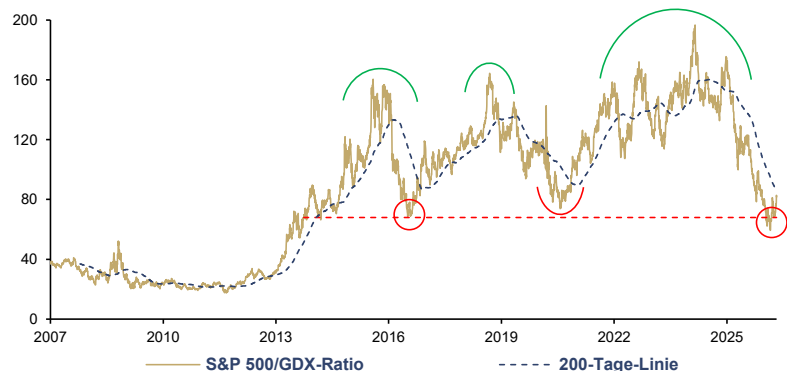
Goldaktien sind historisch attraktiv bewertet, egal ob gemessen am Nettoinventarwert, der Produktion, den Reserven oder dem Buchwert. Sehen wir uns nun aber die relative Bewertung der Minenaktien an.

» *Getting to the top is optional.
Getting down is mandatory.*

Ed Viesturs

Der erste Chart illustriert die relative Stärke der Goldminenaktien gegenüber dem S&P 500. Nach Jahren erbarmungsloser Underperformance haben die Miner seit Anfang 2025 die Initiative zurückgewonnen und das Ratio bis auf rund 76 gedrückt – ein Niveau, das zuletzt Anfang 2016 markiert wurde. Das Ratio notiert nun deutlich unter seiner 200-Tage-Linie. Vom historischen Extrem sind wir gleichwohl noch weit entfernt: Am Ende des letzten großen Goldzyklus lag das Ratio im Tief bei 18.

S&P 500/GDX-Ratio, 01/2007–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

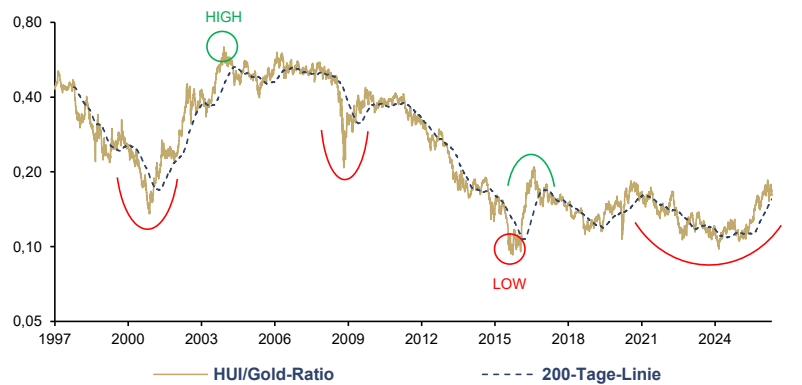


» *The best investments are usually made when you feel most uncomfortable about making them.*

Stanley Druckenmiller

Das HUI/Gold-Ratio zeichnet ein bemerkenswertes Bild: Mit aktuell rund 0,11 notiert es deutlich unter dem langfristigen Mittelwert von 0,28. Zur Einordnung: Im Hoch lag das Ratio bei 0,64, am Tief 2015 bei rund 0,10 – aktuell befinden wir uns also nahe am Tiefpunkt. Eine simple Mean Reversion zum historischen Mittelwert würde eine Verdoppelung der relativen Bewertung implizieren, ein Anstieg auf das frühere Hoch eine Versechsfachung. Trotz Rekord-Free-Cashflows, Net-Cash-Bilanzen und einer Margenexpansion vom Faktor 6,5 seit 2015 preist der Markt die Miner weiterhin so ein, als hätte die letzte Dekade nicht stattgefunden.

HUI/Gold-Ratio, 01/1997–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Während die Senior Producers (GDX) in den vergangenen Quartalen massiv aufgewertet haben, hinken die Junior Miner (GDXJ) ihren großen Brüdern noch hinterher. Das GDXJ/GDX-Ratio notiert mit rund 1,30 nahe seinem strukturellen Tief – fast 50 % unter dem Niveau zu Beginn des Beobachtungszeitraums 2011. Seit 2024 zeigt sich allerdings eine vorsichtige Trendwende: Die Juniors gewinnen langsam relative Stärke. Im Übergang zur Public-Participation-Phase ist die strukturelle Untergewichtung der Juniors damit das, was sie historisch gewöhnlich ist: ein Setup für überproportionale Aufholbewegungen.

” One of the things I have learned as a portfolio manager – maybe “the” hardest thing to do as a PM – is to do nothing.

