In Gold Report We Trust®

15. Mai 2025

# The Big Long

incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

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

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie ab Seite 460.

In Gold We Trust Report

# Inhalt


**Einleitung: The Big Long** ..... 6
Ein neuer, säkularer Bullenmarkt formiert sich. Die von uns im *In Gold We Trust*-Report 2020 angekündigte *goldene Dekade* ist voll im Gange. Der *Big Long* unterstreicht die Notwendigkeit, Gold in spürbarem Umfang zu gewichten.

**Der Status quo des Goldes** ..... 31
Aus verschiedenen Blickwinkeln betrachten wir die Goldpreisentwicklung des vergangenen Jahres und darüber hinaus. Zudem unterziehen wir die Wechselkursentwicklung des US-Dollars einer Analyse.

**Der Status quo des Goldes relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen** ..... 40
Gold hat in den vergangenen Quartalen nicht nur zahlreiche absolute Allzeithochs erzielt, sondern mittlerweile auch relativ gegenüber anderen Assets technische Ausbrüche ausgebildet.

**Der Status quo der Verschuldungsdynamik** ..... 52
Die Staatsschuldenproblematik beschränkt sich mittlerweile nicht mehr nur auf die Peripherie, sondern betrifft führende Industriestaaten wie die USA, Japan, Frankreich und Italien immer stärker.

**Der Status quo der Inflationstendenz** ..... 74
Wie von uns im Vorjahr erwartet, hält sich die Inflation, insbesondere die Kerninflation, bislang hartnäckig über 2%. Eine anhaltend hohe Inflationsvolatilität ist wahrscheinlich, eine zweite Inflationswelle nicht ausgeschlossen.

**Der Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots** ..... 97
Die Goldnachfrage erreichte 2024 fast 5.000 t, mit den Zentralbanken als wichtige Stütze mit zum dritten Mal Nettokäufen von mehr als 1.000 t. Angebotsseitig erreichten die Goldförderung und Recycling neue Höchstwerte.

**Status quo – Fazit** ..... 111
Zusammenfassende Gedanken am Ende unserer goldenen Tour d'horizon werden durch einen Blick auf die vier *In Gold We Trust*-Ratios – Wiesnbier, iPhone, Skiticket, Benzin – abgerundet.

**1970er, 2000er, 2020er…: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt** ..... 125
Wir aktualisieren unser *Incrementum Goldpreismodell* und analysieren die wichtigsten Treiber des Goldpreises sowie weitere *Big Long*-Kandidaten wie Silber, Minenaktien und Rohstoffe im Lichte früherer Bullenmärkte.


## GOLD UND GEOPOLITIK


**Dollar-Milkshake vs Goldener Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung** ..... 157
Mit der Rückkehr von Donald Trump ins Präsidentenamt erhält der seit vielen Jahren laufende Prozess der De-Dollarization eine neue Dynamik und Richtung.

**From Trade Restructuring To Monetary Reset? – Louis-Vincent Gave debattiert mit Luke Gromen** ..... 185
Die beiden renommierten Analysten debattieren über die tiefgreifenden Veränderungen, die die Neuordnung der Weltwirtschaft als Folge von Trumps Zollpolitik nach sich ziehen könnte.

**BRICS & das Ringen um eine neue Weltordnung: Geopolitische Verschiebungen im Jahr 2025** ..... 200
Die geopolitische Neuordnung ist voll im Gang. Die BRICS konsolidieren und erweitern sich, doch mit dem neuen alten US-Präsidenten Donald Trump erhält die Neuordnung eine neue Dynamik.

**Systemrivalität im Fokus: Wohin steuert China?** ..... 221
Wir unternehmen einen facettenreichen Deep-Dive in das Reich der Mitte, in Zeiten wirtschaftlicher und demographischer Verwerfungen, in einem zunehmend labilen geopolitischen Umfeld.

**Saudi-Arabien: Ein aufstrebender Gigant im Bergbau** ..... 243
Nach den Vereinigten Arabischen Emirate im vergangenen Jahr widmen wir uns heuer Saudi-Arabien, insbesondere seinen großen Ambitionen am (Gold-)Minensektor.

**Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung** ..... 257
Zentralbanken stocken nicht nur deutlich ihre Goldreserven auf. Bereits seit einigen Jahren verlagern Zentralbanken ihre Goldreserven in immer größerem Ausmaß in ihr Heimatland – oder versuchen es zumindest.

In Gold We Trust Report

## GOLDPANORAMA


**Gold- und Silberrecycling** ..... 277
Gold ist ein grünes Metall, da es immer und immer wieder recycelt werden kann. Rund ein Viertel des Goldangebots stammt aus dem Recycling, dessen zahlreiche Facetten wir in diesem Kapitel beleuchten.

**Die Entmystifizierung des Wertes von Gold** ..... 298
Die Goldpreisentwicklung ist kein Mysterium, denn sie kann anhand derselben beiden Treiber kalkuliert werden, die auch die Entwicklung an den Aktienmärkten bestimmen: Liquidität und Investorenvertrauen.

**ESG oder nicht ESG?** ..... 314
Auch wenn der ESG-Hype zu Ende geht, bleiben zentrale Anliegen des ESG weiter aktuell. Das belegen auch die Praxisbeispiele unserer Premium-Partner.


## PERFORMANCE-GOLD & DIGITALES GOLD


**Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen** ..... 332
Wir nehmen sechs führende Goldminenunternehmen genauer unter die Lupe und analysieren anhand klassischer Finanzkennzahlen die Aussichten für künftige Kurssteigerungen.

**Performance-Gold: Ist nun die Zeit für Minenaktien gekommen?** ..... 344
Erst mit Verzögerung vollzog der Minensektor den rasanten Goldpreisanstieg nach. Die Aussichten für die lange schwächelnden Minenunternehmen sind jedoch weiterhin positiv.

**Die Suche nach der Silver-Bullet: Eine Analyse der Silberpreiskatalysatoren** ..... 365
Unser jährlicher Deep-Dive zum kleinen Bruder von Gold. Die von der grünen Transformation ausgelöste Nachfrage prägt weiterhin den Silbermarkt, der bereits das 4. Jahr in Folge ein Angebotsdefizit ausweist.

**Ein monetärer Wendepunkt: Bitcoins Aufstieg zur strategischen Reservewährung** ..... 386
Mit der Ankündigung der Trump-Regierung, eine *Strategische Bitcoin-Reserve* zu etablieren, hat die Adoption von Bitcoin durch die Nationalstaaten eine neue Dimension erreicht. Das sollte Bitcoin weiter beflügeln.

**Kalenderanomalien und der Goldmarkt II** ..... 406
Wie schon im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ beleuchten wir einige Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt und wie diese gewinnbringend genutzt werden können.

**Technische Analyse** ..... 418
Mit einem Potpourri an Indikatoren und Kennzahlen nehmen wir die technische Analyse des Gold- und Silberpreises vor, vom Analysten-Konsens über den Optix-Indikator und die Saisonalität bis zum Midas Touch Gold Model.


## AUSBLICK


**Quo vadis, aurum?** ..... 433
Historische Vergleiche und unseren Analysen zufolge hat der Goldbullenmarkt noch erhebliche Luft nach oben. Bis zum Ende der Dekade berechnet das Basisszenario einen Goldpreis von 4.800 USD, bei starker Inflation sogar 8.900 USD.


## ÜBER UNS & PREMIUM-PARTNER


**Über Uns** ..... 457

**Unsere Premium-Partner** ..... 460



**DISCLAIMER**: Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch eine Anlageanalyse, noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Die Herausgeberrechte für den In Gold We Trust-Report wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum Co-gebrandet.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen). Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert. Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden In Gold We Trust-Reports ist die Sound Money Capital AG. **Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. All rights reserved.**

In Gold We Trust Report

# Das *In Gold We Trust*-Report-Team

**Gregor Hochreiter**
Chefredakteur

**Richard Knirschnig**
Quantitative Analyse & Charts

**Lois Hasenauer-Ebner**
Quantitative Analyse & Charts

**Jeannine Grassinger**
Assistenz

**Stefan Thume**
Webdesign & Medien

**Peter Árendáš**
Autor

**Rudi Bednarek**
Autor

**Ted Butler**
Autor

**Daniel Luis Gomes**
Autor

**Florian Grummes**
Autor

**Katrin Hatzl-Dürnberger**
Lektorat Deutsch

**Handre van Heerden**
Autor

**Philip Hurtado**
Lektorat Spanisch

**Nikolaus Jilch**
Autor

**Theresa Kammel**
Autorin

**Ronan Manly**
Autor

**Trey Reik**
Autor

**Charley Sweet**
Lektorat Englisch

**Nic Tartaglia**
Autor

**Marc Waldhausen**
Autor

**David Waugh**
Autor

**Die Druckversion des In Gold We Trust-Reports 2025 können Sie hier kaufen.**

# Einleitung: The Big Long

*„There is no fever like gold fever."*

**Richard Russell**

- **Die von uns im In Gold We Trust-Report 2020 angekündigte goldene Dekade ist voll im Gange. Ein neuer, säkularer Bullenmarkt formiert sich.**
- **Der Big Long ist unser erneuter Aufruf, die unter Investoren meist geringe Goldallokation grundlegend zu hinterfragen und Sicherheits- wie Performance-Gold in spürbarem Umfang zu gewichten.**
- **Die viel diskutierte Zoll- und Handelspolitik ist nur ein Aspekt einer umfangreichen Neuausrichtung der USA. Donald Trump hat mit dem Liberation Day ein systemisches Beben ausgelöst, an dessen Ende eine Neuordnung der internationalen Handels- und Währungsarchitektur stehen könnte.**
- **Das Triffin-Dilemma rückt wieder ins Zentrum der Währungsdiskussion: Ein nachhaltiger Ausweg kann nur über ein neutrales Reserve-Asset wie Gold oder Bitcoin führen.**
- **Relative Stärke als Trendwende-Signal: Gold hat nicht nur in US-Dollar neue Allzeithochs erreicht, sondern auch gegenüber Aktien und Anleihen an Stärke gewonnen. Diese relative Stärke signalisiert den Beginn einer neuen Trendphase.**
- **Drawdowns sind integrale Bestandteile säkularer Bullenmärkte. Besonders bei Performance-Gold sind eine vernünftige Streuung und ein aktiver Investmentansatz von Vorteil. Aufstockungen in Schwächephasen bieten sich an.**
- **Das im In Gold We Trust-Report 2024 vorgestellte „Neue Gold-Playbook" ist weiterhin intakt. Asien wird für die Goldpreisbildung immer bedeutender. Spät aber doch beginnen nun auch westliche Finanzinvestoren, ihr Faible für Gold wiederzuentdecken.**

*Here was a strange but true fact: The closer you were to the market, the harder it was to perceive its folly.*
**Michael Lewis**

**„Die Wahrheit ist wie Poesie – und die meisten Menschen hassen Poesie."** So formuliert ein Barkeeper im Film „The Big Short" jene wenig schmeichelhafte Einsicht, die im Volksmund lautet: „Wer die Wahrheit sagt, braucht ein schnelles Pferd." Ähnlich erging es bis vor kurzem auch Gold, insbesondere in der westlichen Finanzindustrie. Als sicherer Hafen – also als *Sicherheitsgold* – galt es lange als antiquiert. Als renditestarker Vermögenswert, sprich als *Performance-Gold*, wurde es als Träumerei, wenn nicht sogar als Hirngespinst abgetan.

*More people believe Elvis is still alive than own gold in the US.*
**Gerald McMillan**

**Im Kern geht es in *The Big Short* – ursprünglich ein Buch von Michael Lewis – um das Aufspüren und Monetarisieren volkswirtschaftlicher Fehlallokationen.** *The Big Short* veranschaulicht, wie eine Kombination aus Niedrigzinsen, laxen Bonitätsprüfungen und übermäßigem Leverage eine gefährliche Euphorie entstehen ließ, die durch scheinbar unfehlbare Finanzinnovationen und geschönte Bewertungen der Ratingagenturen verstärkt wurde. Manche sahen, was alle hätten sehen können – doch nur wenige hatten den Mut, sich gegen den Markt zu stellen und den *Big Short* zu wagen.

*People want an authority to tell them how to value things, but they choose this authority not based on facts or results. They choose it because it seems authoritative and familiar.*
**Michael Burry**

**Im tieferen Sinne handelt *The Big Short* von philosophischen Gegensätzen: Contrarians gegen den Mainstream, Main Street gegen die Wall Street, Systemkritiker gegen Systemgläubige.** So wie sich einst Außenseiter rund um die Investoren Michael Burry und Steve Eisman positionierten, hat sich die Ausgangslage am Kapitalmarkt in den letzten Monaten zugespitzt. **Investoren sehen sich aktuell mit folgenden Fragen konfrontiert:**

- Sind Staatsanleihen, selbst die Benchmark-Anleihen der USA und Deutschlands, noch sichere Häfen?
- Ist die Ära der US-Dominanz zu Ende? Befindet sich der US-Dollar am Beginn eines Bärenmarktes? Waren die zwischenzeitlichen Bewertungen der MAG7 am Ende doch heillos übertrieben?
- Ist Gold mittlerweile zu teuer?

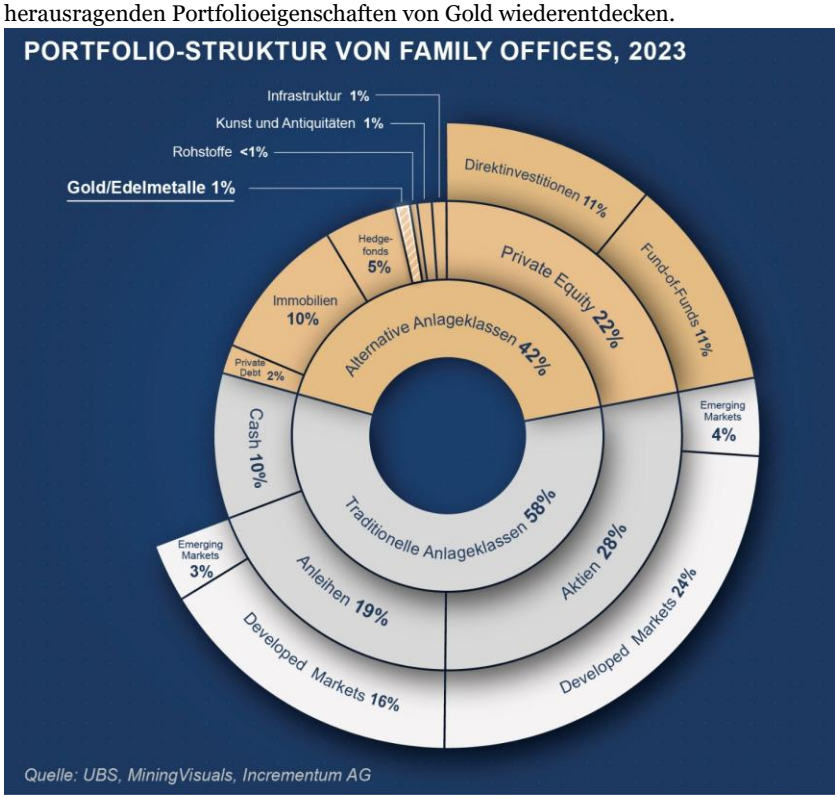
**Auf die letzte Frage lautet die konventionelle Antwort aktuell wohl:** Es ist nun zu spät für einen Einstieg in Gold. Der Goldpreis ist bereits zu hoch, das weitere Kurspotenzial daher bestenfalls begrenzt.

## Die goldene Dekade: Der Beginn der 2. Halbzeit

**Wir sind hingegen davon überzeugt, dass diese weit verbreitete Einschätzung unzutreffend ist.** Unsere Kernthese lautet: Der Goldbullenmarkt der vergangenen Quartale ist die Manifestation einer langfristigen Aufwärtsbewegung, die wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 mit dem Titel „Aufbruch in eine goldene Dekade" angekündigt hatten. Wir wurden dafür vom Mainstream mit Skepsis und teilweise sogar mit Häme bedacht, wie so manche Protagonisten in *The Big Short* Mitte der 2000er-Jahre. Doch die Zahlen sprechen für sich. **Seitdem wir die goldene Dekade ausgerufen haben, ist**

**der Goldpreis in US-Dollar um 92% gestiegen bzw. hat der US-Dollar um fast 50% gegen Gold abgewertet.**

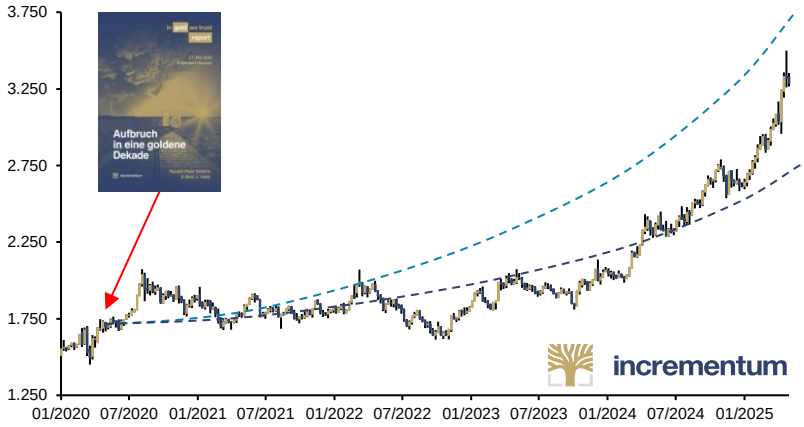
Trotz des wachsenden Interesses bleiben die institutionellen Allokationen gering. **Family Offices widmen Gold und Edelmetallen lediglich 1% ihrer Portfolios** – ein Anteil, der mit Investitionen in Kunst, Antiquitäten oder Infrastruktur gleichzieht, jedoch weit hinter den Allokationen in Private Equity, Immobilien oder selbst Bargeld zurückbleibt. Angesichts dieser Zurückhaltung birgt der *Big Long* beträchtliches Potenzial, sobald westliche Finanzinvestoren die herausragenden Portfolioeigenschaften von Gold wiederentdecken.




Basierend auf unserem *Incrementum Goldpreismodell*[1] hatten wir 2020 zwei Goldpreisprojektionen – ein Basisszenario und ein inflationäres Szenario – präsentiert. Die impulsive Hausse seit Jahresbeginn hat den Goldpreis bereits fast auf den Projektionspfad des inflationären Szenarios gehoben.

[1] Siehe „Quo vadis, aurum?“, In Gold We Trust-Report 2020; ein umfassendes Update des Incrementum Goldpreismodells nehmen wir in Kapitel „1970er, 2000er, 2020er …: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt“ in diesem In Gold We Trust-Report vor.

**Gold, in USD, 01/2020–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

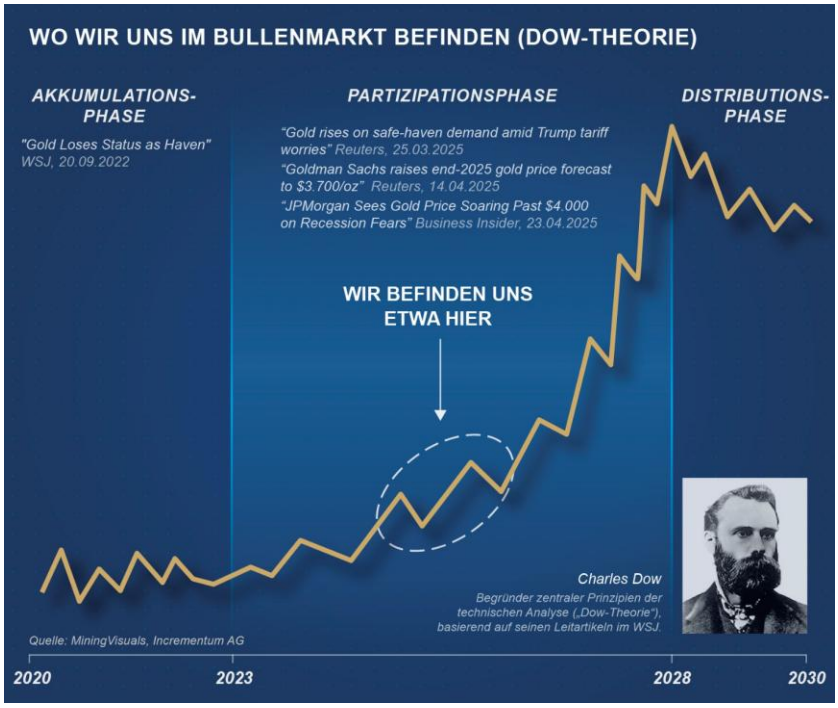
Klarerweise war im Mai 2020 – als die ersten Corona-Lockdowns gerade ihr Ende gefunden hatten – nicht absehbar, wie turbulent die ersten 5 Jahre dieser Dekade werden würden. Unsere Analysen der Veränderungen im Denken und Handeln der politischen wie ökonomischen Akteure, sowohl vor 2020 als auch in den Jahren danach,[2] zeigten allerdings eindeutig, dass die Weichen für Gold gestellt waren.

**Und es besteht für uns kein Grund, nun zur Dekaden-Halbzeit von dieser Überzeugung abzuweichen.** Gold ist der Ronald Koeman der Vermögensallokation: defensiv verlässlich, strategisch klug und mit offensivem Potenzial ausgestattet. Koeman, der torgefährlichste Verteidiger der Fußballgeschichte, steht exemplarisch für diese Doppelfunktion. **Auch Gold erfüllt beide Rollen – es agiert als Absicherung in der Defensive und eröffnet Chancen in der Offensive.**

*The market is not a crystal ball, but a barometer.*
**Charles Dow**

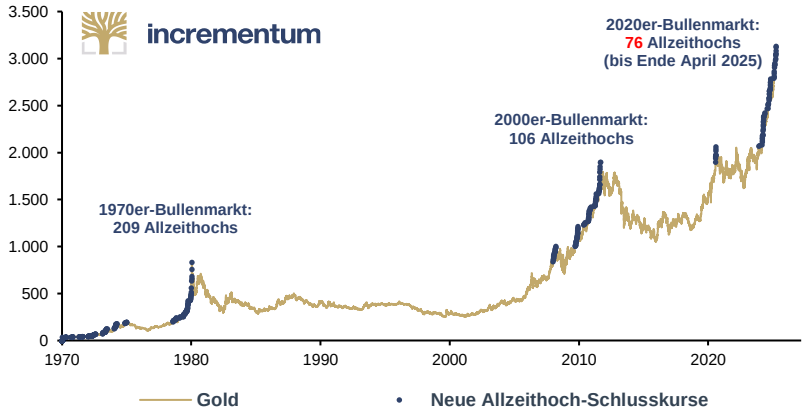
**Nun werden wir Zeugen, wie ein säkularer Bullenmarkt langsam auch im Mainstream ankommt.** Die *Public-Participation*-Phase – bezeichnenderweise auch als *Big-Move*-Phase bekannt – ist gemäß *Dow-Theorie* die zweite von insgesamt drei Phasen in einem Bullenmarkt. Diese längste und dynamischste Etappe eines Bullenmarkts zeichnet sich durch eine zunehmend optimistische Berichterstattung der Medien aus. Gleichzeitig steigen das spekulative Interesse und die Handelsvolumina deutlich an, neue Finanzprodukte werden lanciert, und Analysten passen ihre Kursziele nach oben an. Unserer Einschätzung nach befinden wir uns aktuell in der Mitte dieser Phase, die schließlich in einer finalen *Mania*-Phase münden wird.

[2] Alle bisherigen 18 Ausgaben des In Gold We Trust-Reports finden Sie in unserem Archiv.




**Das Momentum der Goldpreishausse ist beeindruckend.** Gold hat in US-Dollar im Vorjahr 43 neue Allzeithochs erzielt, die zweithöchste Anzahl nach 1979 mit 57, dicht gefolgt von 1972 und 2011 mit jeweils 38. Seit Jahresbeginn verzeichnete Gold per 30. April 22 weitere neue Allzeithochs.

**Gold, in USD, und neue Allzeithoch-Schlusskurse, 01/1970–04/2025**

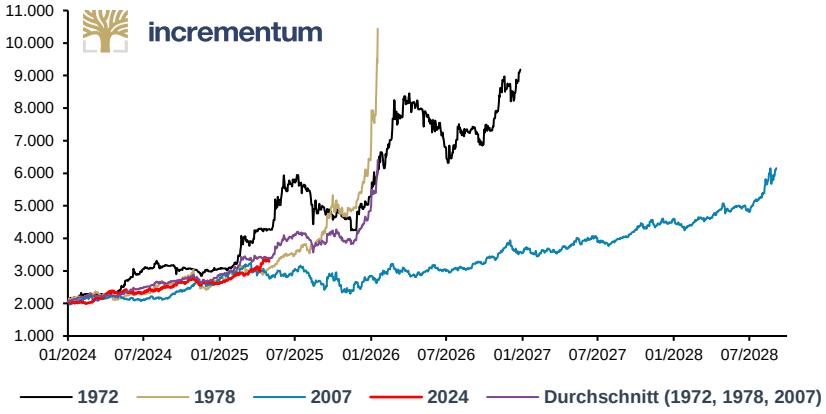



Quelle: 3Fourteen Research, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG

*If in doubt, flat out.*
**Colin McRae**

Auch wenn es angesichts etlicher Allzeithochs und des raschen Durchbrechens der Marke von 3.000 USD auf den ersten Blick nicht so wirken mag: Im historischen Vergleich fällt die aktuelle Goldrally bislang vergleichsweise moderat aus.

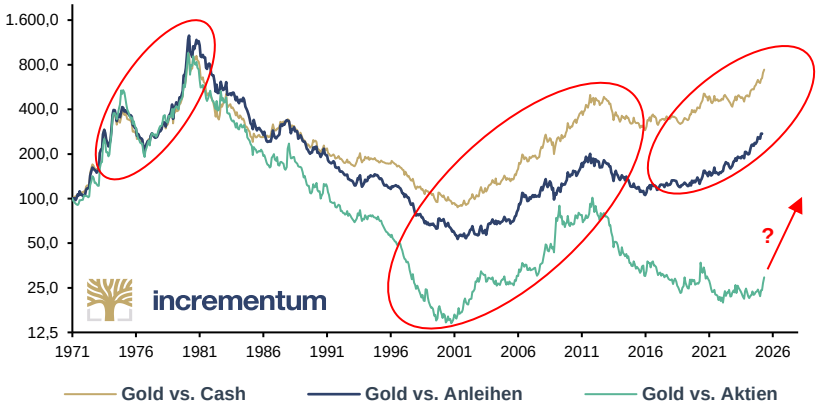
**Historische Goldausbrüche (Startkurs = 01/01/2024), in USD, 01/2024–09/2028**




Quelle: TheDailyGold, LSEG, Incrementum AG

In den vergangenen Monaten rückte Gold verstärkt in den Fokus der Öffentlichkeit, da Gold auf absoluter Basis zahlreiche neue Allzeithochs erreichte und damit *terra incognita* betrat. Aus unserer Sicht jedoch verdient ein anderer Aspekt noch größere Beachtung: **Wer unter die „Motorhaube" des Marktes blickt, erkennt, dass Gold inzwischen auch auf relativer Ebene technische Ausbrüche verzeichnet.** Speziell die nun einsetzende relative Stärke gegenüber Aktien deutet auf den Beginn einer neuen Trendphase hin.

**Gold vs. Cash (US 3M TR), Anleihen (US 10Y TR), und Aktien (S&P 500 TR) (log), 100 = 31/12/1970, 01/1971–04/2025**




Quelle: Robert J. Shiller, Topdown Charts, LSEG, Incrementum AG

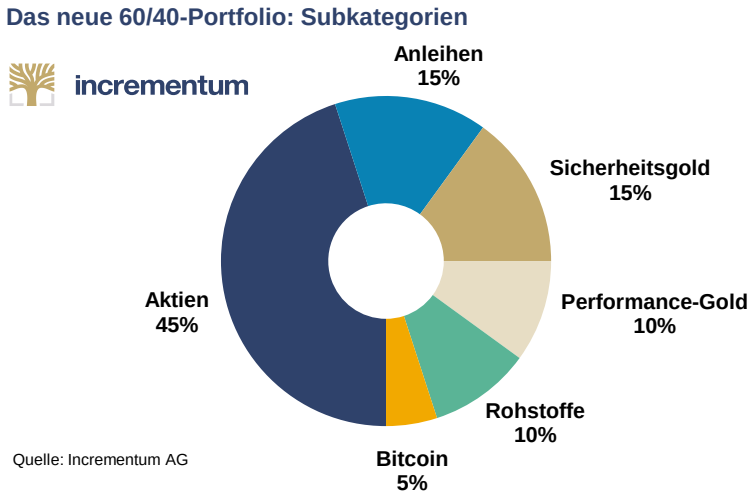
*When gold goes, it really goes.*
**Jim Sinclair**

***The Big Long* bedeutet in diesem Zusammenhang allen voran eines:** Für bestehende Goldinvestoren bleibt Halten die strategisch sinnvolle Option. Doch auch für Anleger, die bislang noch nicht in Gold investiert waren, ist ein Einstieg nach wie vor attraktiv. Über die ideale Portfoliogewichtung von Gold lässt sich trefflich streiten. Bezeichnend ist jedoch, dass der Investment-Mainstream Goldallokationen, wenn überhaupt, meist nur im niedrigen einstelligen Prozentbereich empfiehlt und umsetzt. Diese Zurückhaltung begründet sich in der Tatsache, dass Gold als nicht-produktiver Vermögenswert keine Dividenden ausschüttet. Doch die historische Betrachtung zeigt: Gerade in marktkritischen Phasen übertraf Gold regelmäßig Assets wie Aktien und Anleihen. **Diesen**

**Umstand sollten Investoren bei ihrer strategischen Asset-Allokation jedenfalls berücksichtigen.**[3]

*Do You Have Enough Non-Debt Money?*
**Ray Dalio**

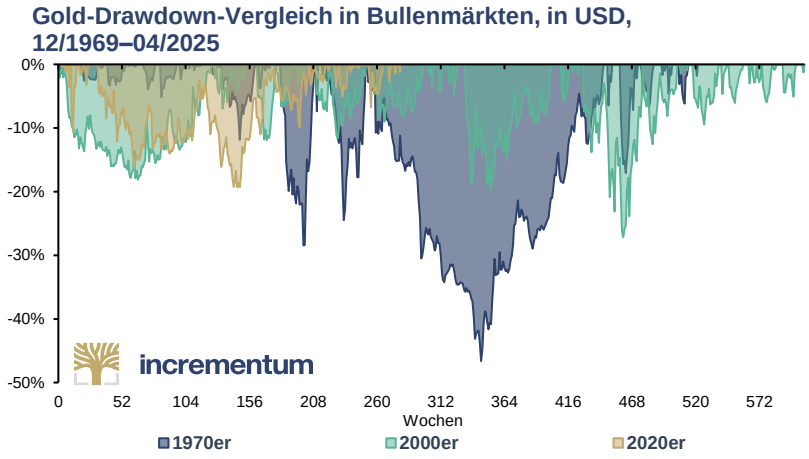
Bei der Frage nach der konkreten Höhe der Goldallokation empfiehlt es sich, zwischen *Sicherheitsgold* und *Performance-Gold* zu unterscheiden. Der *Big Long* betont das Potenzial von *Performance-Gold* in den nächsten Jahren: Silber, Minenaktien, aber auch Rohstoffe zählen aus unserer Sicht zu den aussichtsreichen Portfoliobausteinen des *Big Longs*, die wir auf Basis unseres neuen 60/40-Portfolios in „Das neue Gold-Playbook“ 2024 detailliert vorstellten.




Quelle: Incrementum AG

*Volatility is the price you pay for performance. Corrections are not a failure of the system—they're part of it.*
**Howard Marks**

Bei all unserer Zuversicht wollen wir im selben Atemzug aber betonen: **Ein säkularer Bullenmarkt verläuft niemals ohne Rückschläge.** Korrekturen von 20, 30 ja bis zu 40% waren in der Vergangenheit mehrfach zu beobachten. Die Kursturbulenzen im Anschluss an den *Liberation Day* am 2. April waren eine Erinnerung daran, auch wenn sich Gold rasch wieder erholte und wenige Tage später weitere USD-Allzeithochs markierte.



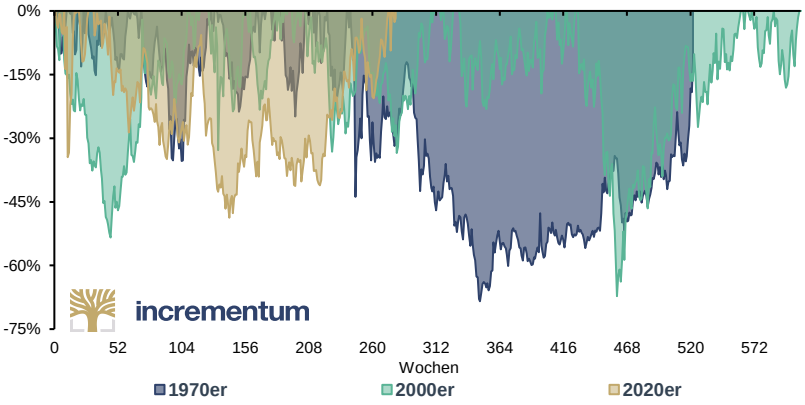

Quelle: LSEG, Incrementum AG

[3] Unsere Überlegungen zur optimalen Goldallokation finden Sie in „The Optimal Gold Allocation: How Much Gold Does Your Portfolio Need?“, In Gold We Trust-Spezial, August 2024.

*The essence of investment management is the management of risks, not the management of returns.*
**Benjamin Graham**

Bei *Performance-Gold* wie Silber oder Minenaktien fallen Kursrückschläge meist noch deutlich ausgeprägter aus, wie der nächste Chart zeigt. Ein konsequentes Risikomanagement ist deshalb unabdingbar.[4]

**Goldminenaktien*-Drawdown-Vergleich in Bullenmärkten, in USD, 12/1969–04/2025**




Quelle: LSEG, Nick Laird, Incrementum AG
*BGMI 12/1969–05/1996, HUI 05/1996–

## Der Trump-Schock: Die ökonomische und politische Neuausrichtung der USA

**Mit der Rückkehr Donald Trumps wurde eine tiefgreifende Neuausrichtung der USA und damit der Weltwirtschaft, womöglich sogar der globalen (Währungs-)Ordnung, eingeleitet.** Auch wenn die Konsequenzen der vielen, teils chaotisch anmutenden Maßnahmen nicht vollends absehbar sind, tragen sie maßgeblich zu einem positiven Umfeld für Gold und den *Big Long* bei.

*I have a feeling in a few years people are going to be doing what they always do when the economy tanks. They will be blaming immigrants and poor people.*
**Steve Eisman**

**Für die Weltwirtschaft von immanenter Bedeutung ist Trumps Ansinnen, die US-Wirtschaft grundlegend zu reformieren.** Der fulminante Wahlsieg, die Mehrheiten im Senat und Repräsentantenhaus sowie ein republikanisch dominierter Supreme Court verleihen Trump enorme politische Macht. Trotz aller Schwierigkeiten bei der Interpretation der Strategie lassen sich drei fundamentale Trends identifizieren, die gestoppt bzw. umgekehrt werden sollen:

- die stetig fortschreitende staatliche Überschuldung,
- die chronischen Handelsbilanzdefizite und die damit verbundene De-Industrialisierung der USA,
- die Gefährdung des Reservewährungsstatus des US-Dollars durch die De-dollarization.

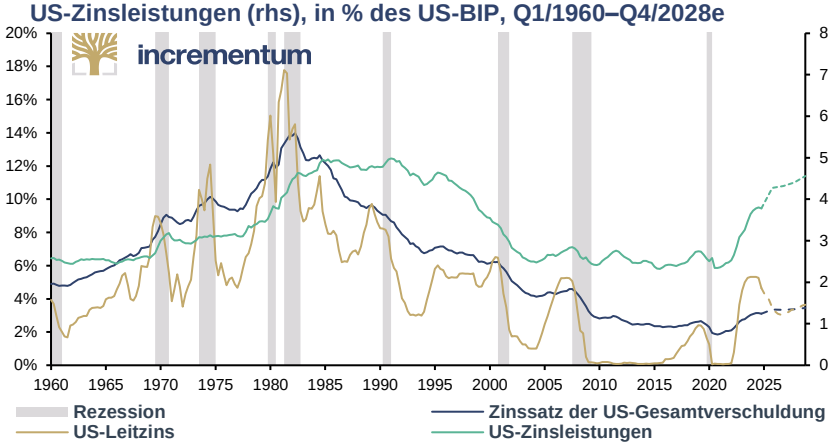
[4] Siehe Kapitel „Performance-Gold: Ist nun die Zeit für Minenaktien gekommen?“ in diesem In Gold We Trust-Report, in dem das Incrementum Active Aurum-Signal vorgestellt wird. Dieses proprietäre Signal unterstützt die Gewichtungen des Incrementum Active Gold Fund.

## Defizite, DOGE & Detox: Die USA auf Sparkurs?

*Trump may be one of those figures in history who appears from time to time to mark the end of an era and to force it to give up it's old pretences.*
**Henry Kissinger**

**Wenn man Trumps Worten glauben kann, dann hat der selbsternannte *King of debt*– zumindest verbal – abgedankt.** Die stabilitätsgefährdende Dynamik bei den Staatsschulden, die wir in den vergangenen *In Gold We Trust*-Reports regelmäßig aufgezeigt hatten, ist im Mainstream angekommen und steht nun im Fokus der Trump-Administration. Kaum etwas veranschaulicht diese Verschuldungssituation besser als die Tatsache, dass die USA mit über 1 Bill. USD jährlich mittlerweile mehr Zinsen für ihre Staatsschuld aufzuwenden haben, als sie für ihren durchaus großzügig dotierten Verteidigungshaushalt ausgeben.

**Zinssatz der US-Gesamtverschuldung und US-Leitzins (lhs), und US-Zinsleistungen (rhs), in % des US-BIP, Q1/1960–Q4/2028e**

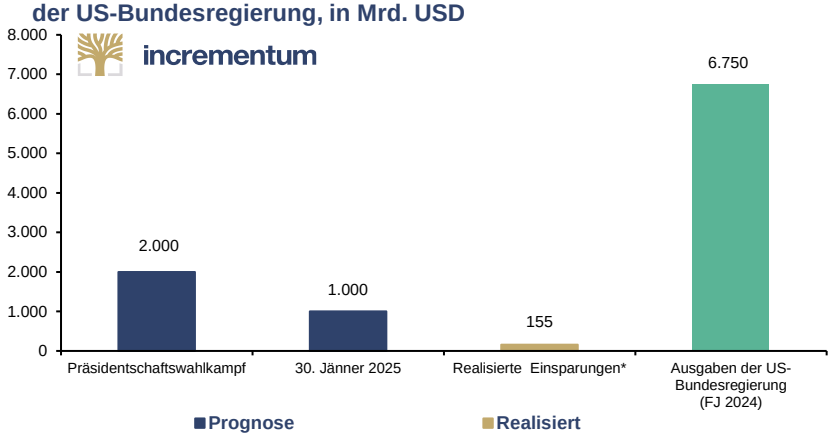



Quelle: CBO, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG

*The moment your interest payments exceed tax revenue, your country officially becomes a Ponzi scheme.*
**Michael Burry**

**Ein Teil des Versuches, die Überschuldung in den Griff zu bekommen, besteht im Aufspüren bürokratischer Ineffizienzen.** Die anfangs von *DOGE* erhofften jährlichen Einsparungen in Höhe von 1 Bill. USD entsprächen rund 15% der Ausgaben Washingtons. Damit könnte das Defizit ungefähr halbiert und fast unter die im *3–3–3-Plan* vorgesehene Zielgröße von 3% gedrückt werden. Musk ruderte zuletzt deutlich zurück und nennt nun ein Einsparpotenzial von 155 Mrd. USD. Dass DOGE-Aktivitäten die Überschuldungsspirale nachhaltig stoppen, erscheint aktuell zweifelhaft.

**Prognostizierte & realisierte DOGE-Einsparungen und Ausgaben der US-Bundesregierung, in Mrd. USD**




Quelle: The New York Times, DOGE, Incrementum AG
*Daten per 30/04/2025

*Don't make the mistake of thinking that what's now happening is mostly about tariffs.*
**Ray Dalio**

**Es gibt Hinweise darauf, dass Trump und sein Team gewillt sind, die US-Wirtschaft in eine *Detox-Rezession* zu schicken.** Konzeptionell erinnert der Gedanke an die Lehren der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, deren Vertreter betonen, dass echte Wertschöpfung im privaten Sektor entsteht. Eine Schrumpfung des aufgeblähten Staatsapparats soll dem Unternehmertum Ressourcen freigeben, vergleichbar mit einem Fastenprozess, bei dem der Organismus entschlackt wird, um langfristig widerstands- und leistungsfähiger zu werden.

*Ich bin jetzt seit zwei Wochen auf Diät – und das Einzige, was ich verloren habe, sind zwei Wochen.*
**Groucho Marx**

**Doch wie beim Fasten gilt: Entgiftungen sind selten angenehm.** Schmerzen, Schwindel, psychische Irritationen und Heißhunger gehören dazu, ebenso wie die Versuchung, das Programm frühzeitig abzubrechen. Die entscheidende Frage ist: Wird die Regierung den Entgiftungs-Kurs durchhalten – oder greift sie bei ersten Anzeichen einer markanten Konjunkturschwäche, schwerer Marktturbulenzen oder drohender Wahlniederlagen wieder auf das süße Gift schuldenfinanzierter Ausgaben zurück?

*I'm worried about something worse than a recession... we have something that is much more profound, we have a breaking down of the monetary order.*
**Ray Dalio**

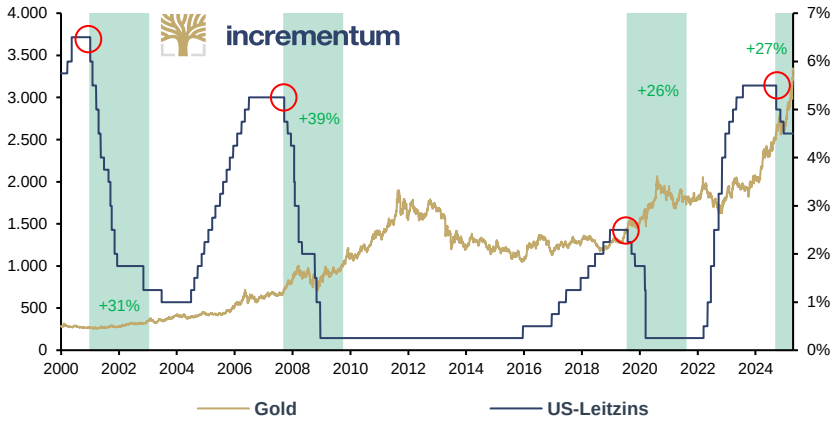
**Gemäß GDPNow hält die Detox-Rezession in den USA bereits Einzug.** Auch wenn hohe Importzahlen zum einen durch kräftige Goldimporte, zum anderen durch vorgezogene Importe im Vorfeld des *Liberation Days* die BIP-Zahlen verzerren, ist selbst der um Sondereffekte bereinigte Indikator inzwischen in den roten Bereich gerutscht. So negativ eine Rezession auch ist, der Goldpreis erhält durch sie in den USA tendenziell Rückenwind, wie unsere Analysen in den vergangenen Jahren zeigten.[5]

*If we had a Fed Chairman that understood what he was doing, interest rates would be coming down.... Powell's termination cannot come fast enough.*
**Donald Trump**

**Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, würde der Druck auf die Federal Reserve, die Geldpolitik aggressiver zu lockern, erheblich steigen.** Wir erwarten daher Zinssenkungen, die über das hinausgehen, was derzeit vom Markt eingepreist wird. Der folgende Chart zeigt: In den 24 Monaten nach der ersten Zinssenkung verzeichnete der Goldpreis in der Regel kräftigen Rückenwind. Besonders vorteilhaft für den Goldpreis sind große Zinsschritte von 50 Basispunkten oder mehr bzw. rasch aufeinanderfolgende Zinssenkungen.

[5] Siehe das Incrementum Rezessionsphasen-Modell in „Der geldpolitische Showdown", In Gold We Trust-Report 2023 sowie „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen", In Gold We Trust-Report 2019

**Gold, in USD (lhs), und US-Leitzins (rhs), 01/2000–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*President Trump has made it clear that he will no longer stand for other nations free-riding on our blood, sweat, and tears, whether in national security or trade.*
**Stephen Miran**

**Zur Verringerung der Schuldenlast möchten sich die USA abseits von operativen Einsparungen auch unkonventioneller Methoden bedienen.** Mögliche Playbooks haben die beiden Vordenker Zoltan Pozsar[6] und Stephen Miran formuliert. Letzterer hat in „A User's Guide to Restructuring the Global Trading System" ausgeführt, wie Verbündete der USA dazu gebracht werden sollen, ultra-langfristige Anleihen mit einer Laufzeit von 50 oder sogar von 100 Jahren zu zeichnen, während die Federal Reserve gleichzeitig USD-Swap-Linien zur Sicherung der Liquidität im Eurodollar-System[7] bereitstellt.[8]

*When you're out of carrots, reach for the stick.*
**Grant Williams**

Zudem soll der zollfreie Zugang zum US-Markt und der Schutz durch die US-Militärmacht von der Bereitschaft, den Finanzierungsbedarf Washingtons langfristig zu garantieren, abhängig werden. Das Ergebnis? Eine Forcierung der Dollarisierung verknüpft mit einer Einbindung anderer Länder in die geopolitische Machtsphäre der USA.

*It is tough for anyone to jump into Donald Trump's head but if he is at all consistent it is in his inconsistency.*
**Dave Rosenberg**

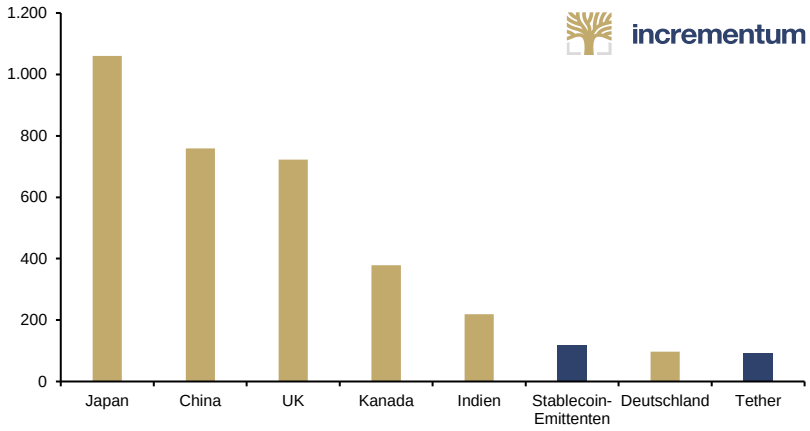
**Die Trump-Administration hat sich darüber hinaus klar gegen die Einführung einer digitalen Zentralbankwährung (CBDC) positioniert.** Mit der *Executive Order 14178* wurde jede staatliche Initiative zur Etablierung einer digitalen Zentralbankwährung in den USA gestoppt. Stattdessen setzt die Regierung auf die Förderung privatwirtschaftlicher Innovationen im Bereich digitaler Finanztechnologie – allen voran dollarbasierte Stablecoins.

*Stablecoins could represent hundreds of billions, if not trillions, of natural demand for U.S. government debt.*
**Nic Carter**

**Diese Strategie ist nicht nur ideologisch begründet, sondern folgt auch einem finanzstrategischen Kalkül**: Stablecoin-Emittenten wie Tether und Circle gehören mittlerweile zu den größten Käufern von US-Staatsanleihen. Insgesamt haben Stablecoin-Emittenten über 120 Mrd. USD an US-Treasuries in ihren Büchern, Tendenz stark steigend.

—
[6] Siehe „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order", In Gold We Trust-Report 2023
[7] Siehe „Wie Banker Geld in ,Σ 0 ∞ € ¥' verwandelten", In Gold We Trust-Report 2021
[8] Siehe Stöferle, Ronald (@RonStoeferle): "THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System' ist wahrscheinlich das wichtigste Papier, von dem Sie noch nie gehört haben!...", X, März 2025

**Auswahl bedeutender US-Staatsanleihen-Gläubiger, 12/2024**




Quelle: U.S. Department of the Treasury, Incrementum AG

## Industriepolitik durch Handelspolitik: Die Rückkehr des Industriestandorts USA?

*The Trump administration's stance has evolved from an all-out trade war against everyone, to a concentrated trade war against China.*
**Louis-Vincent Gave**

**Ein weiterer Bestandteil der wirtschaftlichen Neuausrichtung ist die Reform der Handelsbeziehungen.** Für Präsident Trump ist das hohe strukturelle Leistungsbilanzdefizit ein Beleg für die Ausbeutung der USA durch den Rest der Welt. Groß inszenierte er am 2. April den *Liberation Day*, an dem die neue Zollpolitik der USA bekanntgegeben wurde. Ersten Berechnungen zufolge liegt der durchschnittliche US-Zoll bei fast 30% und damit deutlich höher als in der Zwischenkriegszeit mit knapp 20% infolge des *Smoot-Hawley-Tariff-Act* im Jahre 1930.

*We are going to require a commitment from these seemingly hostile Countries that they will neither create a new BRICS Currency, nor back any other Currency to replace the mighty U.S. Dollar or, they will face 100% Tariffs.*
**Donald Trump**

**Damals reagierte die Welt mit Vergeltungszöllen.** Der Welthandel kollabierte und verschlimmerte die schwerwiegenden Folgen des Börsencrashs von 1929. Zwischen 1929 und 1933 sanken die US-Importe um 66% und die Exporte um 61%. Und auch gegenwärtig antworteten China und die EU mit Vergeltungszöllen, worauf die USA mit einer weiteren Erhöhung der Zölle reagierten Der Handelskonflikt mit China schaukelte sich zwischenzeitlich stark auf, Mitte Mai kam es zu einer Entspannung, die eine 90-täige Reduktion der Zölle während weiterer Verhandlungen vorsieht. Gegenüber den anderen Staaten läuft bereits etwas länger eine 90-tägige „Waffenruhe" mit einem Basiszoll von 10%, die ebenso für Verhandlungen genutzt werden soll. Ob in 90 Tagen tatsächlich dutzende Handelsabkommen verhandelt werden können, ist angesichts der bisherigen durchschnittlichen Verhandlungsdauer von 18 Monaten für Handelsverträge unwahrscheinlich.

**All diese Maßnahmen haben jedenfalls kurz- und mittelfristig eine negative Wirkung auf das US-BIP-Wachstum.** Präsident Trump hofft, mit diesen Initiativen die Re-Industrialisierung der USA zu forcieren. Maßgeblich dazu beitragen soll eine Abwertung des US-Dollars. Gleichzeitig soll jedoch die Stellung des US-Dollars als unangefochtene globale Leit-, Handels- und Reservewährung sichergestellt werden. Mehrfach drohte Trump Staaten, die den US-Dollar als Handelswährung ersetzen wollen, mit drastischen Zöllen von 100%.

**Diese Kombination aus schwachem US-Dollar und Beibehaltung des Reservewährungsstatus klingt nach dem sprichwörtlichen Wunsch nach „warmen Eislutschern", nach einer Quadratur des Kreises.** Die ökonomischen Vorzeichen zum Zeitpunkt seines zweiten Sieges bei den Präsidentschaftswahlen stehen für Donald Trump jedoch deutlich schlechter als bei seinem ersten Wahlsieg.

### US-Makro- und Marktumfeld zu Beginn von Trump I vs. Trump II

| Makroökonomische Daten | Trump I (Nov. 2016) | Trump II (Nov. 2024) |
|---|---|---|
| US-Produktionslücke | negativ | positiv |
| Primärsaldo, % des BIP | -0,9 | -3,3 |
| Budgetsaldo, % des BIP | -2,7 | -6,4 |
| Kern-PCE | 1,7 | 2,7 |
| Nettoauslandsvermögensstatus, in % des BIP | -44% | -80% |
| | | |
| **Märkte** | | |
| DXY | 97,86 | 103,42 |
| Gold, in USD | 1.275,64 | 2.743,60 |
| S&P 500 | 2.139,6 | 5.782,80 |
| S&P 500 Forward PE Ratio | 17x | 22x |
| S&P 500 vs. 200 Week Moving Average | 8% Über | 27% Über |
| Investment-Grade-Unternehmensanleihen Spread | 135bps | 82bps |
| 10-jährige TIPS-Rendite | 0% | 2% |
| Korrelation Anleihen/Aktien | negativ | positiv |

Quelle: Ruffer, LSEG, Incrementum AG

## Re-Dollarisierung oder De-Dollarisierung?

*Because of the self-confidence with which he had spoken, no one could tell whether what he said was very clever or very stupid.*
**Leo Tolstoy**

**Was die Pläne hinsichtlich der künftigen Bedeutung des US-Dollars angeht, ist noch vieles ungewiss.** In Anlehnung an die beiden Währungsabkommen in den 1980er-Jahren[9] zirkuliert unter dem Begriff *Mar-a-Lago-Akkord* der Plan, den US-Dollar gegenüber anderen führenden Währungen deutlich abzuwerten. Trump und sein Team sind der – ökonomisch diskussionswürdigen – Auffassung, dass der überbewertete US-Dollar ein wesentlicher Grund für die Deindustrialisierung der USA sei.

*The world's monetary system is built on a contradiction, exposed by Triffin, that will ultimately lead to collapse unless reformed.*
**Jacques Rueff**

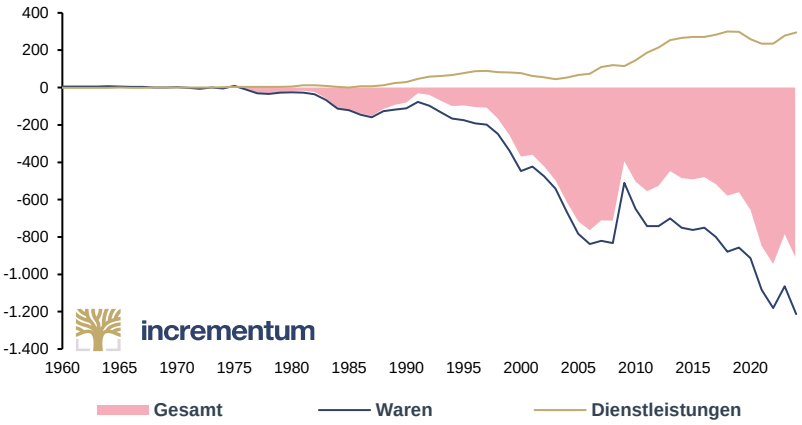
**Im Kern dieser Diskussion steht ein strukturelles Dilemma.** Der Ökonom Robert Triffin, der u. a. bei der Federal Reserve und dem IWF arbeitete, zeigte bereits in den 1960er-Jahren auf, dass eine Nation, die eine globale Reservewährung emittiert, in einen Zielkonflikt zwischen kurzfristigen nationalen und langfristigen internationalen Zielen gerät. Die folgenden zwei Eigenschaften einer idealen Reservewährung seien demnach unvereinbar und bilden das *Triffin-Dilemma*:

- **Stabilität:** Eine Währung ist nur dann stabil, wenn der Emittent eine ausgeglichene Leistungsbilanz aufweist.
- **Ausreichende internationale Bereitstellung der Reservewährung:** Um die internationale Nachfrage nach der Reservewährung zu bedienen, muss die emittierende Nation ein Leistungsbilanzdefizit ausweisen.

[9] Siehe „Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?", In Gold We Trust-Report 2019

**Langfristig ist der Leitwährungsstatus zugleich Segen und Fluch:** Segen deshalb, weil er es den USA erlaubt, mehr zu konsumieren als zu produzieren, und monetäre Inflation ins Ausland zu exportieren.

**US-Leistungsbilanz, in Mrd. USD, 1960–2024**




Quelle: Bureau of Economic Analysis, Incrementum AG

*Kapitalexport ist die Folge von Unterschieden in der Zeitpräferenz zwischen Nationen.*
**Eugen von Böhm-Bawerk**

Fluch ist der Status deswegen, weil ein permanentes Leistungsbilanzdefizit die Deindustrialisierung begünstigt und langfristig das Vertrauen in die Leitwährung untergräbt. Das globale Finanzsystem verlangt nach immer mehr US-Dollar-Liquidität, während zugleich die Basis für seine Stabilität erodiert.

**Welche Möglichkeiten bestehen zur Lösung des Triffin-Dilemmas?**

- **Multipolare Reserveordnung (Euro, Yuan etc.):** Dieser Ansatz löst das Paradoxon nicht, verteilt den Druck aber auf mehrere Währungen. Weiterhin wäre es erforderlich, dass mehrere Länder chronische Leistungsbilanzdefizite aufweisen, sofern sie eine Aufwertung ihrer Währung vermeiden wollen.
- **Supranationale Reservewährung (z. B. Sonderziehungsrechte):** Einen derartigen Vorschlag unterbreitete schon John M. Keynes im Zuge der Neuordnung der globalen Währungsordnung unter dem Namen *Bancor*. Dieser Ansatz macht die Versorgung globaler Liquidität unabhängig vom Leistungsbilanzdefizit des Landes mit der Weltleitwährung. Die Umsetzung bedarf einer engen globalen Kooperation.
- **Neutrales Reserve-Asset:** Nachhaltig auflösen lässt sich das Paradoxon nur durch den Einsatz von neutralen Reserve-Assets wie Gold oder Bitcoin. Entscheidend ist, dass die Assets nicht inflationierbar sind, kein Gegenparteienrisiko haben und eine entsprechende Markttiefe aufweisen. Dies trifft aktuell ausschließlich auf Gold zu.