Steve Eisman

GDXJ/GDX-Ratio, 01/2011–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

 incrementum

Fazit: Bullenmarkt, nicht Bubble

Im Vorjahr hatten wir im Kapitel „Performance-Gold: Ist nun die Zeit für Minenaktien gekommen?“ geschrieben:

...erwarten wir, dass Minenaktien – und ihre Aktionäre – nach einer anstrengenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. Nun liegt es jedoch an der Branche, die in den letzten Jahren gemachten Versprechen einzulösen und neues Vertrauen bei den Anlegern aufzubauen.

Dies ist eingetroffen und hat die geduldigen Investoren mit reichlich Kursgewinnen belohnt.

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

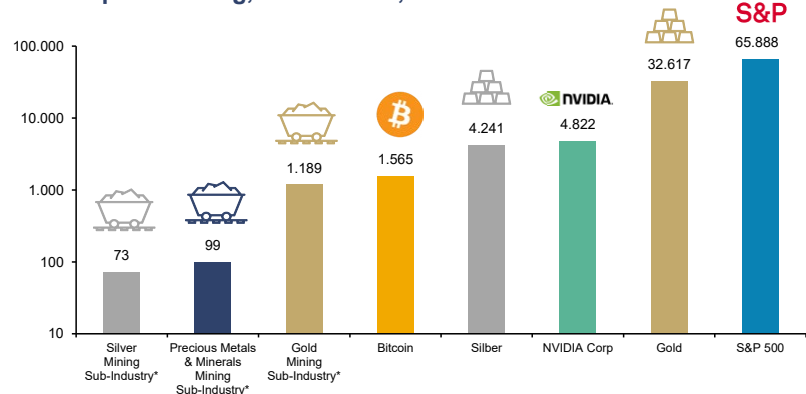
Li Lu

Die Branche hat aus dem Trauma des letzten Zyklus gelernt – McKinsey beziffert den Wertvernichtungsschaden 2003–2012 auf rund 500 Mrd. USD, primär durch Top-of-the-Market-Akquisitionen und überdimensionierte Capex-Programme. Diesmal ist es anders. Wo früher Greenfield-Gigantismus, Bilanzhebel und Aktionärsverwässerung im zweistelligen Prozentbereich an der Tagesordnung waren, regieren heute operative Effizienz, solide Bilanzen und transparente Ausschüttungspolitik. Was wie ein Konsolidierungsboom aussieht, ist in Wahrheit die rationale Antwort auf einen säkularen Reservenmangel: Inkrementelle, kapitaleffiziente Unzen schlagen die spektakuläre Greenfield-Wette als Wachstumsstrategie.

Die Aggregatzahlen sprechen eine deutliche Sprache. **Die Top-10 Edelmetallproduzenten verdreifachten ihren Free Cashflow binnen Jahresfrist – von rund 9 Mrd. USD (2024) auf knapp 27 Mrd. USD (2025).** Bei einer erwarteten AISC-Marge von rund 3.000 USD pro Unze – das ist ein historisches Profitabilitätsniveau. Die Margen-Hebelwirkung, die der GDX-Rentabilitätschart bereits sichtbar gemacht hat, schlägt 1:1 in den Free Cashflow durch.

Trotz dieser Profitabilität bleibt der Sektor in absoluten Größenordnungen ein Zwerg. Die globale Gold-Mining-Sub-Industry kommt auf eine Marktkapitalisierung von rund 1.189 Mrd. USD, die Silver-Mining-Sub-Industry auf gerade einmal 73 Mrd. USD. Zum Vergleich: Bitcoin liegt bei 1.565 Mrd. USD, NVIDIA allein bei 4.822 Mrd. USD, der gesamte S&P 500 bei 65.888 Mrd. USD. Physisches Gold übertrifft die börsennotierten Goldminen um den Faktor 27.

Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 05/2026



Quelle: CoinMarketCap, CompaniesMarketcap.com, Wikipedia, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG, *GICS classification (Global Industry Classification Standard)



Hinzu kommt ein verstecktes Optionsrecht. Die Reservenpreise in den Planungsmodellen wurden zwar angehoben – Seniors rechnen mit rund 1.760 USD pro Unze, Intermediates mit 1.840 USD pro Unze –, doch beides liegt dramatisch unter dem Spot-Durchschnitt 2025 von rund 3.432 USD pro Unze. Was nach Vorsicht aussieht,

ist faktisch eine gigantische Call-Option auf höhere Goldpreise: Steigt der Spot weiter, wandern Multi-Millionen-Unzen aus der Resource- in die Reserve-Kategorie – ohne dass ein einziger Bohrmeter zusätzlich gebohrt werden muss.