*Die Zahlungsbilanz befiehlt, die Handelsbilanz gehorcht, nicht umgekehrt.*
**Eugen von Böhm-Bawerk**

**Es ist uns wichtig, zu betonen, dass die Debatte um das Triffin-Dilemma kontrovers geführt wird.** Skeptiker argumentieren, dass ein Leistungsbilanzdefizit nicht zwangsläufig negativ zu bewerten ist, da es auch ein Zeichen hohen Vertrauens des Auslands in den inländischen Standort sein kann. **Eugen von Böhm-Bawerk hatte einst sogar betont, dass die Kapitalbilanz die Leistungsbilanz befiehlt.** Ein hohes Leistungsbilanzdefizit wäre demnach die Folge starker Kapitalzuflüsse und ein Beleg für die Attraktivität eines Wirtschaftsstandorts.

**Ebenso gibt es Widerspruch gegen die These, dass ein Land, das die Weltreservewährung stellt, zwingend ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen muss.** Der Emittent der Weltreservewährung ist nicht darauf angewiesen, die zusätzlich in Umlauf gebrachte Geldmenge vorrangig für den Import von Gütern zu verwenden, vielmehr könnten ebenso gut ausländische Wertpapiere erworben werden oder man könnte seine Währung deutlich aufwerten lassen. Im ehemaligen D-Mark-Block galt die Stärke der Währung als Voraussetzung des wirtschaftlichen Erfolgs, weil sie fortlaufend zu Produktivitätssteigerungen und Innovationen „zwang", um den drohenden Wettbewerbsverlust durch die Aufwertungen zu kompensieren.

*I always say 'tariffs' is the most beautiful word to me in the dictionary.*
**Donald Trump**

Wirtschaftsliberale Kritiker von Trumps Zollpolitik argumentieren, dass das massiv angewachsene Budgetdefizit die eigentliche Ursache der wirtschaftlichen Ungleichgewichte sei. Zölle seien lediglich eine Symptombekämpfung mit potenziell gravierenden negativen Nebenwirkungen. **Einigkeit scheint darüber zu herrschen, dass es strukturelle Verwerfungen gibt, womit sich die Frage nach einem Währungs-Reset stellt.**[10]

**Eine weitere, eventuell sogar rapide Abwertung des US-Dollars könnte den nächsten Schub in dieser Goldhausse einleiten.** Ein Vergleich verschiedener Kennzahlen zum Zeitpunkt der letzten beiden säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation erhärtet unsere These des *Big Long*: **Der Goldpreis hat weiterhin Luft nach oben. Besonders wichtig erscheint uns der aktuell deutlich höhere US-Dollar-Index – er liegt mit rund 99,3 Punkten weit über den Werten der letzten säkularen Hochs.**

### Vergleich unterschiedlicher Makro- und Marktkennzahlen bei Allzeithoch von Gold 1980 und 2011 vs. aktuell

| | 1980 | 2011 | Aktuell | *Δ vs 1980 (%)* | | *Δ vs 2011 (%)* | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Goldpreis in USD** | 835 | 1.900 | 3.288 | 2.453 | (294%) | 1.388 | (73%) |
| **Monetäre Basis in Mrd. USD** | 157 | 2.637 | 5.775 | 5.618 | (3.578%) | 3.138 | (119%) |
| **M2 Geldmenge in Mrd. USD** | 1.483 | 9.526 | 21.763 | 20.280 | (1.367%) | 12.237 | (128%) |
| **US-Staatsschulden in Mrd. USD** | 863 | 14.790 | 36.215 | 35.352 | (4.096%) | 21.425 | (145%) |
| **BIP/Kopf** | 12.303 | 50.056 | 87.759 | 75.456 | (613%) | 37.703 | (75%) |
| **US-Median-Hauspreis in USD** | 63.700 | 228.100 | 416.900 | 353.200 | (554%) | 188.800 | (83%) |
| **S&P 500** | 111 | 1.174 | 5.569 | 5.458 | (4.917%) | 4.395 | (374%) |
| **US-Arbeitslosenrate** | 6,3 | 9,0 | 4,2 | -2,1 | (-33%) | -4,8 | (-53%) |
| **US-Dollar-Index** | 86,1 | 75,2 | 99,3 | 13,2 | (15%) | 24,1 | (32%) |

Quelle: treasury.gov, Federal Reserve St. Louis, LSEG (per 30/04/2025), Incrementum AG

*The next 1971 is coming.*
**Charlie Morris**

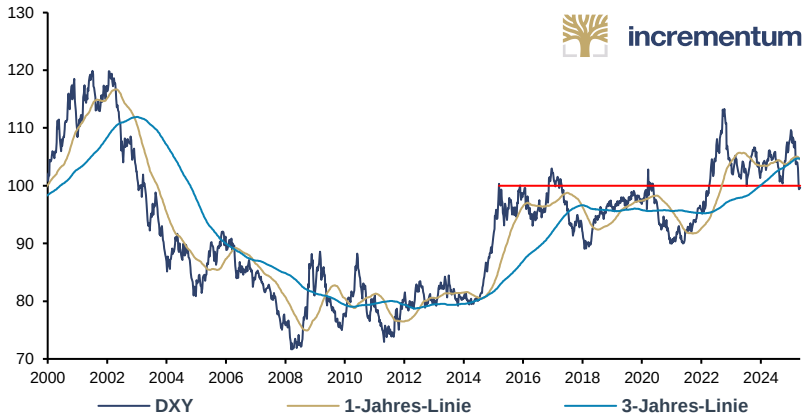
**Für uns steht fest: Eine kontrollierte und deutliche Abwertung des US-Dollars ist eines der zentralen Anliegen von Donald Trump.** Es wäre jedoch ein gravierender Fehler, den US-Dollar zwecks Förderung der Reindustrialisierung künstlich zu schwächen. Währungsabwertungen lösen keine strukturellen Probleme. Sie erzeugen Inflation, verteuern Importe, mindern die Kaufkraft von Löhnen und Ersparnissen im In- und Ausland und schwächen damit den Binnenkonsum, das Rückgrat der US-Wirtschaft.

[10] Siehe Kapitel „Dollar-Milkshake trifft auf Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung" in diesem In Gold We Trust-Report

*My philosophy, Mr. President, is that all foreigners are out to screw us and it's our job to screw them first.*
**Treasury Secretary John Connally zu Richard Nixon**

**Zudem ist eine starke Währung Ausdruck internationaler Vertrauenswürdigkeit:** Wer den US-Dollar bewusst entwertet, verscheucht Kapital, das zur Modernisierung der Infrastruktur und der Produktionskapazitäten sowie zur Absicherung der Technologieführerschaft dringend benötigt wird. Statt auf die trügerischen Vorteile eines schwächeren US-Dollars zu setzen, sollten fiskalische Disziplin, eine entschlackte Bürokratie und gezielte Innovationsförderung im Zentrum der Wirtschaftspolitik stehen, um neue Industrien anzusiedeln und bestehende zu stärken – ohne das Vermögen der Bürger, auch der ausländischen, die in US-Dollar denominierte Anleihen halten, zu entwerten und den Wohlstand in einem Abwertungswettlauf zu verspielen. Sehr salopp formuliert: **Wäre Weichwährungspolitik tatsächlich der Schlüssel zum wirtschaftlichen Erfolg, würde Zimbabwe die Rangliste der erfolgreichsten Länder anführen und nicht die Schweiz.**

**DXY, 01/2000–04/2025**



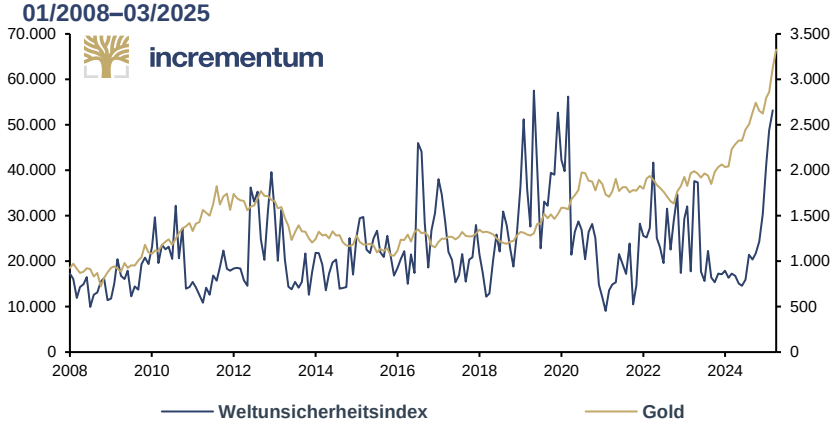

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Neronulus Trump succeeded in doing something no world event, no tension, no pandemic, no risk managed to do since Bretton Woods: the replacement the dollar as reserve currency with GOLD.*
**Nassim Taleb**

**All diese Entwicklungen – von der unklaren Ausrichtung der US-Dollar-Strategie über das ungelöste Triffin-Paradoxon bis hin zu möglichen Währungsabwertungen – sorgen für erhebliche Unsicherheit.** Das ist eine weitere Parallelität zum Nixon-Schock 1971, als ein bestehendes Weltwährungssystem von einem Augenblick zum anderen Geschichte war und sich erst über Jahre hinweg das neue System der flexiblen Wechselkurse etablierte. Vertrauen ist die zentrale Währung im (internationalen) Wirtschaftsverkehr und entscheidend für den Erfolg der Standortpolitik eines Landes. Die Kosten, die eine Vertrauenserosion verursacht, können nicht überschätzt werden.[11] Gold erwies sich im Frühling – einmal mehr – als verlässliche Absicherung in Zeiten geopolitischer und ökonomischer Verwerfungen. **Gold bleibt, was es immer war: ein stabiler Anker.**

[11] Siehe „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion", In Gold We Trust-Report 2019

**Weltunsicherheitsindex (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2008–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Vertrauen ist eine zarte Pflanze; ist es zerstört, so kommt es sobald nicht wieder.*
**Otto von Bismarck**

Gerade in dem Maß, in dem traditionelle „sichere Häfen" wie US-Staatsanleihen oder deutsche Bundesanleihen an Vertrauen einbüßen und ihre Stabilitätsfunktion verwässern, rückt Gold nun wieder stärker ins Zentrum langfristiger Anlagestrategien.

## Meanwhile in Europe: Der monetäre Klimawandel beschleunigt sich

*Wir sind umzingelt von Wirklichkeit.*
**Robert Habeck**

Während aus Washington ungewohnte Worte fiskalischer Vernunft zu vernehmen sind, hat Friedrich Merz (CDU) in einer – von vielen als Wählertäuschung eingestuften – 180-Grad-Wende unter der Zauberformel „Whatever it takes!" Deutschlands Staatsverschuldung mit einem Satz deutlich erhöht. Konkret werden Verteidigungsausgaben oberhalb von 1% des BIP von der Schuldenregel ausgenommen. Zudem wurde ein – euphemistisch als „Sondervermögen" bezeichnetes – schuldenfinanziertes Programm in Höhe von 500 Mrd. EUR für Infrastruktur und Klimaschutz geschaffen. Prognosen gehen davon aus, dass die deutsche Staatsverschuldung von aktuell 60% des BIP auf bis zu 90% ansteigen wird.

*Ich frage mich schon seit längerem, ob das schöne deutsche Wort „notwendig" bedeutet, dass immer erst die Not etwas wendet.*
**Graf Otto Lambsdorff**

**Dies markiert einen historischen Moment für Deutschland:** Ausgerechnet unter der Federführung der konservativen Union wurde nun auch de jure die offizielle Abkehr vom fiskalischen Konservatismus vollzogen. Was sich im Zuge der Corona-Pandemie bereits angedeutet hatte – und von uns im gleichnamigen *In Gold We Trust*-Report 2021 als *monetärer Klimawandel* bezeichnet wurde – hat nun eine neue Qualität erreicht. Denn ohne den Musterschüler fiskalischer Disziplin Deutschland ist es wahrscheinlicher, dass die ausgabenfreudigeren Euro-Länder – wir blicken hier insbesondere nach Paris – die neue fiskalische Großzügigkeit als Freifahrtschein interpretieren werden.

*If truth is the first casualty in wars, bonds usually come a close second.*
**Luke Gromen**

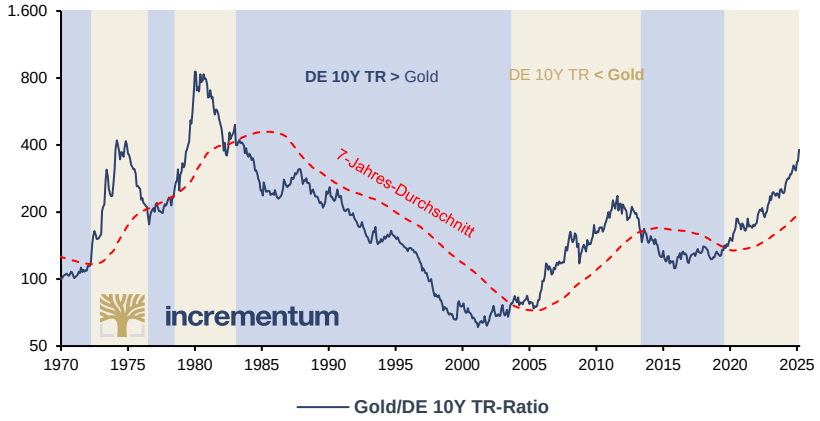
**Deutsche Bundesanleihen, welche im Euroraum als ultimative, „risikolose Anlage" gelten, haben auf die Kehrtwende spürbar reagiert.** Die Renditen deutscher Bundesanleihen verzeichneten nach der Verkündung der Einigung die größte Tagesbewegung der letzten 35 Jahre. Problematisch für viele

deutlich höher verschuldete Staaten wie Frankreich und Italien: Mit dem steigenden Grundwasserspiegel zogen auch deren Anleiherenditen deutlich an.

*Sugar highs fade. Eventually, people will scrutinize the results and question these countries' repayment ability. With German exceptionalism gone, no Eurozone nation is big enough to shoulder the burden.*
**Fabian Wintersberger**

**Über ein halbes Jahrhundert lang waren sich internationale Marktteilnehmer sicher, dass Deutsche Bundesanleihen de facto kein Gegenparteirisiko aufweisen.** Besonders während der Phase der *Great Moderation* – entwickelten sich Bundesanleihen besser als Gold. Dieses Verhältnis begann sich ab 2002 schrittweise zu verändern. Seit 2020 verstärkt sich der Trend zugunsten von Gold. **Neben der bestehenden Gefahr einer erneuten Inflationswelle tritt mit dem Ableben *der schwäbischen Hausfrau* ein weiteres Thema in den Vordergrund: das Gegenparteienrisiko.** Dieses könnte mittelfristig – erstmals seit langer Zeit – wieder als Risikofaktor in der Staatsanleihenbewertung wahrgenommen werden.

**Gold/DE 10Y TR-Ratio, 01/1970–04/2025**




Quelle: Gavekal Research, LSEG, Incrementum AG

*I once cried because I had no shoes to play football with my friends, but one day I met a man who had no feet.*
**Zinedine Zidane**

**Louis-Vincent Gave argumentiert, dass deutsche und US-Bonds über eine Generation hinweg die All-Star-Anlageklasse waren**. Dieser All-Star hat nun ausgedient, und viele institutionelle Portfolios befinden sich in derselben Misere wie die französische Fußballnationalmannschaft ohne Zinedine Zidane. Ein neuer Unterschiedsspieler, um den das restliche Team gebaut wird, muss gefunden werden. Gold hat sich bereits aufgewärmt und wartet, ähnlich wie ein junger Kylian Mbappe, auf die Einwechslung, denn es könnte diese Rolle mühelos einnehmen.

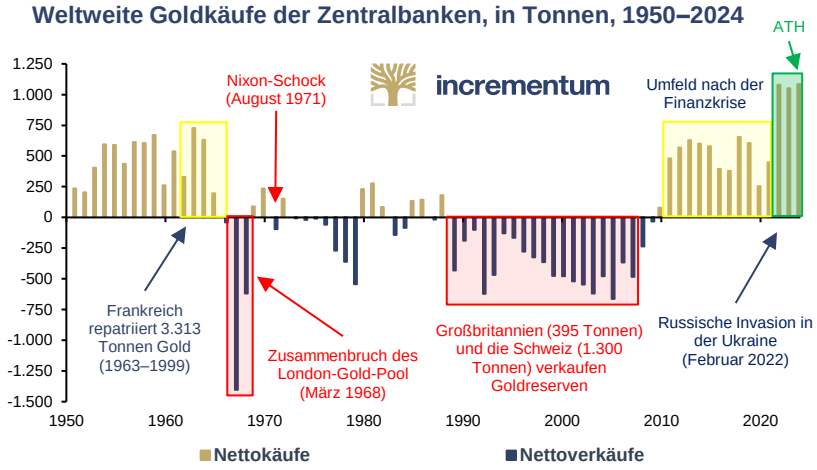
## Das neue Gold-Playbook – gestützt vom Trump-Schock

**Unsere zentrale These im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook" war, dass sich das Anlageumfeld von Gold fundamental gewandelt hat. Die Entwicklungen in den vergangenen 12 Monaten bekräftigen diesen Wandel.**

*Scoring three goals is just Zlatan being Zlatan.*
**Zlatan Ibrahimovic**

**So ist ein wesentlicher Eckpfeiler des *Big Longs* die anhaltend starke physische Nachfrage der Notenbanken.** Bereits seit 2009 treten sie als Nettokäufer am Goldmarkt auf. Diese Entwicklung beschleunigte sich seit der

Konfiszierung der russischen Währungsreserven Ende Februar 2022 noch einmal deutlich. **Drei Jahre in Folge erhöhten Zentralbanken ihre Goldreserven um jeweils mehr als 1.000 t und erzielten damit einen Hattrick der besonderen Art.**



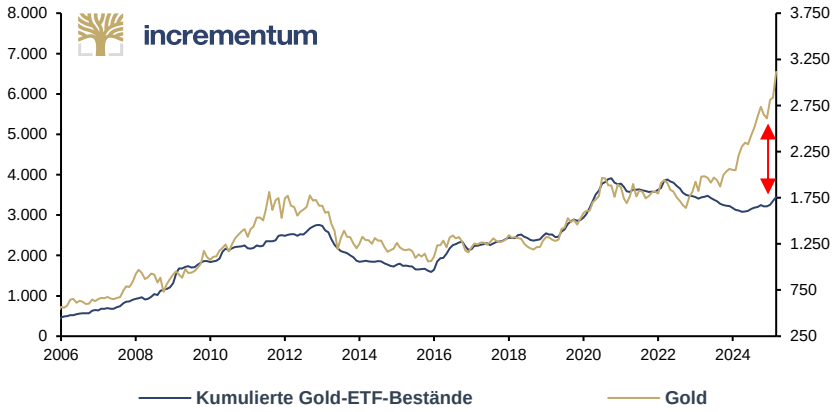

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Den Löwenanteil dieser Käufe tätigten erneut asiatische Zentralbanken.** Bemerkenswert ist jedoch, dass mit Polen 2024 ein europäischer Staat die Spitzenposition einnahm. Diese geopolitisch motivierte Re-Allokation in Richtung Gold steht exemplarisch für ein wachsendes Misstrauen gegenüber dem bestehenden westlichen Finanzsystem, aber auch die sukzessive Zunahme der wirtschaftlichen Bedeutung der Emerging Markets.

*Far more money has been lost by investors trying to anticipate corrections than lost in the corrections themselves.*
**Peter Lynch**

**Und es sind nicht mehr nur die Zentralbanken, die auf Gold setzen, sondern auch die westlichen Finanzinvestoren, die sich nach einer längeren Abstinenz wieder vermehrt nach Investitionsmöglichkeiten im Edelmetallbereich umsehen.** 2024 zog die ETF-Nachfrage im Jahresverlauf an, mit Ausnahme Europas, das erst in Q1/2025 auf die Käuferseite zurückkehrte. Die kräftigen Zuflüsse in Nordamerika zeigen, dass es erste Anzeichen einer *Gold-FOMO* gibt. **Die Investmentnachfrage der Gold-ETFs könnte ein wesentlicher Treibstoff für eine Fortsetzung der Gold-Hausse darstellen.**

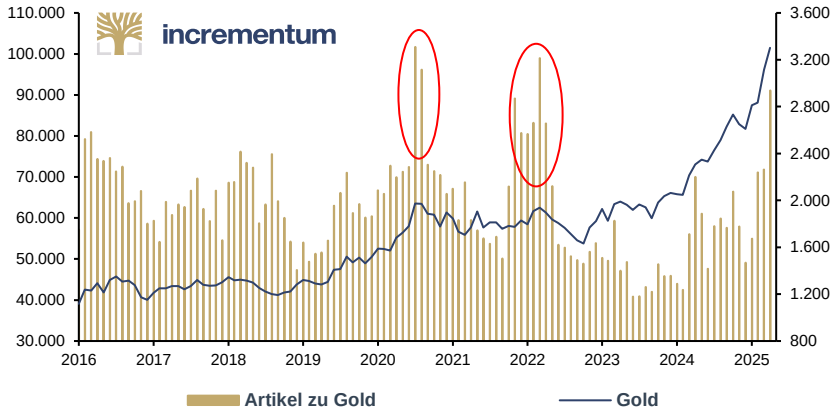
**Kumulierte Gold-ETF-Bestände (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2006–03/2025**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Auch ist die allgemeine Medienbegeisterung im Westen für Gold heute nicht so ausgeprägt, wie beispielsweise 2020, als Gold sein erstes neues Allzeithoch seit fast einem Jahrzehnt erzielte. Das ist ein Indiz dafür, dass sich trotz des Rekordlaufs in den vergangenen Quartalen der Goldmarkt noch nicht in einer überzogen euphorischen Stimmung befindet.

**Artikel zu Gold (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2016–04/2025**

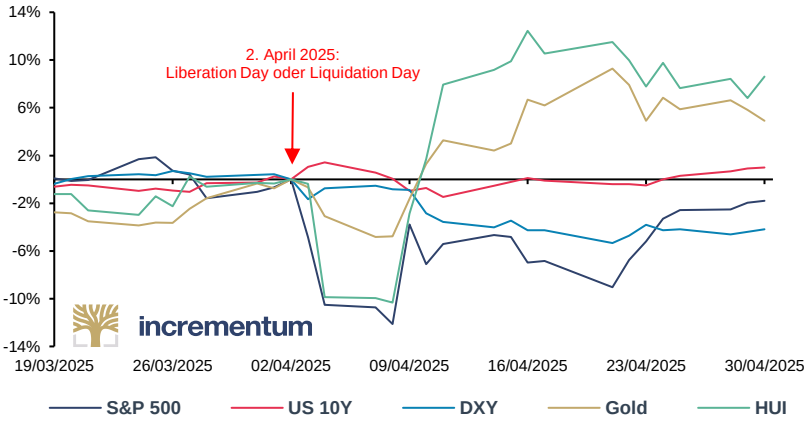



Quelle: World Gold Council, Bloomberg, LSEG, Incrementum AG

*A haven for pirates is but a trap for the unwary.*
**William Dampier, Pirat**

**Zusätzliche Unterstützung erhält unsere *Big-Long*-These durch die Reaktion der Finanzmärkte auf den *Liberation Day*.** Es ist ungewöhnlich, dass der US-Dollar in einer volatilen Risk-off-Phase fällt. Noch seltener ist ein gleichzeitiger Einbruch von Anleihen *und* Aktien. Solche Konstellationen sind typisch für Schwellenländer, nicht aber für den wichtigsten sicheren Hafen des globalen Kapitalmarktes. Statt im sicheren Hafen Zuflucht zu finden, suchten viele, insbesondere internationale Anleger das Weite. **Wie wahrscheinlich ist es, dass sie nach einem derartigen Schock freiwillig zurückkehren?**

**Diverse Vermögenswerte, in USD, 100 = 02/04/2024, 03/2025–04/2025**

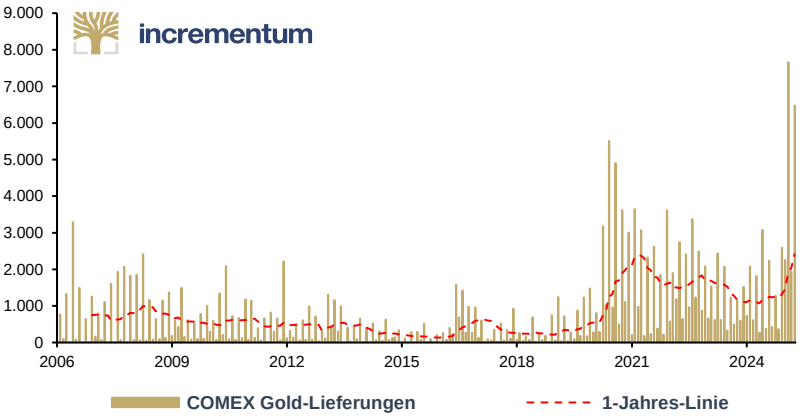



Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Let's get physical: Sicherheitsgold am Weg von London nach New York

**Ein weiteres klares Zeichen schwindenden Vertrauens ist die steigende Nachfrage nach physischem Gold – besonders bei langfristig orientierten Investoren, die *Sicherheitsgold* suchen.** Seit 2020 häufen sich physische Auslieferungen von Terminbörsen, mutmaßlich getrieben von Family Offices, vermögenden Privatanlegern und staatlichen Akteuren. Diese Käufer sind weniger preis- als vielmehr systemkritisch: Sie bevorzugen echtes Gold gegenüber „Papiergold".

**COMEX Gold-Lieferungen, in Tausend Feinunzen, 01/2006–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

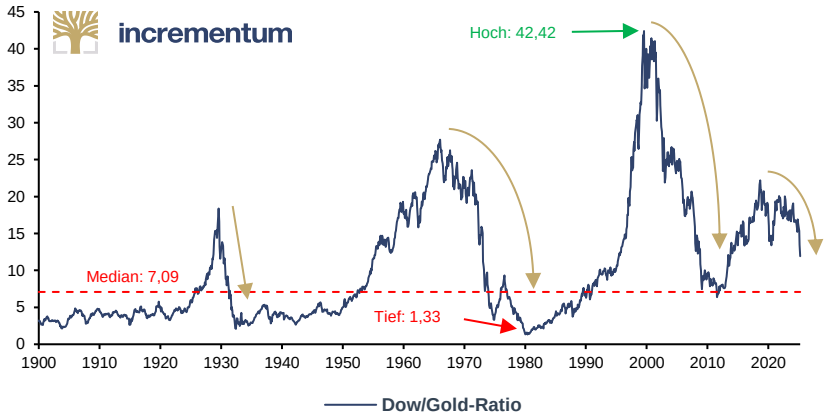
*Harmony is built on trust, and occasional disagreements can only be resolved peacefully provided there is trust. But when trust is gone, everything is gone.*
**Zoltan Pozsar**

**Vor dem Liberation Day wurden enorme Goldmengen von London nach New York verlagert, laut StoneX-CEO Philip Smith über 2.000 t.** Auslöser war ein ungewöhnlich hoher Aufschlag von bis zu 68 USD zwischen COMEX-Preis und LBMA-Spotpreis. Dieser zwang Bullionbanken zu außergewöhnlichen physischen Lieferungen. Parallel schrumpften die LBMA-Goldlagerbestände von Oktober 2024 bis Ende März um 8,6 Mio. Unzen, während der COMEX-Lagerstand Anfang April mit 45 Mio. Unzen einen neuen Rekordwert erreichte.

## Gold, der neue Outperformer im Portfolio?

**Die relative Stärke von Gold gegenüber Anleihen – und nun auch gegenüber Aktien – dürfte für vermehrtes Anlegerinteresse sorgen.** Nachdem Gold zuletzt gegenüber Aktien an Stärke gewonnen hat, lohnt sich ein langfristiger Blick auf das Dow/Gold-Ratio. In den vergangenen drei großen Abwärtstrends dieses Ratios (1930er-, 1970er- und 2000er-Jahre) ging die Entwicklung stets mit einem deutlichen Anstieg des Goldpreises und stagnierenden US-Aktienmärkten einher. Aktuell liegt das Dow/Gold-Ratio bei 11,91 und damit klar über dem historischen Median von 7,09 – ein Hinweis darauf, dass Gold im Vergleich zu US-Aktien nach wie vor attraktiv bewertet ist.

**Dow/Gold-Ratio, 01/1900–04/2025**

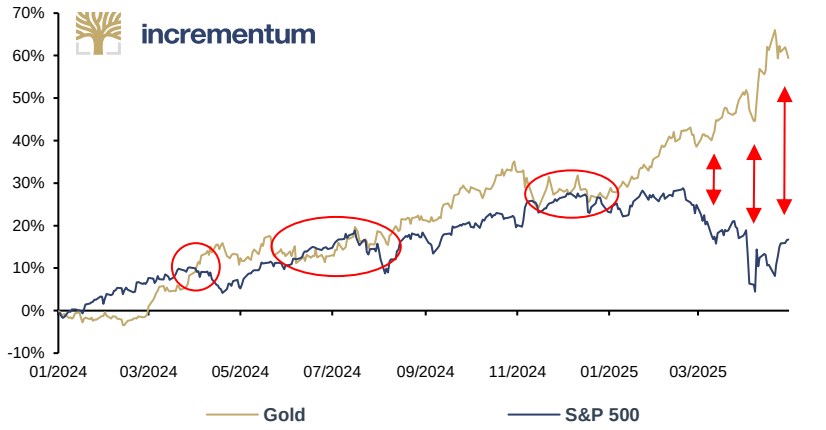



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

*When you buy gold, you're short the financial system. When you buy stocks, you're long it.*
**Rick Rule**

**Die wachsende Kluft zwischen Gold und dem S&P 500 seit Jahresbeginn deutet auf grundlegende Veränderungen hin.** Kapital fließt zunehmend aus US-Märkten in den sicheren Hafen Gold – aber auch verstärkt nach Europa und in ausgewählte Emerging Markets. Sollte sich dieser Trend bestätigen, wäre das ein deutliches Signal für eine sektorale und geografische Rotation mit potenziell weitreichenden Folgen für globale Anlagestrategien und makroökonomische Narrative.

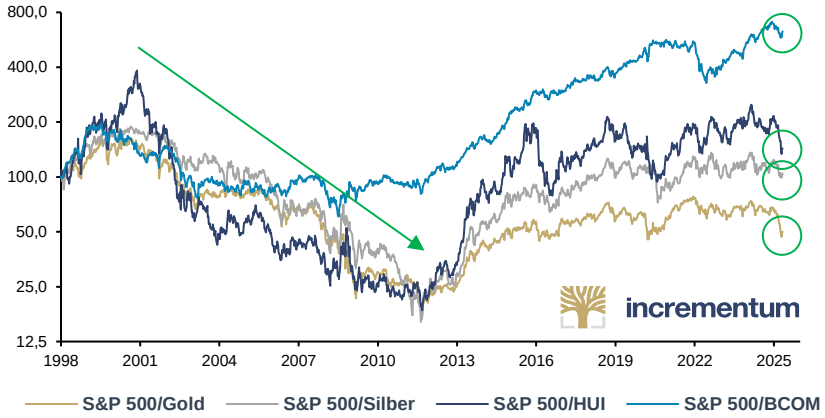
**Gold und S&P 500, in USD, 100 = 01/01/2024, 01/2024–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Betrachtet man die relative Entwicklung des S&P 500 vs. Gold, Silber, Minenaktien (HUI) und Rohstoffen (BCOM-Index), so erkennt man ebenfalls eine Rotation. In Kombination mit einer relativen Stärke von Silber und Minenaktien gegenüber Gold lässt sich ein zyklischer Wendepunkt erkennen. **Ein nachhaltiger Durchbruch des S&P 500 nach unten würde eine bedeutende Verschiebung der Kapitalströme anzeigen.** Anders ausgedrückt: Kapitalabflüsse aus einem bislang äußerst beliebten und weit verbreiteten Sektor hin zu *Performance-Gold*, das über fast eine Dekade ein Schattendasein fristete.

**S&P 500 vs. Gold, Silber, HUI und BCOM (log), 100 = 01/1998, 01/1998–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Herzlichen Dank!

*All that matters is that you are making something that you love, to the best of your ability, here and now.*
**Rick Rubin**

**Der *In Gold We Trust*-Report strebt Jahr für Jahr danach, seinem Ruf als „Goldstandard der Goldstudien" gerecht zu werden. Unser Ziel ist stets, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu verfassen.** Wie Mark Baum[12] in seiner Kritik am Finanzsektor anprangernd feststellte: „Niemand achtet auf Details." Genau diese Details sind es aber, die zählen, und genau das ist die Mission des *In Gold We Trust*-Reports, Ihnen, geschätzte Leser, die entscheidenden Details des Goldmarktes näherzubringen.

*A strong passion for any object will ensure success, for the desire of the end will point out the means.*
**Henry Hazlitt**

Deshalb ziehen wir uns jedes Jahr vom hektischen Alltag zurück, um nachzudenken, Daten und Fakten zu recherchieren und schließlich den *In Gold We Trust*-Report zu schreiben. Die Vielzahl an Ereignissen der vergangenen Monate stellte uns vor eine echte Herausforderung. Trumps Liberation Day – wie auch seine Sprunghaftigkeit im Allgemeinen – bereitete uns ebenso wie vielen anderen Marktbeobachtern einiges an Kopfzerbrechen. In Jahren mit starkem Goldpreisanstieg sind derartige Erschwernisse jedoch leicht zu bewältigen.

**Auch diese 19. Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports kann mit einigen Premieren aufwarten.** Die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Reports erscheint

[12] Mark Baum ist eine fiktive Figur aus dem Film The Big Short (2015), die auf dem realen Investor Steve Eisman basiert.

zum ersten Mal auf Japanisch, zusätzlich zu Deutsch, Englisch und Spanisch. Mit *Mining Visuals*, einem schwedischen Unternehmen, das sich auf die graphische Aufbereitung von für den Minensektor relevanten Daten spezialisiert hat, haben wir uns kompetente und tatkräftige Verstärkung an Bord geholt. Von der Kreativität des engagierten Teams von Mining Visuals können Sie sich in diesem *In Gold We Trust*-Report überzeugen. **Zum ersten Mal gibt es auch die Möglichkeit, eine Druckversion des *In Gold We Trust*-Reports hier zu beziehen.**

**Wir danken unseren mehr als 20 fantastischen Kolleginnen und Kollegen auf vier Kontinenten** für ihren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz über mehr als 20.000 Stunden und unzählige Zeitzonen hinweg.

**Besonderer Dank gilt unseren Premium-Partnern[13].** Ohne deren Unterstützung wäre es nicht möglich, den *In Gold We Trust*-Report kostenfrei zugänglich zu machen und Jahr für Jahr unser Leistungsspektrum zu erweitern. Neben der jährlichen Publikation in fünf Sprachen stellen wir monatlich unseren *Monthly Gold Compass* sowie laufend Informationen auf unserer *In Gold We Trust*-Website unter ingoldwetrust.report zur Verfügung.

*If there is time to reflect, slowing down is likely to be a good idea.*
**Daniel Kahnemann**

**Wir betrachten die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit als unabdingbar für eine erfolgreiche Vorbereitung auf die Zukunft**. Daher sind wir davon überzeugt, dass der aktuelle Gold-Bullenmarkt noch nicht an sein Ende gelangt ist. Die Gründe für unsere Einschätzung wollen wir Ihnen, geschätzte Leser, als Orientierungshilfe zum Thema Gold auf den insgesamt mehr als 460 Seiten des *In Gold We Trust*-Reports 2025 präsentieren.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 19. *In Gold We Trust*-Reports genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Mit herzlichen Grüßen aus Liechtenstein,

**Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek**

[13] Am Ende des In Gold We Trust-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere Premium-Partner, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

MÜNZE
ÖSTERREICH
Zeit der Krisen.
WIENER PHILHARMONIKER
Zeit der Veränderung.
Zeit
für
Gold.
Warum genau jetzt eine gute Zeit für Goldanleger ist,
erfahren Sie auf muenzeoesterreich.at

# Status quo von Gold

*Over the sweep of a reasonable investment horizon, gold protects against the depredations of the stewards of our currencies. That's its purpose.*

**Jim Grant**

- **Gold stieg 2024 um 27,2% in US-Dollar und um 35,6% in Euro. In allen Fiat-Währungen markierte Gold zahlreiche neue Allzeithochs, im Einklang mit unserem 2020 vorgestellten Incrementum Goldpreismodell. Besonders stark war der Anstieg in japanischen Yen mit +41,7%.**
- **Das „Ansteigen" des Goldpreises spiegelt in Wirklichkeit die anhaltende Abwertung der Fiat-Währungen wider. Der US-Dollar verlor 2024 fast ein Drittel seiner Kaufkraft, gemessen in Gold.**
- **Die durchschnittliche jährliche Rendite (CAGR) von Gold in US-Dollar seit 1980 beträgt 8,2%, mit einer positiven Jahresperformance in 59,3% der Fälle.**
- **Gold zeigte in den letzten 26 Jahren eine außergewöhnlich konstante Wertentwicklung mit einer Hit-Rate von 73% (USD), 81% (EUR) und 82% im globalen Währungskorb, was seine stabile Performance über Währungsräume hinweg bestätigt.**
- **Historische Muster deuten darauf hin, dass der US-Dollar (DXY) im Nachwahljahr an Wert verlieren könnte – eine Entwicklung, die typischerweise Gold zugutekommt.**
- **Während der langfristige Ausblick positiv bleibt, deuten Sentiment-Indikatoren wie der Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Indicator, darauf hin, dass kurzfristig eine Konsolidierung wahrscheinlich ist.**

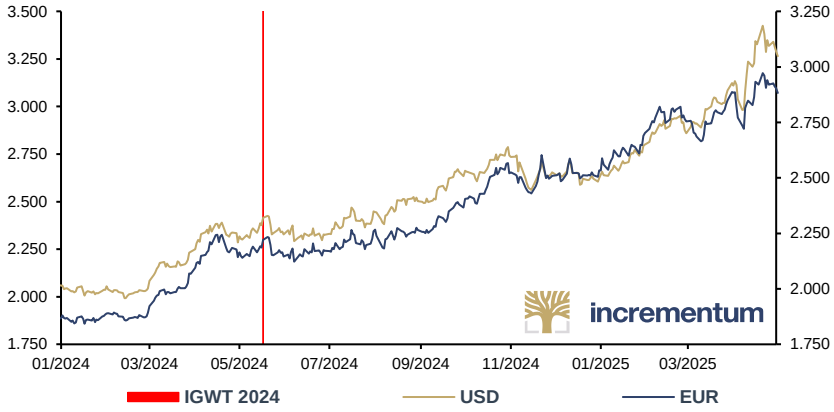
*The playbook doesn't win games. Players who master it do.*
**John Madden**

Im abschließenden Kapitel „Quo vadis, aurum?" des *In Gold We Trust*-Reports 2024 resümierten wir: „Für uns steht fest: Gold ist endgültig aus seiner vierjährigen Konsolidierungsphase ausgebrochen. Ein neues Kapitel im Gold-Playbook wurde aufgeschlagen." Diese Aussage hat sich als korrekt erwiesen: Der Goldpreis markierte in jeder FIAT-Währung zahlreiche neue Allzeithochs und erreichte die Ziele unseres *Incrementum Goldpreismodells*, das wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade" vorgestellt hatten.[14]

*Sometimes a setback is just a setup for the greatest comeback.*
**T. D. Jakes**

**Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung seit dem letzten *In Gold We Trust*-Report in US-Dollar und Euro genauer an.** Kurz nach der Veröffentlichung am 17. Mai 2024 kam es zu einer zweimonatigen Seitwärtsphase, ehe eine fulminante Rally einsetzte.

**Gold, in USD (lhs), und EUR (rhs), 01/2024–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*We have currency problems…We have a big currency problem.*
**Donald Trump**

Ein Blick auf die Performancekennzahlen seit 1970 offenbart eindrucksvolle Ergebnisse: **Gold weist eine Median-Performance von 7% und eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 8,2% auf, während zugleich 59,3% aller Jahre positiv verliefen.** Im Gegensatz dazu zeigt Silber zwar eine insgesamt höhere durchschnittliche Rendite, doch die vergleichsweise niedrigere Trefferquote von 53,7% sowie die ausgeprägte Volatilität legen nahe, dass ein aktives Timing bei Silber-Investments ratsam ist.

Die herausragende Wertentwicklung des Jahres 2024 – Gold erreichte das 86. Perzentil und Silber das 71. Perzentil – wirkt zweifellos außergewöhnlich. Ein Blick auf das Rekordjahr 1979 (126% bei Gold und 374% bei Silber) zeigt jedoch, dass eine parabolische Trendbeschleunigung möglicherweise erst noch bevorstehen könnte.

[14] Siehe „Quo Vadis, Aurum?", In Gold We Trust-Report 2024; „Quo vadis, aurum?", In Gold We Trust-Report 2020

**Jährliche Performance von Gold und Silber, in USD, 1970–2024**

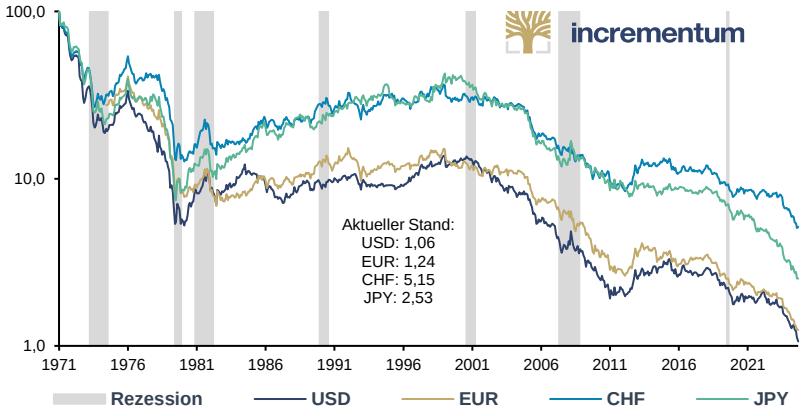
| | Gold | Silber |
|---|---|---|
| **Durchschnitt** | 10,8% | 12,5% |
| **Median** | 7,0% | 3,1% |
| **CAGR** | 8,2% | 5,4% |
| | | |
| **MAX** | 126,5% | 374,2% |
| **MAX Jahr** | 1979 | 1979 |
| **MIN** | -31,6% | -48,7% |
| **MIN Jahr** | 1981 | 1981 |
| | | |
| **% POS** | 59,3% | 53,7% |
| **% NEG** | 40,7% | 46,3% |
| | | |
| **2024** | 27,2% | 21,5% |
| **Perzentil** | 86 | 71 |

Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

*Gold is a constant. It's the measuring stick. Currencies are the variables.*
**Mike Maloney**

Eine Performance von +27,2% innerhalb eines Kalenderjahres ist naturgemäß außergewöhnlich, doch wie Sie, geschätzte Leser, bereits wissen: **Der Goldpreis „steigt" nicht, sondern die Fiat-Währungen werten langfristig im Verhältnis zu Gold ab, manche schneller, manche langsamer. Im Vorjahr war der Kaufkraftverlust von US-Dollar, Euro & Co. mit einer Drittelung besonders stark ausgeprägt.**

**Diverse Währungen (log), in Gold, 100 = 08/1971, 08/1971–04/2025**

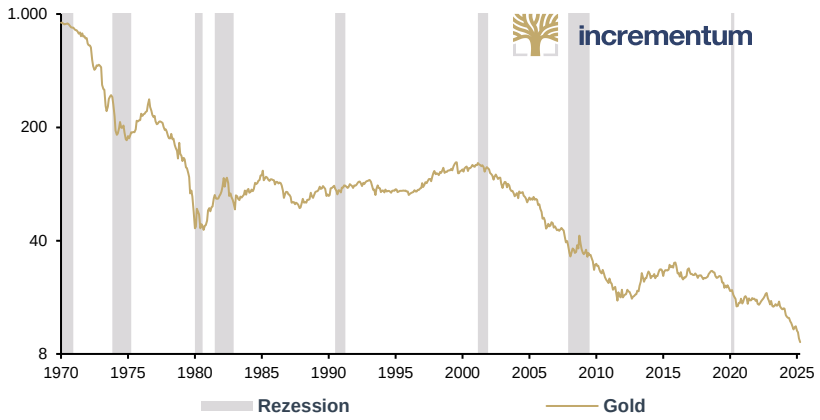



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Ausdauer ist das Fundament aller Tugenden.*
**Honoré de Balzac**

Die entscheidende Frage, ob Gold nun teuer oder günstig ist, ist schwer zu beantworten, wir werden es auf den nachfolgenden Seiten jedoch versuchen. Der nachfolgende Chart zeigt die Kaufkraft eines US-Dollars in Milligramm Gold. **Die Unze Gold kostet jetzt also nicht rund 3.300 USD, sondern für den „Kauf" eines US-Dollar sind weniger als 10 Milligramm Gold fällig.** Diese von uns propagierte Umkehrung der Perspektive ist nicht nur eine semantische Spitzfindigkeit, sondern bedeutet einen komplett anderen Zugang zum Thema.

**1 USD (log), in mg Gold, 01/1970–04/2025**

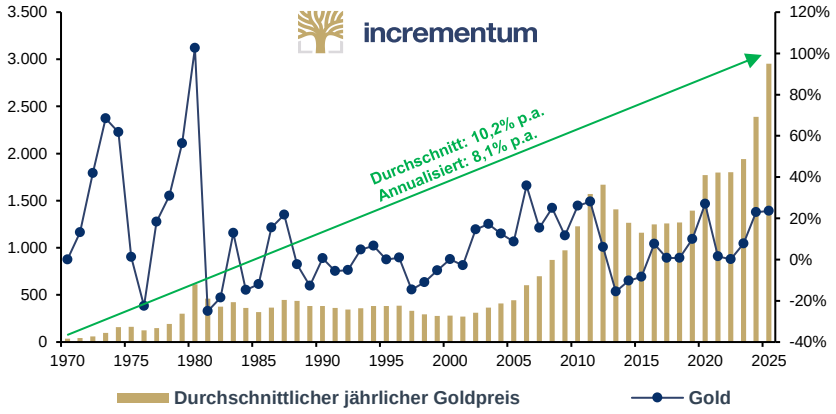



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Price is what you pay.*
*Value is what you get.*
**Warren Buffett**

**Mit einem Jahresdurchschnittspreis von 2.389 USD erreichte Gold im Vorjahr ein neues Allzeithoch.** Seit Jahresbeginn legte der durchschnittliche Goldpreis weiter auf 2.952 USD zu. Der folgende Chart zeigt, dass das regelmäßige Aufstocken von Gold, d. h. „Goldsparen", unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts vernünftig erscheint.

**Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis, in USD (lhs), und yoy (rhs), 1970–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Nun wollen wir uns der „Marktbreite" des Goldes zuwenden.** 2024 war für Gold in den wichtigsten Währungen mit einem Plus von 34,5% klar positiv. Fragwürdiger Spitzenreiter war wie schon 2023 Gold in japanischen Yen, mit einem Plus von 41,7%. **Nach wie vor ist die durchschnittliche Performance in diesem Jahrtausend beeindruckend.** Seit 2000 liegt die jährliche Performance von Gold in US-Dollar bei durchschnittlich 9,8%. Gold konnte – trotz zwischenzeitlicher deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und jede andere Währung in den Schatten stellen.

**Noch beeindruckender erscheint aber die *Hit-Rate* der positiven Jahre.** Gold erzielte in den vergangenen 26 Jahren eine bemerkenswert konstante Wertentwicklung. Auf US-Dollar-Basis legte Gold in 19 Jahren zu, in Euro in 21 Jahren. Gemessen an einem gewichteten Währungskorb stieg Gold sogar beeindruckende 23 von 26 Jahre. Dies entspricht einer Trefferquote von 73% in

US-Dollar, 81% in Euro und 82% bezogen auf den Währungskorb. Die Zahlen unterstreichen eindrucksvoll die Stabilität von Gold über unterschiedliche Währungsräume hinweg.

### Goldperformance in den wichtigsten Währungen, 2000–2025 YTD

| Jahr | USD | EUR | GBP | AUD | CAD | CNY | JPY | CHF | INR | Durchschnitt |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2000 | -5,3% | 1,2% | 2,4% | 11,2% | -1,9% | -5,4% | 5,8% | -4,2% | 1,4% | 0,6% |
| 2001 | 2,4% | 8,4% | 5,3% | 12,0% | 8,8% | 2,4% | 18,0% | 5,5% | 5,8% | 7,6% |
| 2002 | 24,4% | 5,5% | 12,3% | 13,2% | 22,9% | 24,4% | 12,2% | 3,5% | 23,7% | 15,8% |
| 2003 | 19,6% | -0,2% | 8,0% | -10,7% | -1,3% | 19,6% | 8,1% | 7,4% | 13,9% | 7,2% |
| 2004 | 5,6% | -2,0% | -1,7% | 1,5% | -2,0% | 5,6% | 0,8% | -3,1% | 0,1% | 0,5% |
| 2005 | 18,1% | 35,2% | 31,6% | 25,9% | 14,1% | 15,1% | 35,9% | 36,3% | 22,8% | 26,1% |
| 2006 | 23,0% | 10,4% | 8,1% | 14,3% | 23,3% | 19,0% | 24,2% | 14,1% | 20,7% | 17,5% |
| 2007 | 30,9% | 18,4% | 29,2% | 18,0% | 12,0% | 22,5% | 22,5% | 21,8% | 16,9% | 21,4% |
| 2008 | 5,4% | 10,0% | 43,0% | 30,5% | 28,7% | -1,5% | -14,2% | -0,8% | 30,0% | 14,6% |
| 2009 | 24,8% | 21,8% | 13,0% | -1,6% | 7,9% | 24,8% | 27,9% | 21,1% | 19,2% | 17,6% |
| 2010 | 29,5% | 38,6% | 34,2% | 13,9% | 22,8% | 25,1% | 13,2% | 16,8% | 24,8% | 24,3% |
| 2011 | 10,2% | 13,8% | 10,6% | 9,9% | 12,7% | 5,2% | 4,5% | 10,7% | 30,7% | 12,0% |
| 2012 | 7,1% | 5,0% | 2,4% | 5,3% | 4,2% | 6,0% | 20,7% | 4,5% | 11,1% | 7,4% |
| 2013 | -28,0% | -30,9% | -29,4% | -16,1% | -23,0% | -30,1% | -12,6% | -29,8% | -19,1% | -24,3% |
| 2014 | -1,8% | 11,6% | 4,4% | 7,2% | 7,5% | 0,7% | 11,6% | 9,4% | 0,2% | 5,6% |
| 2015 | -10,4% | -0,2% | -5,3% | 0,6% | 6,8% | -6,2% | -9,9% | -9,7% | -5,9% | -4,4% |
| 2016 | 8,5% | 12,1% | 29,7% | 9,4% | 5,3% | 16,1% | 5,4% | 10,3% | 11,4% | 12,0% |
| 2017 | 13,1% | -0,9% | 3,3% | 4,6% | 5,9% | 6,0% | 9,0% | 8,3% | 6,3% | 6,2% |
| 2018 | -1,5% | 3,0% | 4,3% | 9,0% | 6,8% | 4,1% | -4,2% | -0,8% | 7,3% | 3,1% |
| 2019 | 18,3% | 21,0% | 13,8% | 18,7% | 12,6% | 19,7% | 17,2% | 16,6% | 21,3% | 17,7% |
| 2020 | 24,6% | 14,3% | 21,2% | 14,1% | 22,6% | 17,2% | 18,8% | 14,3% | 28,0% | 19,5% |
| 2021 | -3,6% | 3,6% | -2,6% | 2,2% | -4,3% | -6,1% | 7,5% | -0,6% | -1,7% | -0,6% |
| 2022 | -0,2% | 6,0% | 11,6% | 6,3% | 7,0% | 8,3% | 13,7% | 1,1% | 10,8% | 7,2% |
| 2023 | 13,1% | 9,7% | 7,4% | 13,1% | 10,5% | 16,3% | 21,6% | 2,9% | 13,7% | 12,0% |
| 2024 | 27,2% | 35,6% | 29,4% | 40,0% | 38,1% | 30,8% | 41,7% | 37,1% | 30,8% | **34,5%** |
| 2025 YTD | 16,1% | 10,3% | 11,8% | 13,0% | 15,7% | 15,0% | 9,9% | 12,3% | 17,2% | **13,5%** |
| **CAGR** | **9,8%** | **9,5%** | **10,8%** | **9,9%** | **9,8%** | **9,2%** | **11,5%** | **7,3%** | **12,8%** | **10,1%** |
| **Hit-Rate** | **73,1%** | **80,8%** | **84,6%** | **88,5%** | **80,8%** | **80,8%** | **84,6%** | **73,1%** | **88,5%** | **81,6%** |

Quelle: LSEG (per 30/04/2025), Incrementum AG

*In this world nothing can be said to be certain, except death and taxes.*
**Benjamin Franklin**

**Ein wichtiger Aspekt bei der Analyse der Wertentwicklung von Gold ist die steuerliche Belastung.** Schließlich sind in vielen Ländern Gewinne aus der Goldanlage steuerfrei, zumindest nach einer gewissen Haltefrist. **Dies erhöht die Performance von Gold im Vergleich zu besteuerten Anlageklassen zusätzlich.**

Die folgenden Tabellen zeigen für Deutschland und die USA im Vergleich, wie sich eine Goldanlage von 1.000 EUR bzw. 1.000 USD zwischen 2015 und 2024 entwickelt hätte – und wie sie gegenüber einer Aktieninvestition abschneidet. Besonders deutlich wird dabei der Einfluss von Steuern auf den Nettoertrag.

*The Americans are very good at making money, but the Germans are better at keeping it.*
**W.C. Sellar**

In Deutschland sind Gewinne aus einer Goldinvestition nach Ablauf der einjährigen Haltefrist steuerfrei, in den USA werden diese jedoch als *Collectible* eingestuft und unabhängig von der Haltedauer, aber abhängig vom Jahreseinkommen besteuert, maximal mit 28%. Deutsche Goldanleger können sich daher über deutlich höhere Nettoerträge freuen als US-Amerikaner.

**Der Vergleich zu einer Investition in den jeweils größten Aktienindex des Landes – den DAX in Deutschland und den S&P500 in den USA – ist ebenfalls aufschlussreich.** Während in Deutschland Aktiengewinne mit 25% – für wohlhabende Deutsche mit 26,375% inkl. Solidaritätszuschlag – stärker besteuert werden als Gold, ist es für die USA genau umgekehrt. Die Steuergesetzgebung nimmt damit unmittelbar Einfluss auf das Risiko/Ertrags-Ratio einer Investition und somit auf die Anlageentscheidung des Investors. Dies erklärt vermutlich auch die geringere Goldaffinität in den USA im Vergleich zu Deutschland.

| Deutschland | Investition 01/2015 | Wert 12/2024 | Bruttokursgewinn | Nettokursgewinn mit Soli (= 26.375% Steuer) | Nettokursgewinn ohne Soli (= 25% Steuer) |
|---|---|---|---|---|---|
| Gold (0% Steuer) | 1.000 EUR | 2.533 EUR | 1.533 EUR | 1.533 EUR | 1.533 EUR |
| Dax | 1.000 EUR | 2.039 EUR | 1.039 EUR | 765 EUR | 779 EUR |

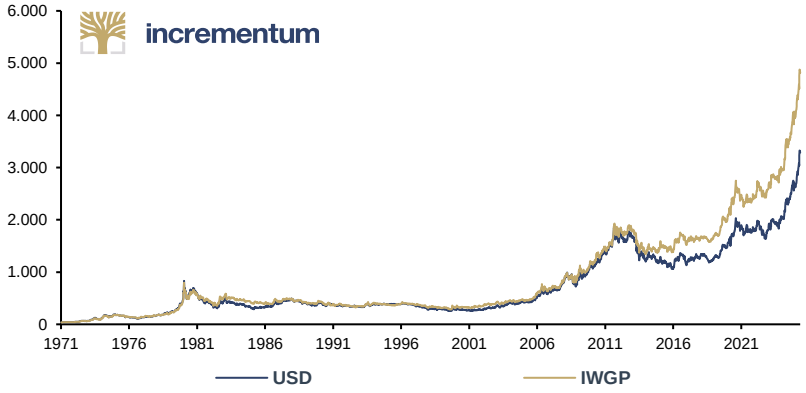
| USA | Investition 01/2015 | Wert 12/2024 | Bruttokursgewinn | Nettokursgewinn geringes Einkommen (10% CGT) | Nettokursgewinn mittleres Einkommen (15% CGT) | Nettokursgewinn hohes Einkommen (20% CGT) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Gold (28% Steuer) | 1.000 USD | 2.163 USD | 1.163 USD | 838 USD | 838 USD | 838 USD |
| S&P500 | 1.000 USD | 2.858 USD | 1.858 USD | 1.672 USD | 1.579 USD | 1.486 USD |

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Good analysis comes from good understanding. And good understanding is provided by a conceptual framework that helps you organize your thinking.*
**Stephen H. Penma**

**Wenden wir uns nun wieder dem aktuellen *Big Picture* zu. Der nächste Chart zählt zu den Klassikern jedes *In Gold We Trust*-Reports.** Er zeigt den sogenannten *Incrementum Weltgoldpreis*, der mithilfe eines nach dem nominalen BIP gewichteten Währungskorbs aus 16 Währungen ermittelt wird. Diese Währungen repräsentieren derzeit knapp 80% des globalen BIP. Damit sollen Verzerrungen durch Währungsschwankungen bei der Bewertung des Goldpreises in einer einzelnen Währung bereinigt werden. Der Chart zeigt, dass sich seit 2011/12 als Folge der US-Dollar-Stärke eine Lücke zwischen dem Goldpreis in US-Dollar und dem Weltgoldpreis aufgetan hat, die im Laufe der Zeit allmählich größer wurde.