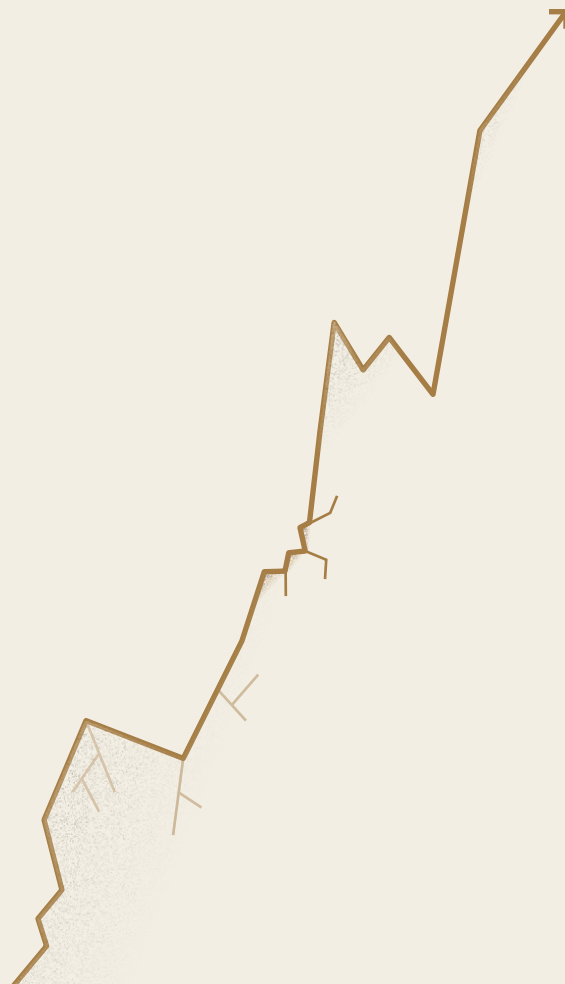
Die Frage ist also nicht mehr, ob die Branche liefern kann. Sie liefert. Die Frage ist nur noch, wann der Markt das zur Kenntnis nimmt. Denn trotz fulminanter Performance bleibt der Goldminensektor bei Investoren etwa so populär wie eine Vermögenssteuer-Debatte auf einem Private-Equity-Kongress.

Eine ausgewogene Allokation in einem mittleren bis späten Bullenmarkt würde unserer Einschätzung nach folgende Verteilung umfassen:

- 40–50 % Royalty- und Senior-Producers – stabile Cashflow-Kerne
- 30–35 % Mid-Tier-Producers – Sweetspot der Phase 2b/2c
- 15–20 % Junior-Developers in Tier-1-Jurisdiktionen – asymmetrisches Upside
- 5–10 % spekulative Explorer – höchster Hebel, höchstes Risiko

Diese Verteilung verbindet Cashflow-Stabilität mit asymmetrischem Upside-Potenzial.

Sir John Templetons berühmtes Diktum lautet: „Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism, and die on euphoria.“ Auf der Templeton-Skala sortiert sich der heutige Mining-Sektor irgendwo zwischen Skepsis und vorsichtigem Optimismus ein – von Euphorie keine Spur. Die Generalisten-Allokation bleibt marginal, die institutionelle Positionierung defensiv, kein Mining-CEO zielt bislang ein *Time-Cover*. **Auf Cocktailpartys redet man über KI, NVIDIA und Quantencomputer – nicht über Goldminen. Bullenmarkt, nicht Bubble.** ■



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.

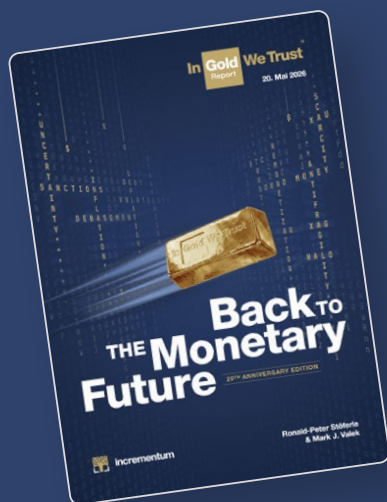




incrementum

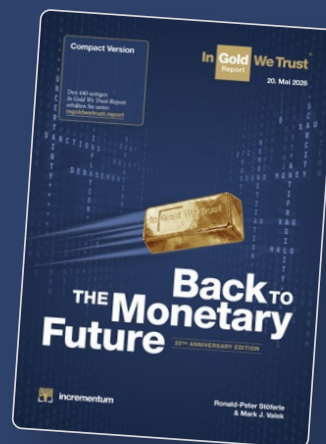
In Gold We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



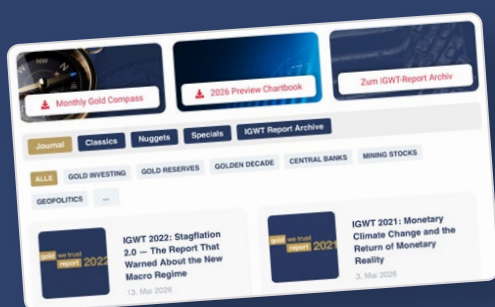
In Gold We Trust-Report 2026

<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

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