**Gold, in USD, und *Incrementum Weltgoldpreis* (IWGP), 01/1971–04/2025**




Quelle: Weltbank, LSEG, Incrementum AG

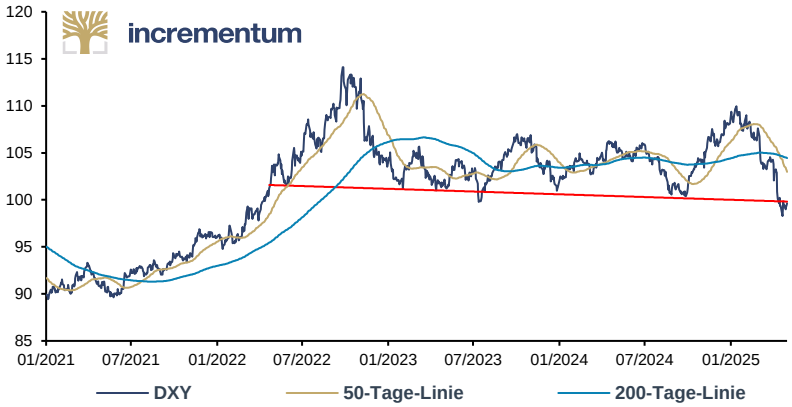
*There are no sixtuple bottoms.*
**Kevin Muir**

**Was sind nun unsere Erwartungen für den US-Dollar?** Die Kursentwicklung des DXY (US-Dollar-Index) verlief seit 2022 weitgehend

seitwärts, mit einer leichten Abwärtstendenz seit Anfang 2023. Auffällig ist, dass die psychologisch wichtige Unterstützungslinie bei 100 mehrfach gehalten hat. Im April 2025 wurde diese Marke jedoch nach unten durchbrochen. Allerdings geht dieser Rückgang mit einer extrem negativen Marktstimmung einher, was darauf hindeutet, dass der US-Dollar kurzfristig reif für eine Gegenbewegung ist.

**Wichtig bleibt festzuhalten, dass die jüngste Schwäche des DXY-Index vor allem auf Abwertungen des US-Dollars gegenüber dem Euro, dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken zurückzuführen ist.** Gegenüber vielen asiatischen Währungen hat sich der US-Dollar jedoch relativ stabil gehalten. Dies legt nahe, dass die aktuelle Schwäche des DXY eher die Wechselkursdynamik innerhalb der G7 widerspiegelt und (noch) keine breit angelegte globale USD-Schwäche darstellt.

**DXY, 01/2021–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Insgesamt gehen wir davon aus, dass der US-Dollar kurzfristig wieder an Stärke gewinnt.** Begünstigt wird diese Erholung durch die überverkaufte Marktlage und einen möglichen Stimmungsumschwung. Im mittelfristigen Horizont rechnen wir hingegen mit einer Fortsetzung der Dollar-Schwäche: Der DXY dürfte sich in den kommenden Quartalen in Richtung der Marke von 90 oder sogar noch niedriger bewegen. Eine solche Entwicklung würde typischerweise Rückenwind für Gold und andere Sachwerte bedeuten. Auch Schwellenländerwährungen und Rohstoffe würden von einem schwächeren US-Dollar profitieren.

*I want a dollar that does great for our country, but not a dollar that's so strong that it makes it prohibitive for us to do business with other nations and take their business.*
**Donald Trump**

**Unsere Auswertungen zeigen, dass der DXY in Nachwahljahren zur Schwäche neigt.** Diese Tatsache wird Donald Trump gefallen, schließlich hatte er den hohen Kurs des US-Dollars während seiner Präsidentschaft 2017 bis 2021 bereits oftmals angeprangert. Die hohe Ähnlichkeit der Kursentwicklung des DXY ist erstaunlich. **Sollte die Ähnlichkeit weiter bestehen, würden wir den Tiefpunkt des US-Dollars 2026 bei 86 sehen und damit bei einem Wert, der Trump vermutlich frohlocken ließe.**

**US-Dollar-Index, 100 = 01.01.2017 und 01.01.2025, 01/2015–12/2018, und 01/2023–12/2026**

Quelle: Gavekal Research/Macrobond, LSEG, Incrementum AG

## Fazit

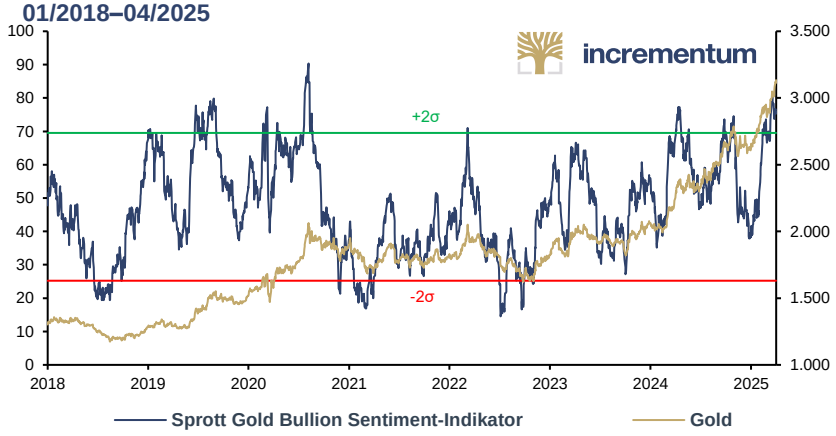
**Der Goldpreis befindet sich in terra incognita, die Bullen haben freie Bahn.** Wir gingen stets davon aus, dass mit dem Erreichen neuer Allzeithochs auf US-Dollar-Basis eine neue Trendphase eingeläutet wird, an der sich nun auch (westliche) Finanzinvestoren endlich beteiligen werden.

*I am the best there is, the best there was, and the best there ever will be.*
**Bret "The Hitman" Hart**

**Langfristig sprechen die Performancekennzahlen klar für Gold:** Seit 1970 beträgt die durchschnittliche Jahresrendite über 10%. Mehr als beachtlich ist die hohe Trefferquote (Hit-Rate), denn in 19 der vergangenen 26 Jahre konnte Gold auf USD-Basis deutlich zulegen, auf EUR-Basis in 21 Jahren .

Nach dem kräftigen Anstieg der letzten Monate wäre eine Verschnaufpause oder Konsolidierungsphase beim Goldpreis nicht überraschend. **Der *Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Indikator* zeigt, dass sich die Stimmung am Goldmarkt bereits in deutlich euphorischem Niveau befindet.**

**Sprott Gold Bullion Sentiment-Indikator (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2018–04/2025**




Quelle: Sprott Asset Management LP, Incrementum AG

# Creating value and improving lives through sustainable and responsible mining

Newmont is the world's leading gold company and a producer of copper, zinc, lead and silver. Our world-class portfolio of assets, prospects and talent is anchored in favorable mining jurisdictions in Africa, Australia, Latin America and Caribbean, North America, and Papua New Guinea.

Newmont™

Learn more at **newmont.com**

# Status quo des Goldes relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

*I believe there have been three great pillars of investing success over the past 20+ years: US home country bias, US tech bias, and US dollar bias. I believe that all three of these are now melting icebergs, with enough mass to melt for a decade or more. That's the backdrop for a Prisoners Dilemma portfolio, basically doing the reverse of what's worked on autopilot for the past 20 years.*

**Ben Hunt**

- **Der Bullenmarkt von Gold steht auf einem soliden Fundament: Trotz der Marktturbulenzen zeigt die relative Stärke von Gold gegenüber Aktien, Anleihen und Rohstoffen, dass der langfristige Bullenmarkt intakt bleibt.**
- **Die fiskalische Straffung in den USA hat eine Reallokation von Kapital in Regionen wie Europa und China ausgelöst, die auf expansive Fiskalpolitik setzen – und damit auch Gold in die Karten spielen.**
- **Langlaufende Anleihen haben markant an Wert verloren, die traditionelle negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen hat sich abgeschwächt. Das erhöht die Attraktivität von Gold als Portfolio-Stabilisator.**
- **Die historische Absicherungsdynamik zwischen Anleihen und Aktien und damit das alte 60/40-Portfolio-Modell verlieren an Wirkung. Gold etabliert sich als neuer Anker in diversifizierten Portfolios – insbesondere in Zeiten hoher Inflationsvolatilität und noch höherer Schuldenstände.**
- **Jahre der Unterinvestition, zunehmende fiskalische Anreize, geopolitische Spannungen und ein schwächer werdender US-Dollar bereiten den Boden für einen langanhaltenden Rohstoff-Bullenmarkt.**
- **Die Marktkapitalisierung von Gold hinkt Aktien noch hinterher: Mit nur 40% der US-Aktienmarktkapitalisierung hat Gold noch erhebliches Aufholpotenzial.**

**Nicht nur die absolute, sondern gerade auch die relative Entwicklung von Gold im Vergleich zu anderen Vermögenswerten wie Aktien, Anleihen und Rohstoffen ist für eine umfassende Standortanalyse der Goldpreisentwicklung unerlässlich.** Deshalb werden wir auf den folgenden Seiten die relative Bewertung und die Trendstärke von Gold untersuchen, um die Opportunitätskosten einer Anlage in Gold zu analysieren. Eines können wir schon vorwegnehmen: **Der Goldbullenmarkt steht weiterhin auf einem soliden Fundament.**

*The late 90s taught us that euphoria is a warning sign, not a victory lap.*
**Michael Burry**

**In Anlehnung an *The Big Short*, als einige Investoren den Zusammenbruch des Immobilienmarktes voraussahen, zeigte sich in vielen Facetten des Marktes bis vor einigen Wochen ein ähnliches Bild irrationaler Spekulation.** So verbarrikadierte sich ein junger Investor im Badezimmer, bis sein selbst kreierter *Shitcoin* eine Marktkapitalisierung von 50 Mio. USD erreichte. *Hawk Tuah*, ein Memecoin, basierend auf einem schlüpfrigen Witz, schoss auf eine Marktkapitalisierung von 500 Mio. USD, um anschließend abzustürzen. Selbst ein *Fartcoin*, der von vornherein als pure Parodie gedacht war, erreichte zwischenzeitlich eine Marktkapitalisierung von über 200 Mio. USD und zeigt, wie in der Endphase solcher Blasen nicht mehr Fundamentaldaten, sondern nur noch die Suche nach dem *Greater Fool* zählt.

*Parties, after all, are often followed by a hangover.*
**Avi Salzman**

**Nach *FOMO* hatte sich mit *YOLO* – „You Only Live Once" – ein weiteres Akronym in der Investmentwelt etabliert.** Die jüngste Inflationswelle, die mediale Dauerpanik sowie Social-Media-getriebene Hypes, die kurzfristige Befriedigung belohnen und die Aufmerksamkeitsspanne verkürzen, haben den Boden für die erwähnten Spekulationsspitzen an den Märkten bereitet. **In diesem Umfeld sind Langfristorientierung, Geduld und nüchterne Analyse fast schon revolutionäre Tugenden.**

## Gold im Vergleich zu Aktien

Scott Bessent, ehemaliger CIO des *Soros Fund Managements* und aktueller US-Finanzminister fasst die aktuelle Lage prägnant zusammen: „Over the medium term, which is what we're focused on, it's a focus on Main Street. Wall Street's done great, Wall Street can continue to do fine, but we have a focus on small business and consumers."

*Wall Street gets bailed out, Main Street gets sold out.*
**Occupy Wall Street Slogan**

**Diese Aussage signalisiert eine Wende:** Die politische Aufmerksamkeit verschiebt sich von der Wall Street zur Main Street. Die jüngste Wahl in den USA unterstreicht diese Entwicklung. Wohlhabende Haushalte mit einem Einkommen über 100.000 USD tendierten mehrheitlich zu Kamala Harris, während Donald Trump vor allem von unteren Einkommensgruppen unterstützt wurde.

Daten der Federal Reserve aus dem alle drei Jahre erstellten *2022 Survey of Consumer Finances* (SCF) verdeutlichen die extreme Vermögensungleichheit in den USA: 58% der amerikanischen Haushalte besitzen Aktien, doch 93% des gesamten Aktienvermögens konzentrieren sich bei den reichsten 10%. Die ärmsten 50% halten dagegen nur 1% der Aktien. Diese Schieflage zeigt, warum der

Aktienmarkt seinen politischen Einfluss eingebüßt hat. Der US-Medianwähler besitzt so gut wie keine Aktien.

*All that matters is the change in the fiscal stance of the different countries.*
**Kevin Muir**

**2025 setzte ein bedeutendes geografisches Rebalancing ein, bei dem Kapital verstärkt aus den USA nach Europa floss.** Diese Entwicklung manifestierte sich unter anderem in einer markanten Aufwertung des Euros: Innerhalb weniger Wochen wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar von 1,04 auf bis zu 1,14 USD um fast 10% auf. Parallel profitierten auch die europäischen Börsen spürbar.

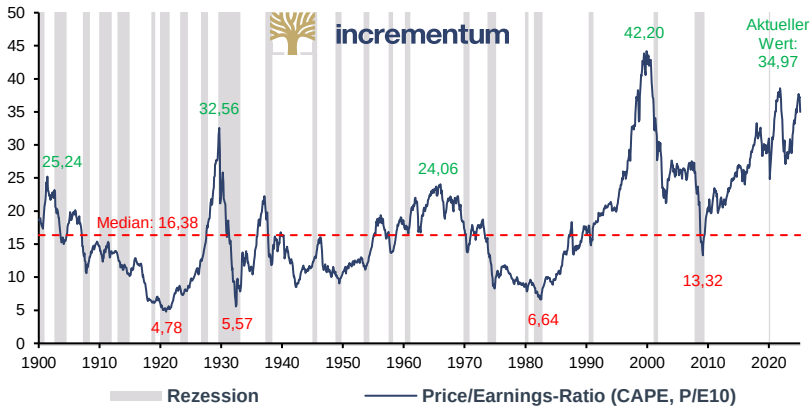
*A pin lies in wait for every bubble.*
**Warren Buffett**

**Hintergrund dieser Kapitalflüsse war eine Polarisierung der fiskalpolitischen Ausrichtungen:** Geld strömte vor allem in Regionen der „fiskalischen Expansionisten", während es aus den USA, die eine Halbierung ihres Defizits anstreben, abgezogen wurde.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Trotz der jüngsten Kursrückgänge sind US-Aktien von einer günstigen Bewertung aktuell so weit entfernt wie die Bahamas von der Einführung der Schneekettenpflicht. Das aktuelle Shiller-KGV von 34,97 liegt im 97. Perzentil der 120-jährigen Historie.** Wenn man an eine Rückkehr zum Mittelwert glaubt, ist der Tiefpunkt noch in weiter Ferne, schließlich liegt der Median der letzten 124 Jahre bei 16,3. Zum Vergleich: Das aktuelle Shiller-KGV für europäische Aktien (STOXX 600) liegt bei 15, während der brasilianische Bovespa-Index mit einem Wert von 10 gehandelt wird.

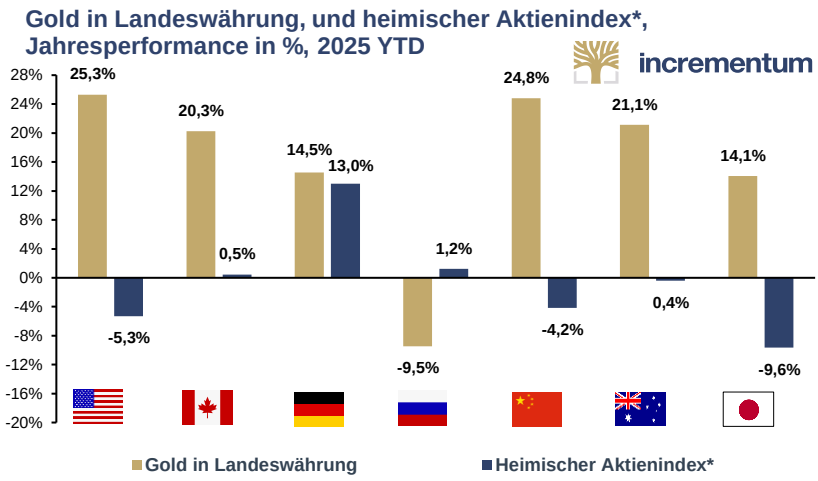
**Price/Earnings-Ratio (CAPE, P/E10), 01/1900–03/2025**



Quelle: Robert J. Shiller, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

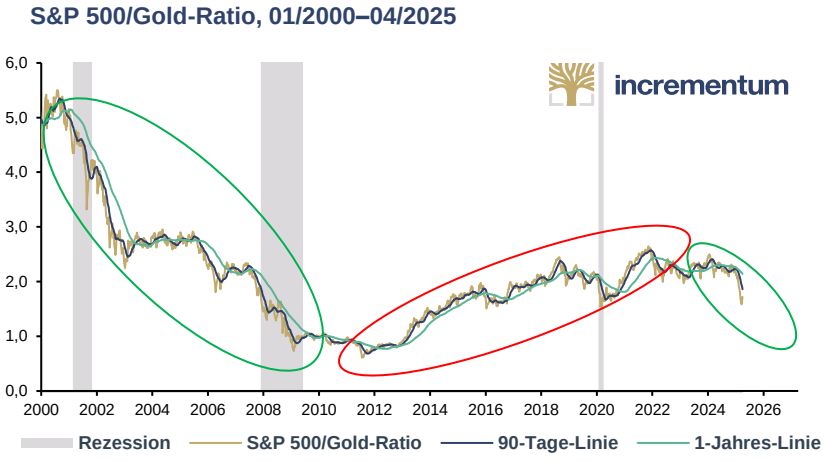
*The stock market is the only market where things go on sale and all the customers run out of the store.*
**Cullen Roche**

**Was bedeutet dieses Aktienmarktumfeld nun für Gold?** Treue Leser wissen: Für uns stellen die Entwicklungen an den Aktienmärkten wichtige Opportunitätskosten des Goldes dar. Der aktuelle Anblick dieses Charts lässt den Gedanken an eine breite Flucht aus den (US-)Aktien hinein in Gold und deutsche Aktien aufkommen.




Quelle: LSEG (per 30/04/2025), Incrementum AG
* US = S&P 500, CA = TSX Comp., DE = DAX, RU = MOEX, CN = SCI 300, AU = ASX 200, JP = Nikkei 225

**Der folgende Chart bildet das S&P 500/Gold-Ratio seit 2000 ab.** Der Aufwärtstrend, d. h. sinkende Kaufkraft einer Unze Gold gemessen in Aktien, dauerte von 2011 bis Ende 2021. Aktuell scheint es, als würde Gold langsam wieder relative Stärke aufbauen. Das Ratio fiel zuletzt unter die 90-Tage- sowie die 1-Jahres-Linie.

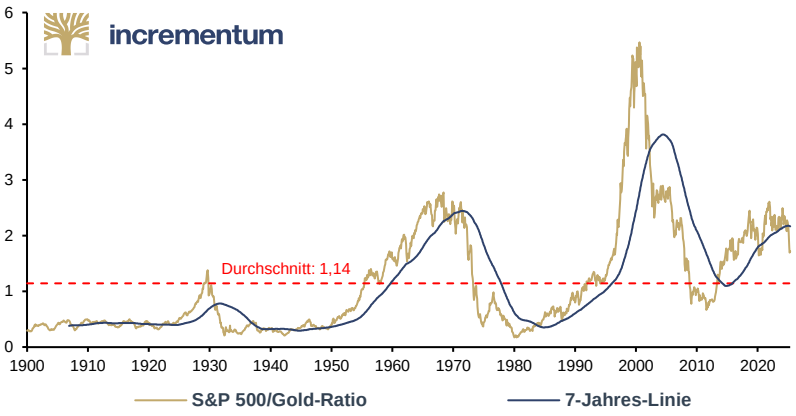



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*History is a gallery of pictures in which there are few originals and many copies.*
**Alexis de Tocqueville**

**Sehen wir uns dieses Verhältnis nun längerfristig an, und zwar seit 1900.** Gold scheint im Vergleich zu US-Aktien klar unterbewertet und könnte tatsächlich eine säkulare Wende vollzogen haben. Das aktuelle S&P 500/Gold-Ratio steht bei 1,69. Der Mittelwert liegt hingegen bei 1,14. Der Goldpreis müsste sich – bei konstantem S&P – also noch verdreifachen, um seinen Durchschnitt zu erreichen.

S&P 500/Gold-Ratio, 01/1900–04/2025

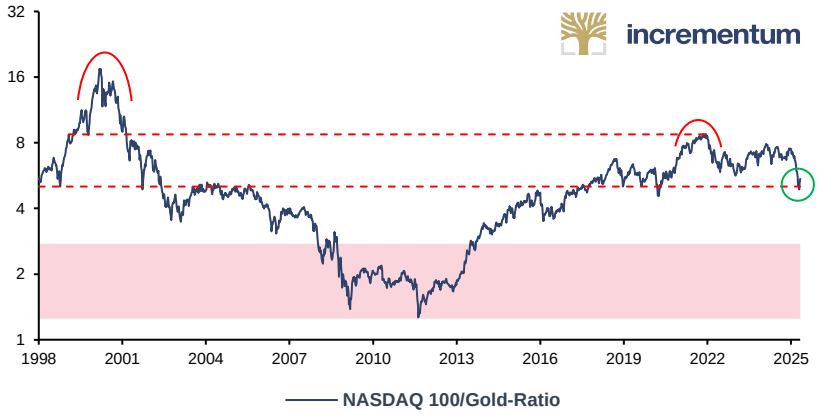



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*In Silicon Valley, people will tell you it's not a bubble—right up until the moment it pops.*
**Marc Andreessen**

**Die relative Entwicklung des NASDAQ 100 gegenüber Gold lässt sich durch das NASDAQ 100/Gold-Ratio veranschaulichen.** Nach einer mehrjährigen Seitwärtsbewegung hat Gold zuletzt deutliche relative Stärke gezeigt. Trotz dieser jüngsten relativen Stärke befindet sich das Ratio jedoch weiterhin auf historisch erhöhtem Niveau. **Sollte sich dieser Trend bestätigen, könnte dies den Beginn einer langfristigen Reallokation hin zu substanzorientierten Anlageklassen markieren.**

NASDAQ 100/Gold-Ratio (log), 01/1998–04/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Nicht nur für die grobe Einordnung großer Investmentzyklen, sondern auch als Bewertungskriterium ist die relative Preisentwicklung hilfreich. **Aktuell beträgt die Marktkapitalisierung des globalen Goldbestandes etwa 40% der US-Aktienmarktkapitalisierung und liegt damit leicht über dem langfristigen Median von 37,9%.** Zum Vergleich: In Kriegsjahren und während der Inflationsära der 1970er-Jahre erreichte dieser Wert Spitzen von bis zu 160%. **Sogar am Höhepunkt des letzten säkularen Goldbullenmarktes im August 2011 lag der Wert mit 69,2 % deutlich höher.** Das zeigt: Der aktuelle Goldbullenmarkt hat bereits Fahrt aufgenommen, wir sind aber noch weit entfernt von den Maniaphasen vergangener Hochpunkte.

**Market Cap von Gold im Verhältnis zur Market Cap des US-Aktienmarktes, 01/1925–04/2025**

Quelle: Charlie Morris, Incrementum AG

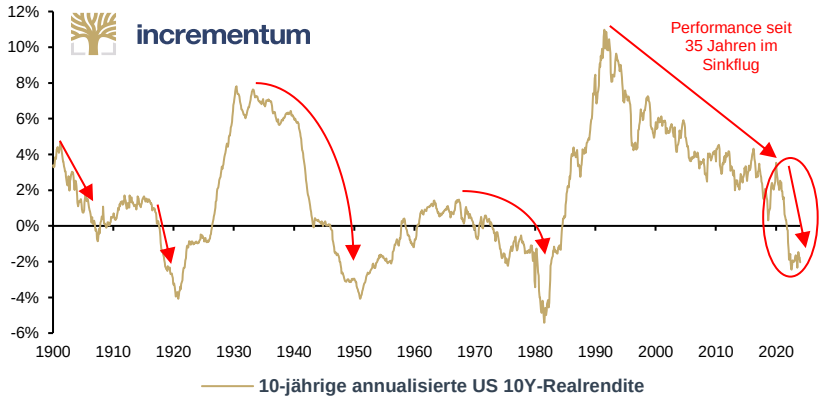
Wir erwarten, dass zum Ende der goldenen Dekade die Marktkapitalisierung von Gold relativ zu Aktien weiter zugelegt haben wird. **In anderen Worten, Gold steht eine Zeit als Outperformer bevor und gehört daher nicht nur aus Sicherheits-, sondern auch aus Performanceüberlegungen in spürbarem Umfang ins Portfolio.**

## Gold im Vergleich zu Anleihen

*The greatest credit event of all would be a recession in which US yields went up, not down.*
**Michael Hartnett**

**Eine unserer zentralen Thesen der vergangenen Jahre hat sich bestätigt: (Staats-)Anleihen sind nicht mehr das antifragile Portfolio-Fundament, das sie in den letzten 40 Jahren waren.**

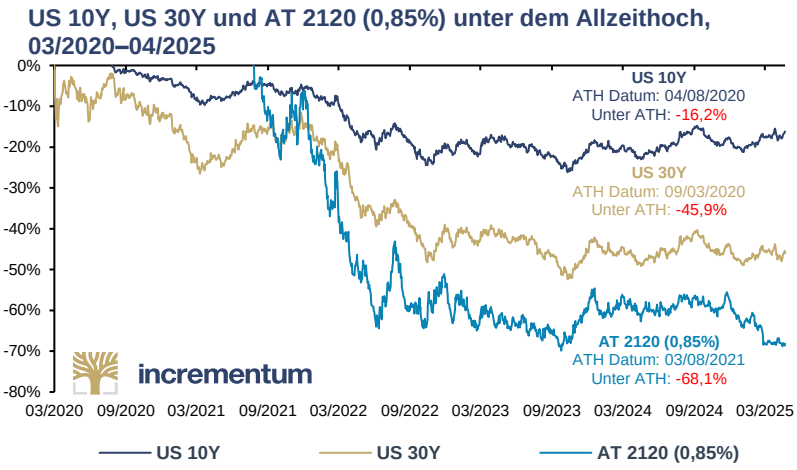
**10-jährige annualisierte US 10Y-Realrendite, in USD, 01/1900–03/2025**




Quelle: Yale.edu, Incrementum AG

*Sometimes your best investments are the ones you don't make.*
**Donald Trump**

Nachdem die Renditen 2020 ein mikroskopisch niedriges Niveau erreicht hatten und teilweise sogar negativ verzinst waren, sind 10-jährige US-Treasuries seither um 16,2% im Wert gefallen, während 30-jährige Bonds in der Spitze sogar fast 50% absackten. Spitzenreiter im negativen Sinn sind naturgemäß die 100-jährigen österreichischen Anleihen, die von ihrem jeweiligen Höchstkurs aus gerechnet mit 68,1% (Fälligkeit 2120) im Minus liegen.



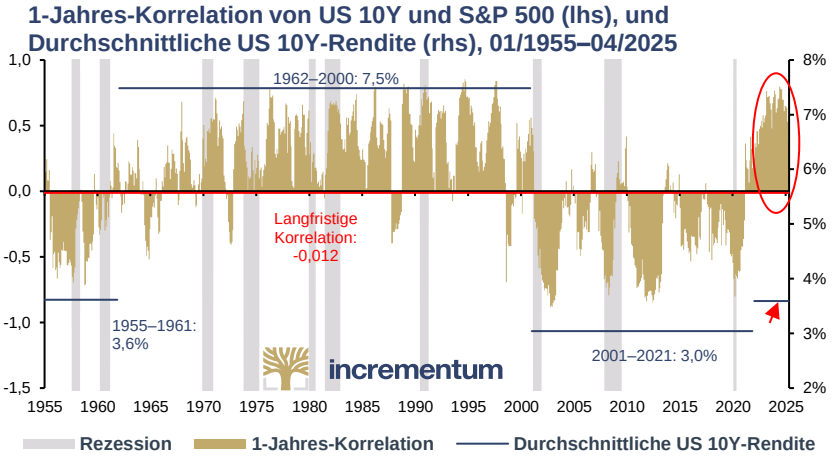

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*We can be blind to the obvious, and we are also blind to our blindness.*
**Daniel Kahneman**

**Wie wir in den Vorjahren bereits betonten: Die als Selbstverständlichkeit wahrgenommene negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist langfristig betrachtet eher die Ausnahme als die Regel.** So war die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in den USA in 70 der letzten 100 Jahre leicht positiv. Ausschlaggebend für die negative Korrelation in den letzten vier Dekaden war der geringe Inflationsdruck bzw. die abnehmende Inflationsvolatilität im Zuge der *Great Moderation*.

*In the coming decade(s), bonds will no longer be negatively correlated to stocks and save your portfolio in times of stress, but will instead become the anchor that drags your portfolio lower.*
**Kevin Muir**

**Der nachfolgende Chart zeigt die einjährige rollierende Korrelation zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem S&P 500 sowie die durchschnittliche Rendite der 10-jährigen Treasuries.** Man erkennt klar, dass die 1-Jahres-Korrelation zuletzt in positives Terrain gedreht ist. Der Korrelationskoeffizient zwischen Aktien und Anleihen in den USA beträgt seit 1955 -0,012.




Quelle: FRB, S&P, BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy, LSEG, Incrementum AG

*At the start of this generational bond bull market, few believed it had begun. Today, few believe it has ended.*
**Kevin Muir**

Die von uns in den Vorjahren bereits angekündigte Abkopplung zwischen Gold und Anleihen hat sich in den vergangenen 12 Monaten fortgesetzt. **Der Bondmarkt und der Goldmarkt senden dieselbe deutliche Botschaft: Erhöhte Inflationsraten und gestiegene Gegenparteirisiken sind die neue Realität.**

**Gold (lhs), in USD, und US 10Y (rhs, invertiert), 01/2006–04/2025**

Quelle: LSEG, Incrementum AG

Wenn sich die Beziehung zwischen Aktien und Anleihen nun nachhaltig umkehrt, wäre dem 60/40-Portfolio die Grundlage – nämlich eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – entzogen. **Haben Anleihen nun dem Gold das Zepter übergeben?**

## Gold und Rohstoffe

*In terms of natural resource investing, you're either going to be a contrarian or you are going to be a victim. There isn't much by way of middle ground.*
**Rick Rule**

**Insgesamt durchwachsen verlief das Jahr 2024 für den Rohstoffsektor, auch wenn Gold und Silber mit Kursgewinnen von jeweils mehr als 20% glänzten.** Moderate Zuwächse im Bereich der Basismetalle verzeichneten lediglich Kupfer mit +8% und Zink mit +6%. Dagegen setzte sich der Abwärtstrend bei den Batteriemetallen fort, wobei Nickel, Kobalt und Lithium sogar auf 5-Jahres-Tiefstände fielen. Uran, Eisenerz und Kohle mussten Einbußen von jeweils über 20% im Jahresvergleich hinnehmen.

**Die Tabelle verdeutlicht die stark unterschiedliche Performance der einzelnen Rohstoff-Subsektoren.** Während der Energy-Subindex 4% einbüßte und auch seit Jahresbeginn klar im Minus liegt, konnten sich die übrigen Subsektoren stabilisieren. Die positive Ausnahme ist – auch in diesem Jahr – eindeutig der Precious-Metals-Subindex. Alle vier anderen Subindizes notieren weiterhin deutlich unter ihren Allzeithochs und bieten damit weiteres Aufwärtspotenzial.

| | Bloomberg Industrial Metals-Subindex | Bloomberg Precious Metals-Subindex | Bloomberg Agriculture-Subindex | Bloomberg Energy-Subindex | Bloomberg Livestock-Subindex | BCOM-Index |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **ATH** | 266,76 | 328,57 | 143,33 | 516,66 | 131,99 | 237,95 |
| **Datum ATH** | 04/05/2007 | 22/04/2025 | 29/05/1997 | 29/09/2005 | 04/10/1993 | 02/07/2008 |
| **Tief** | 53,90 | 49,66 | 34,15 | 15,47 | 16,21 | 59,48 |
| **Datum Tief** | 07/11/2001 | 02/04/2001 | 26/06/2020 | 27/04/2020 | 13/04/2020 | 18/03/2020 |
| **YTD** | -0,4% | 20,2% | 1,8% | -8,3% | 6,4% | 2,2% |
| **2024 Performance** | -1,6% | 19,0% | -8,7% | -3,9% | 14,2% | 0,1% |
| **% vom ATH** | -47,6% | -2,6% | -59,5% | -94,8% | -79,8% | -57,6% |
| **% vom Tief** | 159,3% | 544,7% | 69,9% | 74,7% | 64,8% | 69,7% |

Quelle: LSEG (per 30/04/2024), Incrementum AG

**Weiterhin sind Commodities bei institutionellen Investoren so stark nachgefragt wie pelzgefütterte Handschuhe im Hochsommer.** Unsere Überzeugung war stets, dass Commodities – und rohstoffsensitive Assets generell – aktiv getimed werden müssen, und besonders in Phasen steigender Inflation fixer Portfoliobestandteil sein sollten.

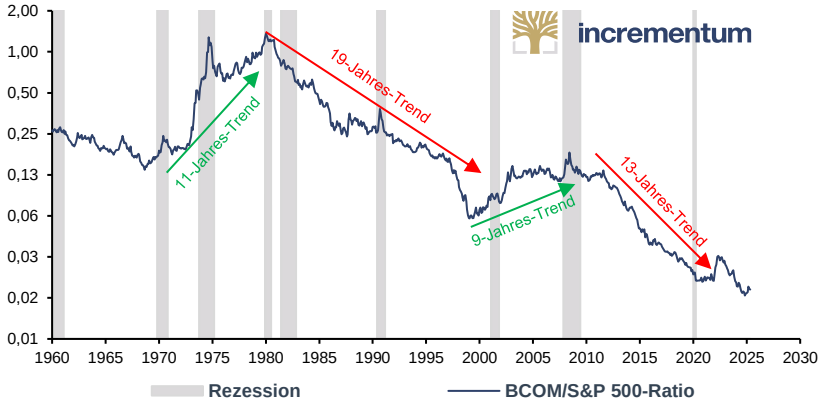
**Unsere Argumente für Commodity-Investments lassen sich in folgenden Punkten zusammenfassen:**

- Zehn Jahre lang befanden sich Rohstoffe in einem Bärenmarkt, was zu einem erheblichen Investitionsrückstau und zu rückläufigen Produktionsvolumina führte. Dieser strukturelle Angebotsengpass sichert das Preisrisiko nach unten ab.[15]
- Zunehmender Fokus auf großzügige fiskalische Unterstützungsmaßnahmen in Infrastruktur und Rüstung.
- Die geopolitischen Spannungen werden den Ressourcennationalismus weiter fördern und höhere geopolitische Risikoprämien fordern.
- (Institutionelle) Investoren sind nach wie vor untergewichtet bzw. gar nicht in Commodities investiert.
- Latente Inflationssorgen werden den Rohstoffen Rückenwind verleihen.
- Der US-Dollar könnte vor einem säkularen Bärenmarkt stehen, weil der bislang unangefochtene Status als Reservewährung allmählich schwindet. Historisch betrachtet sind der US-Dollar und die Rohstoffpreise stark negativ korreliert (-0,86).

*Fortunes are made by buying low and selling too soon.*
**Nathan Rothschild**

**Sehen wir uns nun die relative Entwicklung von Rohstoffen und Aktien an.** Im nächsten Chart sind die wesentlichen Rohstoff-Superzyklen deutlich zu erkennen. **Wir sind der festen Überzeugung, dass der *Big Long* nun zu einer längeren Phase der Outperformance von Rohstoffen und Gold gegenüber Aktien und Anleihen führen könnte.**

**BCOM/S&P 500-Ratio (log), 01/1960–04/2025**




Quelle: Stifel Research, LSEG, Incrementum AG

[15] Siehe „Capex-Comeback?“, In Gold We Trust-Report 2023

# Fazit

*The US Treasury market may have lost it's quality of antifragility.*
**Charles Gave**

**Die Disinflation der vergangenen Quartale sollte eigentlich ein perfektes Umfeld für US-Bonds darstellen.** Doch sieht man sich die Performance des TLT-Fonds, der langlaufende US-Staatsanleihen abbildet, an, so hat sich dieser beinahe halbiert und vollzieht aktuell eine Bodenbildung. Vor allem bei einer zweiten Inflationswelle wären langlaufende Anleihen prädestiniert dafür, ein weiteres Mal für böse Überraschungen in den institutionellen Portfolios zu sorgen. Insofern fühlen wir uns in unserer Einschätzung bestätigt, wonach gegenwärtig neue, goldene, sichere Häfen angesteuert werden.

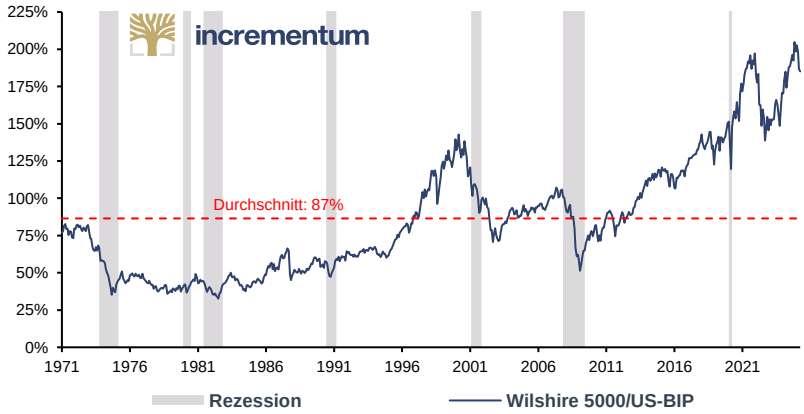
**Gold (lhs), in USD, und TLT (rhs), in USD, 01/2003–04/2025**

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*If the ratio approaches 200%...you are playing with fire.*
**Warren Buffett**

**An den US-Aktienmärkten sind die Bewertungen vieler Sektoren und Einzeltitel weiterhin weit weg von Schnäppchenniveaus.** Der Buffett-Indikator[16] befindet sich per Ende April mit einem Wert von 185% deutlich über dem langfristigen Schnitt von 87%, allerdings auch unter dem Hoch vom Dezember 2021, als der Indikator erstmals das Niveau von 200% überschritt. Selektiv finden wir – speziell im Value-Segment der Old Economy, in Europa oder auch in Emerging Markets und vor allem auch im Rohstoffsegment – weiterhin spannende Opportunitäten an den Aktienmärkten.

**Wilshire 5000/US-BIP, 01/1971–04/2025**



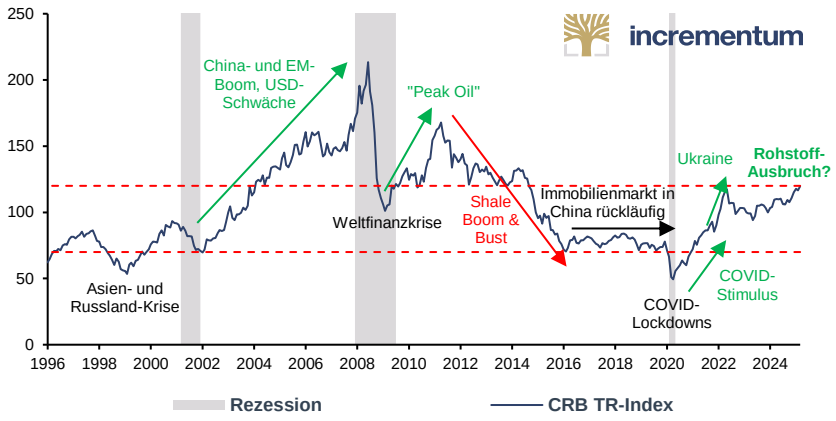

Quelle: LSEG, Incrementum AG

[16] Der Buffett-Indikator ist ein Bewertungsmultiplikator, der die Kapitalisierung des US-amerikanischen Wilshire 5000-Index mit dem US-BIP vergleicht.

*Bear markets are the authors of bull markets, and bull markets are the authors of bear markets!*
**Rick Rule**

**Wir sind der festen Überzeugung, dass sich der Commodity-Bullenmarkt in einer Frühphase befindet.** Neben einem möglichen US-Dollar-Bärenmarkt und dem Capex-Zyklus[17], sind der zunehmend lockere Umgang mit Staatsschulden in führenden Volkswirtschaften Europas sowie die angepeilte Dekarbonisierung die strukturellen Treiber für das Angebot und die Nachfrage von vielen Rohstoffen geworden.

**CRB TR-Index, US-CPI-Bereinigt, 100 = 12/2023, 01/1994–03/2025**




Quelle: Gavekal Research, LSEG, Incrementum AG

[17] Siehe „Capex-Comeback?“, In Gold We Trust-Report 2023

# FOCUSED ON THE FUTURE

Barrick stands alone in the industry in its ability to replace the gold and copper it mines while simultaneously growing its reserves through exploration and development. With a pipeline of key growth projects, projected to increase production by 30% by the end of the decade without the need to issue new shares or take on unnecessary debt, Barrick remains focused on delivering a sustainably profitable business for the benefit of all stakeholders.

BARRICK

www.barrick.com

*A 3D geological model of the Cortez district at the Barrick-operated Nevada Gold Mines, cut out to reveal the Fourmile-Goldrush orebody wireframes.*

dPA 6/9/5/6

# Status quo der Verschuldungsdynamik

*The safest road to hell is the gradual one - the gentle slope, soft underfoot, without sudden turnings.*

**C.S. Lewis**

- **Rollentausch zwischen den USA und Deutschland: Während die neue US-Regierung mit DOGE den Sparstift ansetzt, hat Deutschland die Spendierhosen angezogen.**
- **Dennoch ist das US-Defizit auf einem negativen Rekordkurs. Zum ersten Mal könnte es drei Jahre in Folge ein Defizit von mehr als 6% geben.**
- **Die USA haben das Ferguson-Limit überschritten, da im Fiskaljahr 2024 zum ersten Mal die Zinsausgaben höher als die Verteidigungsausgaben waren. Frühere Großmächte gingen unter, als sie das Ferguson-Limit überschritten.**
- **Das Thema Schuldenrestrukturierung ist mit den Vorschlägen von Stephen Miran und Zoltan Pozsar endgültig von der Peripherie ins Zentrum gerückt.**
- **In den Schwellen- und Entwicklungsländern war im Schnitt eine Ausweitung der Verschuldung um 2 Prozentpunkte nötig, um das BIP um 1 Prozentpunkt zu erhöhen. In den OECD-Ländern lag das Verhältnis hingegen bei 5:1.**
- **Speziell in der EU, in der ein Produktivitätswunder zur nachhaltigen Lösung der hohen Staatsschulden nahezu ausgeschlossen scheint, wird die finanzielle Repression zurückkehren. Ebenso wird weiterhin von einigen Seiten die Zentralisierung der EU-Schulden versucht werden.**

*Titanic was warned six times about icebergs. It didn't change course.*
**Historische Aufzeichnung der Titanic-Katastrophe**

**Für gewöhnlich ist die Analyse der Staatsschuldendaten eine eher unspektakuläre Aufgabe.** Die Ausgabensteigerungen während der Corona-Pandemie und die anschließende Inflationskrise haben bereits für etwas Abwechslung gesorgt, wenn auch aus zwei äußert unangenehmen Anlässen. Doch in den vergangenen Wochen ist so richtig Bewegung in die Staatsschuldenthematik gekommen.

*When the ship has sunk, everyone knows how she could have been saved.*
**Italienisches Sprichwort**

**Nicht nur eine leichte Kurskorrektur, sondern eine echte Kehrtwende vollzog sich Ende Februar in Deutschland.** Mit einem einzigen Satz leitete Friedrich Merz (CDU) eine 180-Grad-Wende just in jenem Land ein, das bislang dank der verfassungsrechtlich verankerten Schuldenbremse seine Staatsschuldenquote unter Kontrolle hatte. Diese zwang die Regierungen auf Bundes-, Landes- und Gemeindeebene fortlaufend zur Konsolidierung. Eine Staatsschuldenquote nur leicht über der 60%-Maastricht-Grenze war die Folge.

*Either the nation must destroy public credit, or public credit will destroy the nation.*
**David Hume**

**Der Satz, den Friedrich Merz aussprach, ist altbekannt: „Whatever it takes!" – Koste es, was es wolle.** Mit diesem einen Satz erhöhte Merz die deutsche Staatsverschuldung um zumindest zusätzliche 900 Mrd. EUR oder um mehr als ein Drittel der aktuellen deutschen Staatsverschuldung. Insgesamt dürfte damit das Ausgabevolumen mehr als dem Doppelten des Aufbau Ost, d. h. den Investitionen in den neuen Bundesländern nach der Wiedervereinigung im Umfang von 1% des BIP, entsprechen.

Zum einen wird ein *Sondervermögen* für Infrastruktur aufgelegt, wobei besser von *Sonderschulden* die Rede sein sollte: 500 Mrd. EUR sollen in die Infrastruktur und den Klimaschutz fließen. **Damit hat sich das Verschuldungspotenzial aller nun insgesamt 30 Sondervermögen fast verdoppelt.**

*In view of the threats to our freedom and peace on our continent, the rule for our defence now has to be 'whatever it takes'.*
**Friedrich Merz**

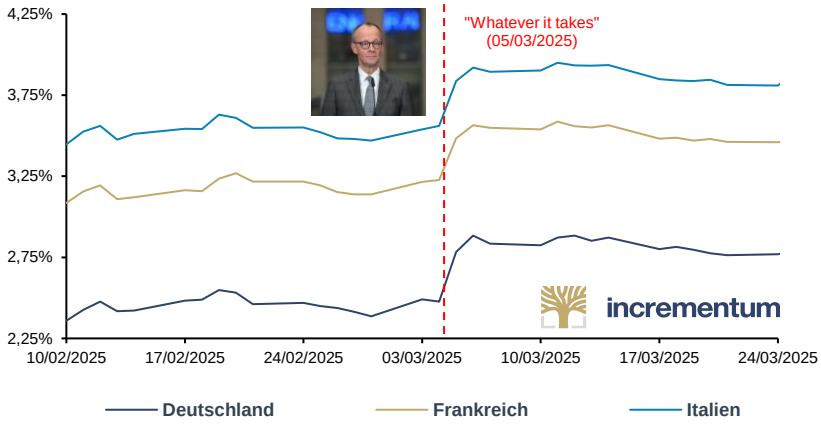
**Mario Draghi hatte 2012 zur Beruhigung der Finanzmärkte noch die wichtige, meist unterschlagene Beschränkung „within our mandate" vorangestellt.** Merz scheint sich hingegen keine wirkliche Beschränkung auferlegen zu wollen, außer dass er für dieses Vorhaben die notwendigen Mehrheiten im Deutschen Bundestag benötigt. Dass er mit seinem Vorpreschen die Büchse der Schuldenpandora geöffnet hat, zeigte sich nur wenig später. Da CDU/CSU und SPD für eine Verabschiedung die Unterstützung der Grünen bedurften, verlangten die Grünen für ihre Zustimmung die Zweckwidmung von 100 Mrd. EUR für Klimaschutzmaßnahmen und die Festschreibung, dass diese Investitionen die Klimaneutralität Deutschlands bereits 2045 sicherstellen sollen. Die EU hat sich 2050 als – ohnehin völlig unrealistisches – Ziel gesetzt.

*We are not swimming in money, we're drowning in debts.*
**Wolfgang Schäuble**

**Die Märkte quittierten die Ankündigung der Ausweitung der deutschen Staatsverschuldung mit dem stärksten Anstieg der deutschen Anleihenrendite seit 1990.** Am Tag der Verkündung, am 5. März, legte die 10-jährige deutsche Bundesanleihe um fast 30 Basispunkte oder knapp 12% auf etwas mehr als 2,80% zu. In ihrem Sog stiegen auch die Yields vieler Staaten, und nicht einmal die Schwergewichte USA und Japan konnten sich diesem Schock entziehen. Das bestätigt zumindest, dass die deutschen Bundesanleihen durch diese Ankündigung noch nicht den Status des Goldstandards am Anleihenmarkt

verloren haben. Für die meist deutlich stärker verschuldeten Staaten ist das jedoch eine schlechte Nachricht, da auch deren Finanzierungskosten deutlich anstiegen.

**10-jährige Staatsanleihenrenditen, 10/02/2025–24/03/2025**




Quelle: Berliner Morgenpost, LSEG, Incrementum AG

Für die Welt stellt sich nun die Frage: Wenn deutsche Bundesanleihen ihre Ankerfunktion im Finanzsystem, insbesondere im europäischen Finanzsystem, verlieren oder auch nur teilweise einbüßen, welcher Vermögenswert wird an ihre Stelle treten?

*We shouldn't elect a President. We should elect a magician.*
**Will Rogers**

**Die zweite 180-Grad-Wende – nur dieses Mal in die andere Richtung – deutet sich in den USA an.** Wenige Monate vor seinem ersten Wahltriumph hatte sich Donald Trump 2016 noch als „King of Debt" bezeichnet. Am 6. März – also nur einen Tag nach der Kehrtwende von Merz – ließ der US-Finanzminister Scott Bessent im Rahmen einer Veranstaltung des *NY Economy Club* mit folgender Bemerkung aufhorchen:

> *„The first time I went to see President Trump he looked at me and said 'how do we get this debt and deficit down without killing the economy?' ... I've been thinking about this for 18 months and [the way to do it is] the transition from a public sector to private sector [driven economy]... 25 percent of GDP goes through [Washington DC] Area code 202."*

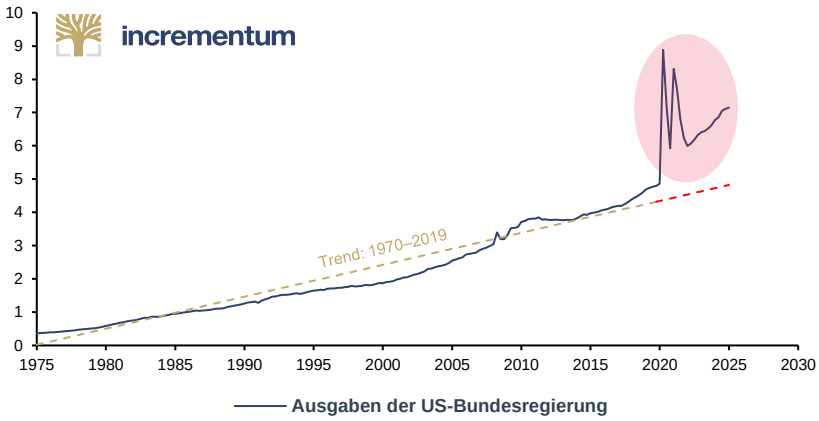
*History shows that once an enormous debt has been incurred by a nation, there are only two ways to solve it: one is simply to declare bankruptcy – repudiate the debt. The other is to inflate the currency and thus to destroy the wealth of the ordinary citizen.*
**Adam Smith**

Nun müssen den Worten auch Taten folgen und angesichts dessen, dass die USA im Dauerwahlkampf sind – in 1 ½ Jahren stehen bereits die Mid-Terms wieder an, in 3 ½ die nächsten Präsidentschaftswahlen –, wird sich zeigen, ob es der Trump-Administration gelingen wird, das Schuldenruder herumzureißen. Dies hätte aufgrund der enormen Bedeutung des US-Dollars für die Weltwirtschaft gravierende Auswirkungen. **Bereits im Wahlkampf hatte Scott Bessent im Rahmen des *3–3–3-Plans* die Reduktion des US-Budgetdefizits auf 3% bis zum Ende der Amtszeit Donald Trumps als Ziel ausgegeben. Das wäre mehr als eine Halbierung vom aktuellen Niveau.**

Ursache für die deutliche Abkehr vom langfristigen Trendwachstum der nominellen Staatsausgaben in den USA war die Corona-Maßnahmenpolitik zunächst unter Donald Trump, danach unter Joe Biden. Die Corona-Ausgaben

haben die fiskalischen Schleusen geöffnet und diese Schleusen konnten bis heute nicht geschlossen werden.

**Ausgaben der US-Bundesregierung, in Bill. USD, Q1/1970–Q1/2025**




Quelle: BofA, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

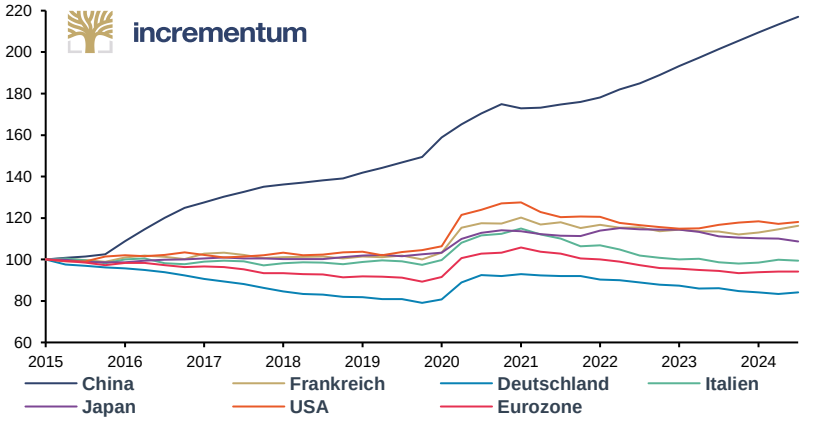
*Safe debt is rapidly becoming an oxymoron.*
**Willem Buiter**

Verbal zumindest wollen die USA in jene Liga – im positiven Sinne – absteigen, in der sich aktuell Deutschland befindet, während Deutschland – im negativen Sinn aufsteigen will in jene Liga, in der sich die USA aktuell befinden. Und in dieser Liga bekommen die Märkte langsam, aber sicher erste fundamentale Bedenken hinsichtlich der Staatsschuldenentwicklung in den Industriestaaten. **Fest steht: Das Thema Überschuldung bewegt sich immer stärker von der Peripherie ins Zentrum.**

*Auf der Grundlage der wachsenden Schuldenspirale gedeiht bloß quantitatives, nicht qualitatives Wachstum.*
**Rahim Taghizadegan**

Schließlich kehrte 2024 bei den Staatsschulden wieder der Alltag ein und in den allermeisten Ländern handelt es sich dabei um einen ernüchternden Alltag. Die durch die Inflationswelle hervorgerufene Minderung der Staatsschuldenquote ist nicht nur an ihr Ende gelangt, sondern die Aufwärtsdynamik ist wieder zurückgekehrt. **Wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 im Kapitel „Status Quo der Verschuldungsdynamik“ betonten, wird der schuldenmindernde Effekt der Inflation überschätzt, weil die Staatsausgaben mit einer geringen Zeitverzögerung durch die Inflation ebenfalls stärker zu steigen beginnen.**

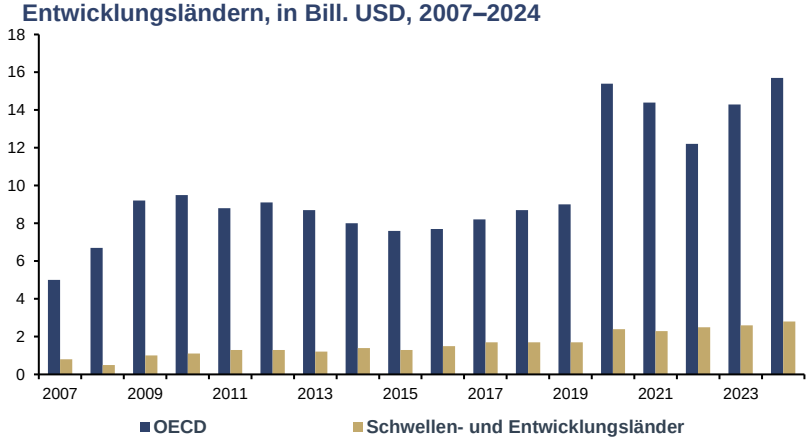
**Staatsverschuldung, in % des BIP, 100 = Q1/2015, Q1/2015–Q3/2024**




Quelle: BIZ, Incrementum AG

**Wenig überraschend ist daher der Umstand, dass sich laut *OECD Global Debt Report 2025* das Emissionsvolumen von Staatsanleihen in den OECD-Ländern in den letzten 10 Jahren fast verdoppelt hat, von 8 Bill. USD im Jahr 2014 auf 15,7 Bill. USD im Jahr 2024.** Für 2025 erwartet die OECD einen weiteren Anstieg auf 17 Bill. USD. Die Emerging Markets verdoppelten in diesem Zeitraum ihre Schuldenemission von 1,4 auf 2,8 Bill. USD. Allerdings wuchs deren Wirtschaftsleistung in diesen 10 Jahren um über 50%, während das BIP-Wachstum in den OECD-Ländern nur um 19,7% zulegte. Anders gesagt: In den Schwellen- und Entwicklungsländern war im Schnitt eine Ausweitung der Verschuldung um 2 Prozentpunkte nötig, um das BIP um 1 Prozentpunkt zu erhöhen. In den OECD-Ländern lag das Verhältnis hingegen bei 5:1, in den USA sogar bei 5,8:1. Ein derartiges Wachstum ist genauso nachhaltig wie ein mit Strom aus Braunkohle aufgeladenes E-Auto.

**Emission von Staatsanleihen in OECD Ländern und Schwellen- und Entwicklungsländern, in Bill. USD, 2007–2024**

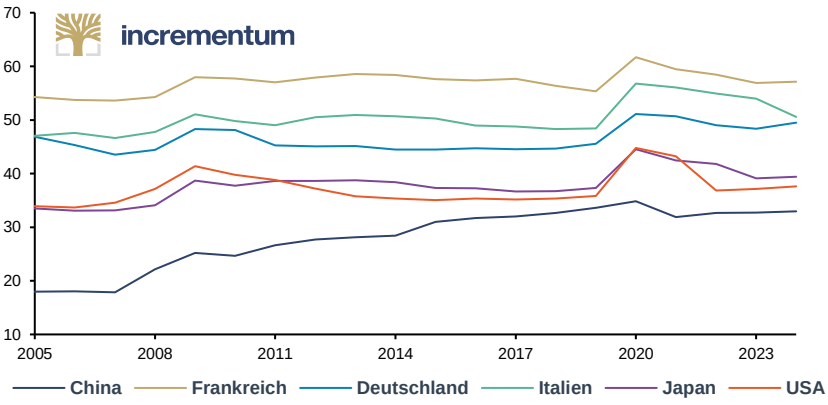



Quelle: OECD, Incrementum AG

*What the debt does is it's death by slow strangulation. It just grinds the economy down. The extreme over-indebtedness is pulling the trend rate of growth below the historical average.*
**Henry Hazlitt**

Die Corona-Pandemie und die Energiekrise haben es wieder einmal bestätigt. Nach Krisen ist die Staatsausgabenquote höher als vor der Krise. Anders gesagt: **Krisen stärken den Staat und schwächen die Privatwirtschaft.**

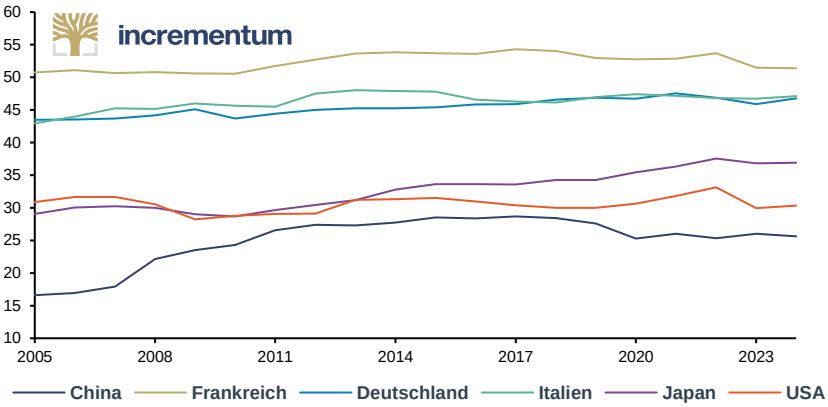
**Staatsausgaben, in % des BIP, 2000–2024**




Quelle: IWF, Incrementum AG

Einnahmenseitig sind Abgabenquoten deutlich jenseits der 40% in den führenden Volkswirtschaften Europas mittlerweile Alltag.

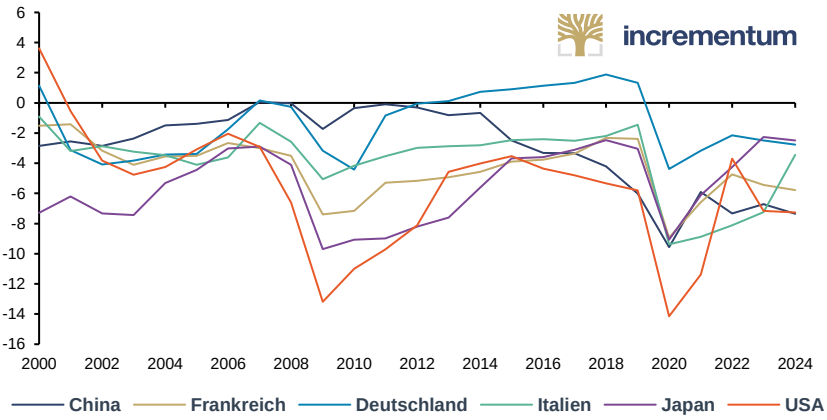
**Staatseinnahmen, in % des BIP, 2000–2024**




Quelle: IWF, Incrementum AG

**Und trotz historisch hoher Abgabenquoten weisen die Staatshaushalte weiterhin deutlich rote Zahlen auf.** Der Bruch in der Corona-Pandemie ist deutlich zu erkennen, mit Deutschland als Ausnahme, dank der Schuldenbremse.

**Budgetsaldo, in % des BIP, 2000–2024**




Quelle: IWF, Incrementum AG

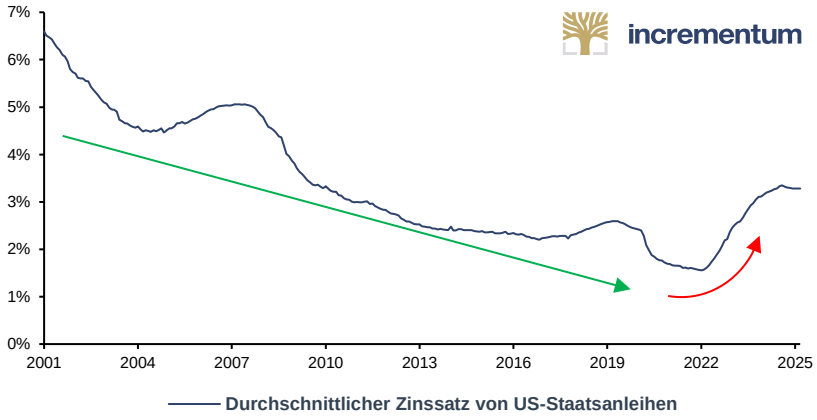
*If the practice persists of covering government deficits with the issue of notes, then the day will come without fail, sooner or later, when the monetary systems of those nations pursuing this course will break down completely.*
**Ludwig von Mises**

**Schließlich sind die großen Ausgabentreiber struktureller Natur.** Allen voran fordert der demographische Wandel immer stärker seinen Tribut. Das sich verschlechternde Verhältnis zwischen Berufstätigen und Pensionisten führt nicht nur zu höheren Pensions- und Gesundheitsausgaben, sondern infolge des Arbeitskräftemangels auch zu einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum und damit für den Staat zu geringeren Einnahmen. Ebenso schlagen sich die mitunter weiterhin sehr hohen Einwanderungszahlen in strukturell höheren Staatsausgaben nieder. Das ist insbesondere in Staaten mit einer ausgeprägten Sozialstaatskultur der Fall. In den USA erfolgte – die unter Trump mittlerweile massiv reduzierte – illegale Einwanderung in den Arbeitsmarkt. Und schließlich belastet seit dem Ende der Null- und Niedrigzinsphase der steigende Aufwand für den Zinsendienst zusätzlich die Staatshaushalte, verstärkt durch den Anstieg bei den Staatsschulden.

**So ist die Rendite der auslaufenden Staatsanleihen meist niedriger als die Kapitalmarktzinsen für neu zu emittierende Staatsanleihen.** In den USA liegt per Ende April die gesamte Yield-Curve über 3,7%. Zum Vergleich: Per

Ende März lag die durchschnittliche Verzinsung der US-Staatsverschuldung bei 3,35% und damit auf einem Niveau wie seit Ende 2009 nicht mehr. **Zusätzlich zum horrenden Haushaltsdefizit von voraussichtlich fast 2 Bill. USD müssen die USA dieses Jahr mehr als 7 Bill. USD oder mehr als 25% ihrer Staatsschulden refinanzieren.** Jeder Basispunkt Differenz bei der Emission summiert sich auf eine bedeutende Summe. Würden die mehr als 9 Bill. USD zur Gänze als 10-jährige US-Treasuries emittiert werden, würde jeder Rückgang der Anleiherendite um 1 Basispunkt die Zinslast um rund 1 Mrd. USD pro Jahr reduzieren. Ein Rückgang um 0,5 Prozentpunkte würde Washington über die gesamte Laufzeit Zinsen in Höhe von 500 Mrd. USD ersparen.

**Durchschnittlicher Zinssatz von US-Staatsanleihen, 01/2001–03/2025**

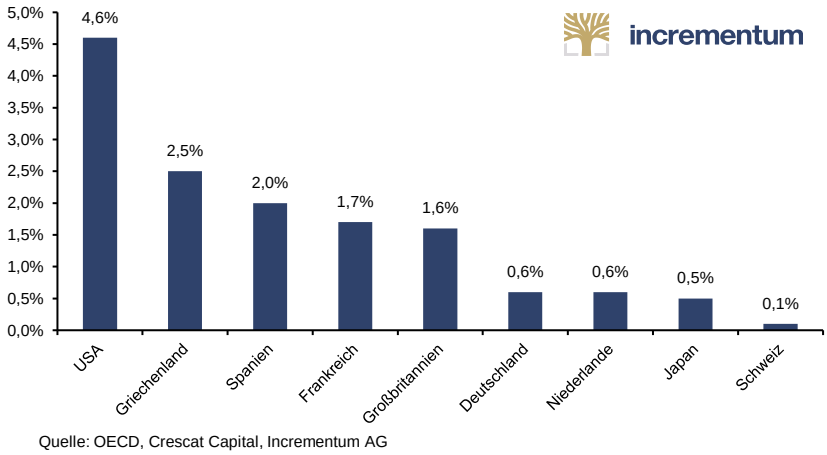



Quelle: US Treasury, Incrementum AG

*The burden of the national debt consists not in its being so many millions, or so many hundred millions, but in the quantity of taxes collected every year to pay the interest.*
**Thomas Paine**

**Hinsichtlich der Höhe des Zinsaufwands sind die USA einsamer Spitzenreiter unter den führenden Volkswirtschaften.** Das im Vergleich zur Eurozone, Japan und der Schweiz – zum Teil deutlich – höhere Zinsniveau in den USA schlägt sich in Kombination mit der hohen Staatsverschuldung zu Buche.

**OECD-Prognosen für Nettozinsaufwand, in % des BIP, 2025**

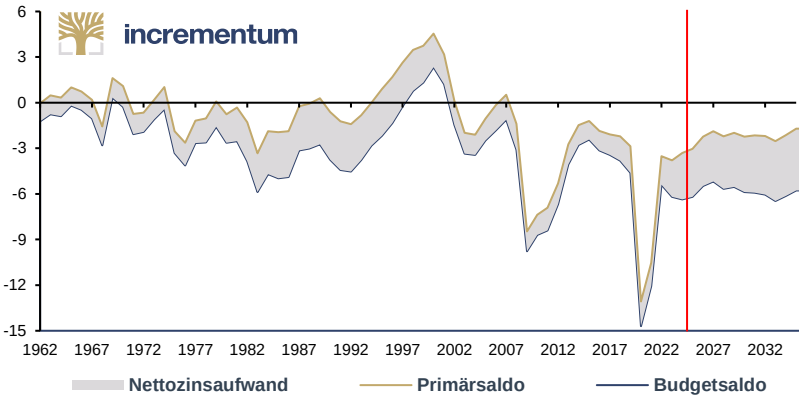



Quelle: OECD, Crescat Capital, Incrementum AG

*He who goes borrowing, goes sorrowing.*
**Benjamin Franklin**

Wie sehr der Zinsaufwand mittlerweile den Staatshaushalt belastet, zeigt der folgende Chart am Beispiel der USA. **Die Schere zwischen dem Primärsaldo und dem Budgetsaldo öffnet sich immer weiter.** Die Fläche zwischen den beiden Werten entspricht dem Zinsaufwand. Und laut der Langfristprognose des CBO stehen die USA – als pars pro toto – erst am Anfang dieser Entwicklung.

**US Nettozinsaufwand, Primär- und Budgetsaldo, in % des BIP, 1962–2035e**

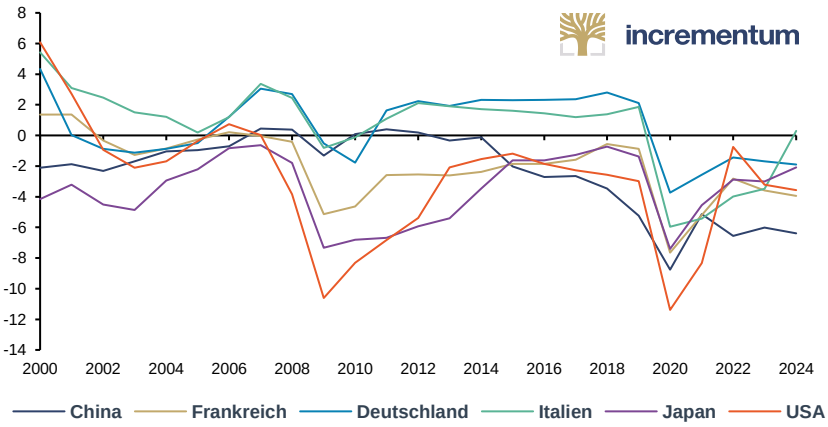



Quelle: CBO, Incrementum AG

*...sooner or later, too much credit always turns into a giant debit as borrowers crumple under the burden of escalating interest payments.*
**Melchior Palyi**

**Wie bedenklich die Haushaltslage in vielen Länder ist, zeigt sich an der Entwicklung des Primärsaldos.** Selbst unter Ausblendung des Zinsaufwands für die alten Schulden würden die allermeisten Staaten ein deutliches Defizit aufweisen. Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung hatte Italien vor der Coronapandemie seine Staatsfinanzen auf Basis des Primärsaldos gut in Griff.

**Primärsaldo, in % des BIP, 2000–2024**




Quelle: IWF, Incrementum AG

# Vertiefung USA

## Das US-Haushaltsdefizit ist weiter tiefrot

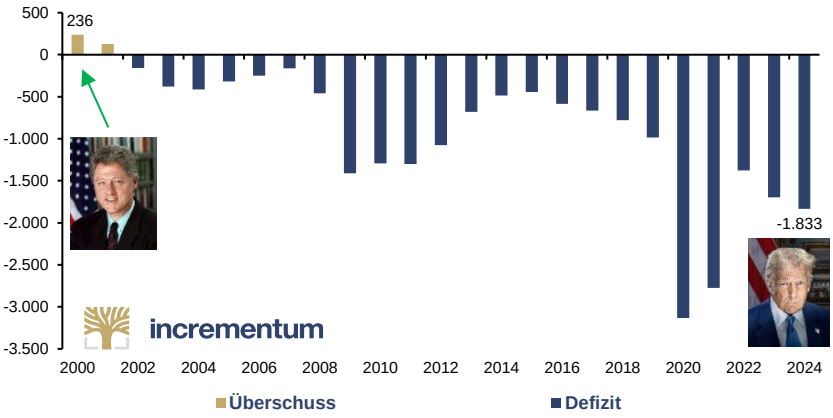
*The methylamine keeps flowing no matter what. We are not ramping down. We are just getting started. Nothing stops this train. Nothing.*
**Walter White, Breaking Bad**

**2023 und 2024 passierte es erst zum dritten Mal nach dem Zweiten Weltkrieg, dass die USA in zwei aufeinander folgenden Jahren ein Defizit von mehr als 6% verzeichneten.** Doch es besteht ein gravierender Unterschied zu den ersten beiden Malen: 2023 und 2024 verzeichneten die USA ein BIP-Wachstum von jeweils knapp 3%, während 2009/2010 die Nachwirkungen der Weltfinanzkrise und der anschließenden Rezession bzw. 2020/2021 die Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie das Budget deutlich belasteten. **Und man riskiert nicht viel, wenn man vorhersagt, dass es 2025 das erste Mal seit dem Zweiten Weltkrieg ein drittes Jahr in Folge mit einem Defizit von mehr als 6% geben wird.**

*The Budget should be balanced, the Treasury should be refilled, public debt should be reduced, the arrogance of officialdom should be tempered and controlled, and the assistance of foreign lands should be curtailed lest the Republic become bankrupt. People must again learn to work, instead of living on public assistance.*
**Cicero, 55 v. Chr.**

Denn im ersten Halbjahr des neuen Fiskaljahrs (10/2024–03/2025) lag das US-Budget wieder in tiefrotem Terrain. **Das Defizit betrug 1,3 Bill. USD und war damit um mehr als 20% höher als im Jahr zuvor, insbesondere weil die Ausgaben um fast 10% zulegten.** Abgesehen von den beiden Corona-Jahren 2020 und 2021 könnten die USA zum ersten Mal ein Budgetdefizit von mehr als 2 Bill. USD aufweisen. Die aktuelle Prognose des CBO liegt mit einem prognostizierten Defizit mit 1,9 Bill. USD oder 6,2% des BIP nur leicht unter diesem negativen Schwellenwert. Zum Vergleich: In den vergangenen 50 Jahren betrug das US-Bundesbudget im Schnitt– ebenfalls beachtliche – -3,8%. Bezeichnend: Im Februar fiel das Defizit mit 306 Mrd. USD höher aus als die Einnahmen Washingtons von 296 Mrd. USD. **Anders gesagt: 51% aller Ausgaben im Februar waren schuldenfinanziert.**

**Budgetsaldo der US-Bundesregierung, in Mrd. USD, FJ2000–FJ2024**




Quelle: Federal Reserve St. Louis, Wikimedia, Incrementum AG

*We don't have a trillion-dollar debt because we haven't taxed enough; we have a trillion-dollar debt because we spend too much.*
**Ronald Reagan**

**Die USA leiden also wie sehr viele andere Staaten an einem Ausgabenproblem.** Im 10-Jahres-Zeitraum 2015–2024 stiegen die Steuereinnahmen auf Bundesebene um 58%, die Ausgaben Washingtons jedoch um 93%. Folglich verdoppelte sich die Staatsverschuldung in diesem Zeitraum. **Die Spendierhose ist nun einmal das beliebteste Kleidungsstück vieler Politiker.**

## Die USA und *Ferguson's* Law

*Wir haben Kriegsfinanzen, aber noch keinen Krieg.*
**Niall Ferguson**

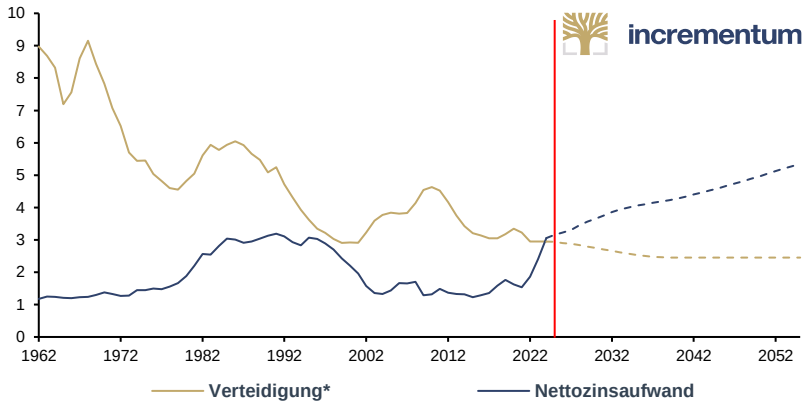
In einem vor wenigen Monaten erschienen Artikel mit dem bezeichnenden Titel „Ferguson's Law: Debt Service, Military Spending, and the Fiscal Limits of Power" vertieft der Historiker Niall Ferguson seine Argumentation hinsichtlich des durch fiskalische Maßlosigkeit ausgelösten Falls von Großmächten. Die Hauptthese von *Ferguson's Law* lautet: **Sobald eine Großmacht mehr für den Zinsendienst als für die Verteidigung ausgibt, droht diesem Staat der Abstieg als Großmacht.** Das Überschreiten des *Ferguson Limits*, d. h. der Zinsendienst darf maximal den Verteidigungsausgaben entsprechen, sei ein verlässlicher Prädiktor für den Verlust des Großmachtstatus.

2024 war es nun für die USA so weit. Die USA durchbrachen das *Ferguson Limit*. **Im Fiskaljahr 2024 wendeten die USA 881 Mrd. USD für Zinsen auf und damit etwas mehr als für das Militär mit 855 Mrd. USD.**

*The U.S. isn't fighting a war, a crisis or a recession. Yet the federal government is borrowing as if it were.*
**Wall Street Journal**

**Die Überschreitung im vergangenen Fiskaljahr war jedoch kein einmaliger Ausreißer.** Für das laufende Fiskaljahr prognostiziert das CBO den Zinsaufwand auf 952 Mrd. USD, was einem Anstieg von 8% gegenüber dem Vorjahr entspricht. In den beiden Jahren davor betrug der Anstieg sogar 30 bzw. 32%. Der noch von Joe Biden und dem alten Kongress verabschiedete Verteidigungsetat sieht dagegen Ausgaben in der Höhe von lediglich rund 850 Milliarden USD vor. Auch die weiteren Aussichten sprechen eine eindeutige Sprache. *Fergusons Limit* wird nicht nur fortlaufend überschritten, sondern die Differenz zwischen Zinsaufwand und Verteidigungsausgaben wird auf Grundlage aktueller Ausgabenprofile im Laufe der Zeit immer größer.

**US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1962–2055e**




Quelle: CBO, Incrementum AG
*Verteidigungsausgaben für 2025–2055 = 48% der diskretionären Ausgaben (Durchschnitt von 2014–2024)

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Vor dem Hintergrund von *Ferguson's Limit* erscheinen die Ankündigungen Trumps zur Budgetsanierung in einem neuen Licht, nämlich als Versuch, dem Schicksal vergangener Großmächte wie dem Spanien der Habsburger, dem Frankreich des Ancien Régime, dem Osmanische Reich und dem britischen Empire zu entrinnen.

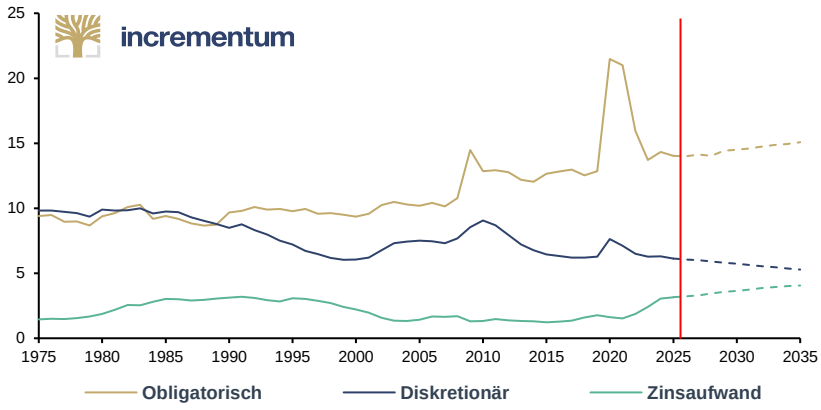
## Das Einsparungspotenzial im US-Bundeshaushalt ist begrenzt – die DOGE-Illusion

**Um 500 Mrd. bis 2 Bill. USD will DOGE die Bundesausgaben bis 2026 kürzen – ein ambitioniertes, um nicht zu sagen hochtrabendes Ziel.** Schließlich betrugen 2024 die gesamten Ausgaben auf Bundesebene knapp 7 Bill. USD.

*The market and the economy have become hooked, become addicted, to excessive government spending, and there's going to be a detox period.*
**Scott Bessent**

**Um die Einsparungsziele von Musk & Co. zu erreichen, müssten die Ausgaben also um 7 bis knapp 30% reduziert werden.** Allerdings setzt sich der überwiegende Großteil der Ausgaben auf Bundesebene aus gesetzlich vorgeschriebenen Sozialausgaben (ca. zwei Drittel), aus den von den Märkten vorgegebenen Zinsausgaben (ca. 13%) und den kurzfristig nicht reduzierbaren Verteidigungsausgaben (ebenfalls ca. 13%), insgesamt mehr als 80%, zusammen. Ein erster Budgetentwurf von Anfang Mai sah dann auch nur Einsparungen von rund 160 Bill. USD oder etwas mehr als 2% der Ausgaben für das nächste Fiskaljahr vor. Entgegen ersten Ankündigungen sollen die Verteidigungsausgaben kräftig um 13% erhöht werden.

**US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1975–2035e**




Quelle: CBO, Incrementum AG

*Inflation consists of subsidizing expenditures that give no returns with money that does not exist.*
**Jacques Rueff**

**Bei einer scharfen Kürzung der Sozialausgaben dürfte es erheblichen Widerstand aus den eigenen Reihen geben.** Der Anteil der Ausgaben der Gesundheitsprogramme wie Medicare und Medicaid am US-BIP erhöhte sich von 2004 bis 2024 von 3,7 auf 5,6%. Das ist ein Anstieg um mehr als 50%. Die Pensionsausgaben erhöhten sich von 4,1 auf 5,0% und damit um fast 25%. Das liegt schon allein daran, dass bereits Anfang November 2026, also in weniger als 2 Jahren, sämtliche Abgeordnete des Repräsentantenhauses sowie rund ein Drittel des Senats zur Wahl stehen. In den USA herrscht auf Bundesebene fortlaufend Wahlkampf. Zudem profitieren auch viele republikanisch regierte Bundesstaaten von den Subventionen aus Washington.

## Zölle als zusätzliche Einnahmequelle?

*The system of duties which has been already adopted, is in its principle, a system of revenue; and it is to be hoped, that by a due attention to the interests of trade, it may be made to produce all the revenue which the public exigencies may require, without any material inconvenience to the community.*
**Alexander Hamilton**

**Das wirtschaftspolitische Lieblingsinstrument von Donald Trump sind Zölle.** Mit diesen will Trump eine Einnahmequelle für Washington wiederbeleben, die bis zur Einführung der Einkommenssteuer 1913 in den ersten knapp 150 Jahren der US-Geschichte eine wichtige Rolle zur Finanzierung Washingtons gespielt hat. Schließlich war es der US-Bundesregierung unter den Konföderationsartikeln verboten, Steuern direkt einzuheben. Washington musste die finanziellen Mittel von den damals 13 Bundesstaaten erbitten. Eine Situation, die stark der aktuellen in der EU ähnelt. So wie heute die EU die Zolleinnahmen steigern möchte, um weniger abhängig von den Mitgliedsstaaten zu werden, musste Washington bis zur Einführung der Einkommenssteuer auf Bundesebene auf Zölle als Einnahmequelle zurückgreifen. Zölle waren im Unterschied zu einer bundesweiten Einkommenssteuer, die Washington nach Verabschiedung der US-Verfassung 1789 hätte einheben dürfen, mit vergleichsweise geringem bürokratischem Aufwand einzutreiben.

*We're going to take in hundreds of billions of dollars in tariffs, and we're going to become so rich, you're not going to know where to spend all that money. We're going to have jobs. We're going to have open factories.*
**Donald Trump**

**In seiner ersten Amtszeit hatten die neu eingeführten Zölle zu einer Verdoppelung der Zolleinnahmen geführt.** Der Anstieg um rund 40 Mrd. USD war jedoch nur ein Tropfen auf dem heißen Defizitstein. In den ersten 3 Jahren der ersten Amtszeit von Donald Trump (den 3 Jahren ohne den Ausnahmezustand Corona-Pandemie), erhöhte sich das Defizit von 665 Mrd. USD auf 984 Mrd. USD bzw. von 3,4 auf 4,6 % der Wirtschaftsleistung. Die Mehreinnahmen aus den höheren Zöllen fielen damals nicht ins Gewicht. Das soll nun anders werden.

Schätzungen sind im aktuellen dynamischen Umfeld des Zollkonflikts schwierig, ja eigentlich fast unmöglich. **Eine Schätzung von *Capital Economics* beläuft sich auf rund 700 Mrd. USD. Das entspräche rund 10% der Einnahmen Washingtons und wäre damit in einer relevanten Größenordnung.** Im April haben sich die Zolleinnahmen mit knapp 18 Mrd. USD gegenüber dem März fast verdoppelt, gegenüber der Zeit vor Trumps erster Amtszeit mehr als vervierfacht. Dieselbe Schätzung erwartet jedoch auch eine deutlich höhere Inflation und höhere Zinsen, was andererseits höhere Sozialausgaben und einen höheren Zinsendienst zur Folge hätte.

## Vertiefung Eurozone

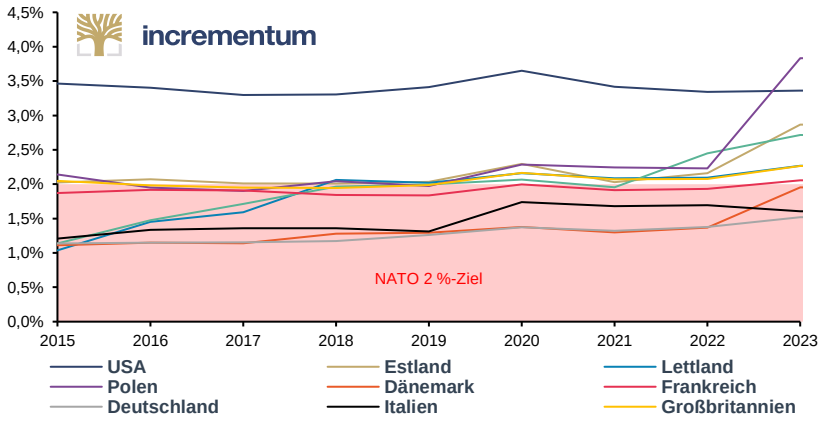
### Gemeinsame EU-Schulden für die Aufrüstung? – Wenn Schulden keine Schulden sein sollen

**Ganz anders sieht die Situation in Europa aus.** Führende Nato-Staaten und jene, die sich durch Russland besonders bedroht sehen, haben ihre Verteidigungsausgaben in den vergangenen Jahren bereits spürbar erhöht. Die mehrfache Infragestellung der Nato-Mitgliedschaft der USA durch Trump hat zum Teil zu panischen Reaktionen der europäischen Bündnispartner geführt. Die Rufe nach einer zusätzlichen Ausweitung der Verteidigungsausgaben wurden in den ersten Wochen der zweiten Amtszeit von Donald Trump immer lauter.

*A country always has an army in its territory. Either its own, or that of the country next door.*
**Finnisches Sprichwort**

**Unmissverständlich hat Donald Trump den Europäern klar gemacht, dass er keinesfalls gewillt ist, das Trittbrettfahrertum weiter hinzunehmen.** Die Nato-interne Vorgabe, bis 2024 die Militärausgaben auf zumindest 2% anzuheben, haben 2024 rund zwei Drittel der Staaten erreicht. Mit Polen hat allerdings nur ein bedeutender Nato-Staat seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges seine Verteidigungsausgaben signifikant erhöht und wird im laufenden Jahr voraussichtlich 4,7% des BIP für Verteidigung ausgeben. Der neue US-Verteidigungsminister Pete Hegseth hat bereits in den ersten Tagen seiner Amtszeit die europäischen Nato-Staaten dazu aufgerufen, die Verteidigungsausgaben auf 5% zu erhöhen. Schließlich sollen die Europäer, so die Trump-Administration, in Hinkunft die Hauptlast des Ukraine-Krieges und dessen Folgen für die europäische Sicherheitsarchitektur tragen.

**Verteidigungsausgaben, in % des BIP, 2015–2023**




Quelle: SIPRI, Incrementum AG

Letztlich ist es einerlei, ob Ausgabensteigerungen für das Militär durch Einsparungen in anderen Bereichen, durch höhere Steuern oder durch die Aufnahme zusätzlicher Schulden finanziert werden. Alle drei Vorgehensweisen mindern das verfügbare Realeinkommen. Im Fall von Einsparungen ist der Einkommensverlust offensichtlich, da Transferleistungen reduziert werden, ebenso im zweiten Fall einer höheren Abgabenquote. Im Gegensatz dazu erscheint die Schuldenfinanzierung auf den ersten Blick schmerzlos, da sie keine sofortigen Kürzungen von Transferleistungen oder Steuererhöhungen erfordert. **Da aber über die Ausweitung der Schulden zusätzliches Geld in die Wirtschaft strömt und für zusätzlichen Preisauftrieb sorgt, schlägt die perfideste aller Steuern zu, die Inflationssteuer.**

*It is unreasonable to expect 300 million Americans to defend 500 million Europeans against 140 million Russians.*
**Donald Tusk**

***Ökonomisch* ist es auch irrelevant, ob Schulden *rechtlich* als solche behandelt werden oder nicht.** Die EU-Kommission überlegt, ob im Zuge des *ReArm Europe*-Plans, der nach Protesten in *Readiness 2030* umbenannt wurde, die sogenannte *nationale Ausweichregel* für zusätzliche Verteidigungsausgaben von bis zu 1,5% zu aktivieren, wodurch ein ansonsten drohendes Defizitverfahren verhindert werden könnte. Anfang Mai wurde bekannt, dass zumindest 12 von 27 EU-Staaten, allesamt Nato-Mitglieder, diese Regel tatsächlich nützen wollen, was zunächst für 4 Jahre möglich sein soll. Nur ändert dieses *juristische* Zugeständnis nichts an den *ökonomischen* Folgen höherer Defizite. Detail am Rande: In den ersten Tagen des Zollkonflikts forderte Italien die vollständige Aussetzung des EU-Stabilitätspakets, um die wirtschaftlichen Folgen des Zollkonflikts bewältigen zu können.

## Die Sehnsucht der EU-Zentralisten nach einem Hamilton-Moment

**Ob Euro-Staatsschuldenkrise, Corona-Pandemie oder nun der Ukraine-Krieg – jede schwerwiegende Krise wird von Brüssel dazu genutzt, um einen *Hamilton-Moment* zu generieren.** 1790 hatte der US-Finanzminister Alexander Hamilton in seinem „First Report on Public Credit" vorgeschlagen, dass die Union, die im Zuge des Unabhängigkeitskrieges angelaufenen Schulden der damaligen 13 Bundesstaaten übernehmen soll. Die Aufnahme gemeinsamer EU-Schulden zur Bekämpfung der Folgen der Corona-Pandemie wurde mitunter als Hamilton-Moment bezeichnet, so unter anderem vom damaligen deutschen Finanzminister und späteren Bundeskanzler Olaf Scholz (SPD) zu Beginn der Corona-Pandemie.

*My message today is simple. At the end of the World War I, Paul Valéry remarked that we now know our civilizations are mortal. We must be clear about the fact that today, our Europe is mortal. It can die. It can die, and it all depends on our choices. These choices have to be made now.*
**Emmanuel Macron**

Ein weiteres Beispiel ist die Rede von Emmanuel Macron „Europe—It Can Die. A New Paradigm at The Sorbonne", die der französische Staatspräsident 7 Jahre nach seiner ersten programmatischen Rede an der Sorbonne im September 2017 unter dem Titel „Initiative pour l'Europe - Discours d'Emmanuel Macron pour une Europe souveraine, unie, démocratique" vortrug. Es bleibt dem Leser überlassen, zu klären, was Macron bezwecken will: die Vereinnahmung der EU für französische Staatsziele, also eine stark von Paris aus gesteuerte EU, oder die Etablierung eines EU-Zentralstaats oder lediglich die Beendigung der französischen Schuldenmalaise durch gemeinsame EU-Schulden oder die Sicherung der Deutungshoheit der aktuellen EU-Elite.

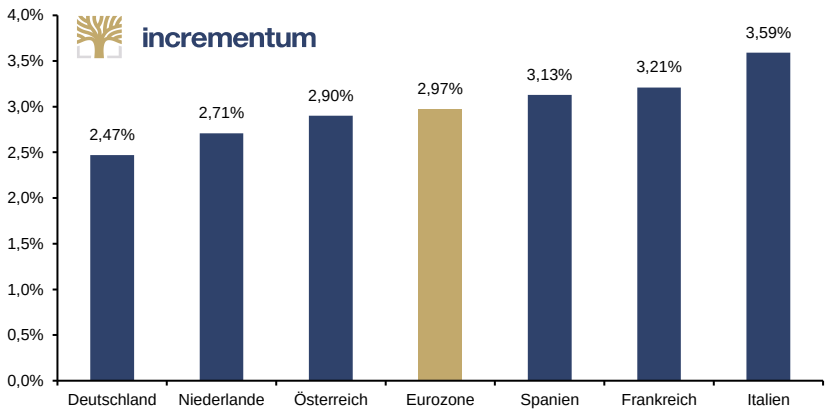
## Die EU-Nettozahlerländer werden zur Kassa gebeten

**Mit *NextGenEU* wurden 2020 tatsächlich zum ersten Mal gemeinsame EU-Schulden in größerem Umfang begeben.** Dieses Unterfangen gelang und scheiterte zugleich. Es gelang, weil die Aufnahme gemeinsamer Schulden im Umfang von mehr als 700 Mrd. EUR beschlossen wurde. Allerdings sehen gerade die Nettozahlerländer die Aufnahme nur als einmaliges Zugeständnis an die besonderen Umstände. Mit dem Ukraine-Krieg kam sofort die nächste Ausnahmesituation, die sich durch die Spannungen zwischen den europäischen Großstaaten im Anschluss an den Eklat im Weißen Haus zwischen Donald Trump und Wolodymyr Selenskyj signifikant verschärfte. **Mit *ReArm Europe/ Readiness 2030* sollen nun weitere 150 Mrd. EUR von der EU-Kommission aufgenommen werden.**

*Ihr Nachbar ist pleite. Gehen Sie dann aus Sympathie auch pleite?*
**Hans-Werner Sinn**

**Die hohe Rechnung gemeinsamer EU-Schulden bezahlen naturgemäß die Länder mit halbwegs soliden Staatsfinanzen, denn die EU-Anleihen verlangen höhere Zinsen als die entsprechenden Schuldscheine dieser Staaten.** Diese Betrachtungsweise ist solange ökonomisch und politisch von Bedeutung, solange es sich bei der EU (fiskalisch) um einen Staatenbund und nicht um einen zentralistischen Bundesstaat handelt.

**10-jährige europäische Staatsanleihenrenditen, 24/04/2025**



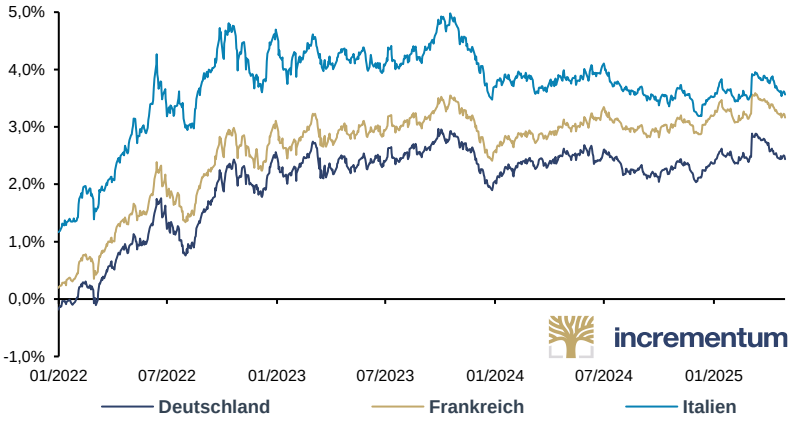

Quelle: mtsmarkets.com, Incrementum AG

Beliebt sind gemeinsame EU-Schulden aus einem weiteren Grund. Da die EU kein Zentralstaat ist, scheinen die EU-Schulden bislang noch nirgendwo auf.

## Die Italienisierung Frankreichs

Seit Ende 2023 ist an den Anleihemärkten eine interessante Entwicklung zu bemerken. **Der Spread zwischen der zweit- und drittgrößten Volkswirtschaft der Eurozone hat sich deutlich verringert. Mit anderen Worten: Frankreich gleicht sich immer stärker Italien an.**

**10-jährige Staatsanleihenrenditen, 01/2022–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*France is always above the 3% deficit limit. It's a French tradition.*
**Jean-Claude Juncker**

Für diese Entwicklung gibt es fiskalische und politische Gründe. So ist die Budgetprognose für Italien deutlich besser als jene für Frankreich. Italien soll laut EU-Kommission sein Budgetdefizit nach 3,4% im vergangenen Jahr und auch heuer, 2026 auf unter 3% drücken können. Für Frankreich belaufen sich die Defizitzahlen für dieselben 3 Jahre hingegen auf 5,8%, 5,3% und 5,4%. In beiden Fällen ist davon auszugehen, dass die Prognosen zu optimistisch sind.

*We're all better off because Italy makes the pasta and Switzerland makes the watches.*
**Howard Marks**

In absoluten Zahlen ist Frankreichs Staatsverschuldung bereits deutlich größer als jene Italiens. 2020 überholte Frankreich Italien als größten Schuldner. Ende 2024 hatte Frankreich Staatsschulden bereits im Umfang von mehr als 3,3 Bill. EUR, Italien hingegen „nur" 3,0 Bill. EUR. **Relativ zum BIP steht Frankreich mit 113% noch deutlich besser da als Italien mit 135%.** Von der Maastricht-Grenze von 60% sind beide Länder jedoch so weit entfernt wie Liechtenstein von einer erfolgreichen Qualifikation für eine Fußball-Weltmeisterschaft. **Zusammen stehen Frankreich und Italien allein für fast 50% der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone.**

*The problem is not the rise of populism. The problem is the economic policies that make people so desperate that they turn to it.*
**Yanis Varoufakis**

**Politisch ist Frankreich ein anderes Schwergewicht als Italien.** Das früher politisch instabile Italien –in Italien wechselten früher die Regierungen schneller als die Trainer bei Borussia Dortmund – zeigt sich nun politisch stabil. In Frankreich gibt sich dagegen eine Regierung nach der anderen die Klinke in die Hand. Weiter verschärft hat sich die politische Instabilität Frankreichs durch die im Juni 2024 überstürzt ausgerufenen Parlamentswahlen. Die noch nicht rechtskräftige Verurteilung der aussichtsreichen Präsidentschaftskandidatin Marine Le Pen Ende März und der ausgesprochene, sofort wirksamen fünfjährige Entzug des passiven Wahlrechts werden die politische Instabilität zusätzlich erhöhen. Die Kombination aus markanten Budgetdefiziten und zunehmender politischer Instabilität schlägt sich auch in den Ratings nieder**. Im Mai 2024 stufte S&P das Rating von AA auf AA- herab, Ende Februar wurde der Ausblick auf negativ gesenkt. Im direkten Gegensatz dazu hat S&P am 12. April die Bonität Italiens von BBB auf BBB+ angehoben.**

## Fazit

**Die Industriestaaten stehen langsam, aber sicher vor Herausforderungen, die sie bislang nur als Gläubigerstaaten bei der Restrukturierung der Staatsschulden überschuldeter Schwellen- oder Entwicklungsländer kannten.** Letztlich stehen drei Wege offen, die Überschuldung zu verhindern und die Staatsschuldenquoten mittelfristig in den Griff zu bekommen: 1) Produktivitätswunder, 2) Restrukturierung der Schulden, 3) Finanzielle Repression.

### Produktivitätswunder

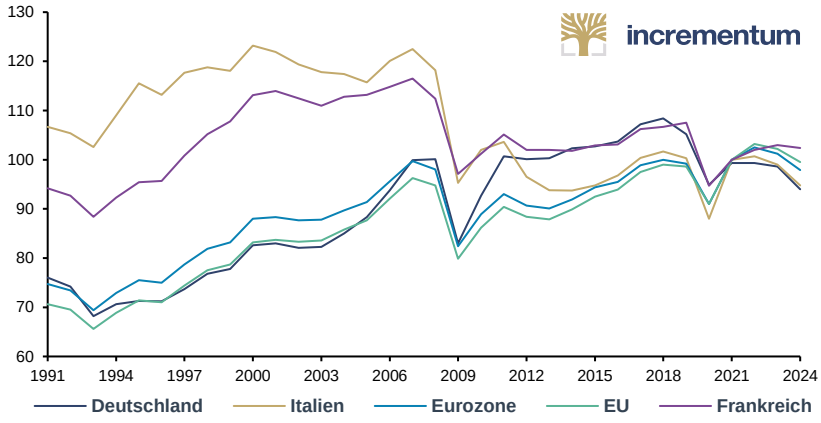
*There is only one field where the European Union still leads the world: regulation… America innovates, China replicates, Europe regulates.*
**Greg Ip**

**Für die Eurozone scheint ein Produktivitätswunder unter den aktuellen politischen Rahmenbedingungen nahezu ausgeschlossen.** Zwar rudert die EU-Kommission bei einigen bürokratischen Monstern wie dem Lieferkettengesetz, den CO2-Strafzahlungen für die Automobilhersteller oder der Entwaldungsverordnung (EUDR) zurück, aber letztlich nur ein klein wenig: Es werden Fristen verlängert, Einführungsdaten verschoben und Umsatzgrenzen für die Anwendbarkeit von Vorschriften erhöht. An der grundsätzlichen Ausrichtung wird nichts geändert.

*The EU reached an agreement – except it was the kind of agreement only the EU can reach; an agreement about which everybody involved disagrees.*
**Grant Williams**

**Bezeichnenderweise hat die Veröffentlichung des Draghi-Reports zur Stärkung der EU-Wettbewerbsfähigkeit am 9. September 2024 außerhalb Brüssels kaum Wellen geschlagen.** Vermutlich erinnern sich noch viele Beobachter daran, dass die EU mit ihrer Lissabon-Strategie krachend gescheitert ist. Innerhalb von 10 Jahren sollte bis 2010 „die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt“ gemacht werden. Daran anschließend folgte die – weithin völlig unbekannte – Strategie „Europa 2020“, die sich ein „intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum“ zum Ziel setzte. Doch Dirigisten fordern und fördern Dirigismus, folglich ist nicht zu erwarten, dass auch der dritte Versuch einer dirigistischen Impulsgebung für die EU-Mitgliedsstaaten von Erfolg gekrönt sein wird. **Die Auswirkungen auf die Industrieproduktion in den großen Drei – Deutschland, Frankreich, Italien – sowie in den EU-27 spricht Bände.**

**Industrieproduktion, 2021 = 100, 1991–2024**




Quelle: Eurostat, Incrementum AG

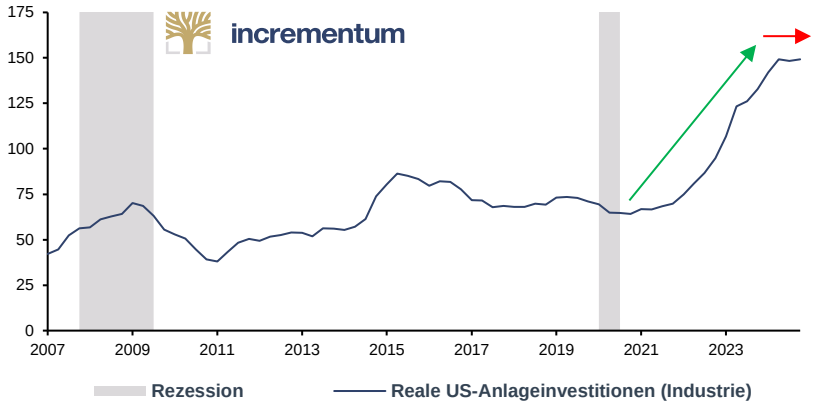
*Quelle: Stern.de*

**Eine kurzfristige *Strohfeuerkonjunktur* im Falle einer defizitfinanzierten Aufrüstung würde an der strukturellen Schieflage der Wirtschaftsentwicklung kaum etwas ändern.** Struktureller Natur sind auch die Probleme im Bereich der Landesverteidigung. Eine Investitionslücke besteht in den meisten Staaten seit vielen Jahrzehnten, infolge des demographischen Wandels sinkt die wehrfähige Bevölkerung, die noch dazu immer häufiger ihre Wurzeln im Ausland hat und damit womöglich auch ihre Loyalitäten. Zudem ist die geistige Wehrbereitschaft vielfach gering ausgeprägt. In Deutschland würden bloß 27% der Männer Deutschland „auf jeden Fall" verteidigen, 46% „auf keinen Fall". Eine Wiedereinsetzung der Wehrpflicht in Deutschland für eine größere Anzahl an Soldaten scheitert kurzfristig am Mangel an Kasernen. Insofern stellt sich die Frage, ob eine Verteidigungsbereitschaft in einem realistischen Zeithorizont überhaupt herstellbar wäre.

*Never bet against America.*
**Warren Buffett**

**Etwas anders sieht die mittel- und langfristige Wachstumsperspektive für die USA aus.** Trotz einer Seitwärtsbewegung von Q2/2024 bis Q4/2024 sind die realen privaten Investitionen im verarbeitenden Gewerbe in den USA deutlich gestiegen. **Im Vergleich zu 2019 haben sich die Investitionen real verdoppelt.** Mit Apple, TSMC, Nvidia, Honda, IBM und Johnson & Johnson haben in den vergangenen Monaten bekannte Großunternehmen namhafte Investitionen in den USA angekündigt. **Das könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass Trumps Hoffnung, wonach die Zölle signifikante Investitionen in den USA anlocken werden, berechtigt sein könnte.**

**Reale* US-Anlageinvestitionen (Industrie), in Mrd. USD, Q1/2007–Q4/2024**




Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG
*Basisjahr 2017

*Demography is destiny.*
**Auguste Comte**

**Auch wenn die Ausweisung illegaler Einwanderer kurzfristig das Arbeitskräftepotenzial schmälert, ist der Arbeitskräftemangel in den USA ein geringeres Problem als in Europa.** Zwar bleiben auch die USA vom demographischen Wandel nicht verschont, er ist aber weniger stark ausgeprägt als am – sprich- und wortwörtlichen – alten Kontinent. Das liegt auch an der signifikant geringeren Lebenserwartung in den USA, die um 4,1 Jahre niedriger ist als in vergleichbaren Ländern.

Zudem sind Einwanderer in den USA gezwungen, sich umgehend in den Arbeitsmarkt zu integrieren, während in vielen Ländern Europas – mitunter üppige – Sozialleistungen die Integration in und durch den Arbeitsmarkt erschweren, wenn nicht sogar vollends unterbinden. Mit 4,2% ist die US-Arbeitslosenrate im März 2025 allerdings weiter auf historisch niedrigem Niveau. **Das geringe Arbeitskräftepotenzial könnte sich daher durchaus als Hemmschuh für Trumps Reindustrialisierungspläne erweisen.**

## Restrukturierung der Schulden

Für die USA ist mit den Vorschlägen von Zoltan Pozsar und Stephen Miran das Thema Schuldenrestrukturierung in die Öffentlichkeit geraten. Einen offiziellen Vorstoß von Seiten der Trump-Administration hat es bislang allerdings noch nicht gegeben.

*The accumulation of debts is perhaps the natural disease of all governments.*
**Alexander Hamilton**

**Scott Bessent könnte sich von seinem ältesten Vorgänger, Alexander Hamilton, dem ersten US-Finanzminister, inspirieren lassen, der bei der Konsolidierung des Staatshaushalts große Fußstapfen hinterlassen hat.** Auch er stand vor der Situation, die horrende Verschuldung nach dem Unabhängigkeitskrieg in den Griff zu bekommen, und schlug eine Umstrukturierung der Staatsschulden vor. Eine Stabilisierung und rechtliche Verankerung der Schuldentilgung durch eine *begrenzte Tilgungsklausel* (*limited redemption clause*) sollte das Vertrauen der Gläubiger wiederherstellen und sie als Anreiz dazu ermutigen, Schuldscheine mit einem Zinssatz von 6% gegen Wertpapiere mit einem durchschnittlichen Zinssatz von etwas über 4% einzutauschen. Derart würde die Schuldenlast langfristig aufgrund des

Zinseszinseffekts immer weiter reduziert werden. Dieses Vorhaben kommt einem versteckten Tilgungsfonds gleich, für den eine zweckgebundene Einnahmequelle erforderlich ist. An dieser Stelle kommen wieder die Zölle ins Spiel. **Diese könnten den geeigneten Anreiz für einen Schuldenswap bieten und zudem kontinuierliche Einnahmen in die Staatskasse spülen, die für die langfristige Rückzahlung der Century Bonds verwendet werden könnten.**

*The fragile wants tranquility, the antifragile grows from disorder, and the robust doesn't care. Debt always fragilizes economic systems.*
**Nassim Taleb**

**In der Eurozone werden die EU-Zentralisten weiter versuchen, durch eine verstärkte Inanspruchnahme von EU-Schulden die nationalen Schuldenlasten zu reduzieren.** Das wäre aber keine Restrukturierung im klassischen Sinn, sondern im Kern eine Bilanzkosmetik durch eine Verschiebung der Staatsverschuldung von einer politischen Ebene zu einer anderen. Die Zeche in Form relativ höherer Zinsen würden die weniger stark verschuldeten Länder zahlen, deren Anleiherendite niedriger ist als für die von der EU-Kommission begebenen (Corona-)Schulden.

Insbesondere bei den als Anker für das Finanzsystem fungierenden Staatsanleihen wie jene der USA oder auch Deutschlands hätte eine Schuldenrestrukturierung nicht nur für die Anleihezinsen dieser Staaten signifikante Auswirkungen. Das gesamte Finanzsystem würde seinen Anker verlieren. Mit erheblichen Verwerfungen wäre zu rechnen, nicht nur an den Anleihemärkten, sondern an den Finanzmärkten im Allgemeinen. **Gold als Stabilitätsanker würde in dieser höchst unruhigen See aller Voraussicht nach profitieren.**

## Finanzielle Repression

*Financial repression moves wealth from savers to debtors, and from old to young people.*
**Russell Napier**

**Entschuldung durch strukturell höhere Inflationsraten funktioniert nur im Zusammenspiel mit einer breit angelegten finanziellen Repression.** In den vergangenen Jahren haben wir darauf verwiesen, dass eine Inflationswelle ohne finanzielle Repression bzw. mit automatischer oder diskretionärer Indexierung insbesondere der Sozialausgaben keine nachhaltige Reduktion der Staatsverschuldung bewirkt.[18] Lediglich der Kaufkraftverlust infolge der zeitlichen Distanz zwischen Einsetzen der Inflationswelle und der inflationsbedingten Ausgabenerhöhungen bewirkt eine Minderung der Staatsschuldenquoten. Wenn allerdings die Inflationsrate anschließend stark fällt, verkehrt sich der verzögerungsbedingte, ursprünglich staatsschuldenmindernde Effekte in sein Gegenteil. Die USA hatten sich durch die Deckelung der Zinsen im *Treasury-Fed-Accord vom 3. März 1951* auf diese Weise von den Schulden des Zweiten Weltkriegs entledigt, zu Lasten der Anleihegläubiger wohlgemerkt.[19] **Denn jede *Entschuldung* führt zwingend notwendig zu einer *Entvermögenisierung* der Gläubiger.**

[18] Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2023
[19] Zum „Treasury-Fed-Accord vom 3. März 1951“ siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021

*The surveillance state turns every citizen into a transparent subject, where every action, every transaction, is recorded and analyzed.*
**Julian Assange**

**Weiter auf sich warten lässt der Gesetzesvorschlag der EU-Kommission zum geplanten EU-Vermögensregister.** Für Herbst 2024 wurden die Ergebnisse einer Studie erwartet, die die rechtliche und logistische Umsetzbarkeit dieses Vorhabens untersucht. Welche Vermögensgegenstände umfasst werden sollen, ist noch Gegenstand von Spekulationen. Immobilien und Unternehmensbeteiligungen sollen jedenfalls erfasst werden, ob Gold, Kryptowährungen und Kunstwerke ebenfalls darunterfallen, ist noch offen. Begründet wird eine mögliche Einführung naturgemäß mit guten Motiven, dem Kampf gegen die Geldwäsche. Daher soll das Vermögensregister voraussichtlich bei der EU-Geldwäschebekämpfungsbehörde AMLA angesiedelt werden. Dass zur Bekämpfung von Kriminellen eine Vielzahl von unbescholtenen Bürgern behördlich erfasst werden soll, löst aus nachvollziehbaren Gründen bereits im Vorfeld Unruhe aus. **Denn ein derartiges EU-weites Vermögensregister könnte die Umsetzung von Maßnahmen der finanziellen Repression deutlich erleichtern.**

## Wie die Regierungen durch regulatorische Tricks ihre Bonität verschleiern

*Wir werden systematisch in das Halten von Staatsschulden getrieben – und das mit Vorsatz.*
**Oliver Bäte, CEO Allianz**

**Ein wesentliches Instrument der finanziellen Repression besteht in der regulatorischen Bevorzugung von Staatsanleihen durch den Gesetzgeber.** Diesen Aspekt hat in einem Interview mit „The Pioneer“ in seltener Offenheit Oliver Bäte, seit 2015 Vorstandsvorsitzender einer der größten Versicherungen der Welt, der Allianz-Versicherung mit Sitz in München, angesprochen. Auf die Frage, ob Staatsanleihen freiwillig gekauft würden oder die Regulierungsvorschriften einen Kauf von Staatsanleihen erzwängen, antwortete Bäte:

> *„Die Politiker haben sich eine sehr schlaue Regulierung einfallen lassen für den Finanzsektor. Sie definieren die Anlage in Staatsanleihen als „risikofrei“. Das heißt, wenn ich eine griechische Versicherung bin und in griechische Staatsschulden investiere, dann ist das genauso risikoarm wie die Investitionen, die die Allianz in deutsche Staatsschulden – die das einzige Triple-A-Land in der G7 sind – tätigt. Das heißt, wir blenden die wirkliche Situation der emittierenden Staatsinstitution vollständig aus.“*

Auf die Nachfrage, ob die Staatsanleihen insbesondere der hochverschuldeten Staaten fair bepreist seien, antwortete Bäte:

> *„Wenn die Frage lautet, zahlen die eigentlich eine ausreichend hohe Prämie für den potenziellen GAU, dann kann ich nur sagen: Nein. Wir würden gerne, um es ganz klar zu sagen, so wenig wie möglich Staatsschulden halten. Weil wir der Meinung sind, dass dieses Risiko sehr schlecht bepreist ist.“*

*Always borrow money from a pessimist. He won't expect to get it back.*
**Oscar Wilde**

**Das Bemerkenswerte an diesem Interview ist nicht der inhaltliche Kern der Aussage, sondern die unverblümte Offenheit.** Bäte nennt auch noch den – naheliegenden – Grund für diese regulatorische Bevorzugung: „Die Refinanzierungskosten für diejenigen, die Schulden machen, werden künstlich gesenkt.“ Anders gesagt: Das Ausfallsrisiko für Staatsanleihen ist höher, als es die Rendite vermuten lässt. Daraus folgt auch, dass aufgrund der strukturellen

Bevorzugung von Staatsanleihen alternative Absicherungs- und Veranlagungsprodukte schlechter performen. Bäte erwähnt, dass heute nur mehr rund 11% des von der Allianz gemanagten Anlagevolums in Aktien investiert sind, während es in früheren zeiten 25 bis 30% waren. Den Versicherten entgingen dadurch namhafte Gewinne.

*If credit expansion, protectionism, and government spending were a path to prosperity, mankind would have long ago created heaven on earth.*
**Lew Rockwell**

**Abschließend lässt sich festhalten, dass die Staatsschuldenthematik endgültig in der Mitte der Industriestaaten angekommen und nicht mehr nur ein Phänomen der ökonomischen Peripherie ist**: wirtschaftliche Stagnation, demographischer Wandel, deutlich gestiegene Kapitalmarktzinsen und die Kosten der Aufrüstung stellen Herausforderungen dar, die strukturell bedingt sind und daher nicht so schnell verschwinden werden. Ihr Scherflein trägt auch die Neuordnung der globalen politischen Ordnung dazu bei, auch wenn diese nach der Rückkehr von Donald Trump ins US-Präsidentenamt eine andere Dynamik zu entfalten scheint als in den Jahren davor.

**So oder so: Selbst die Industriestaaten müssen sich langsam, aber sicher mit dem Gespenst von Schuldenumstrukturierungen auseinandersetzen.**

# VOLATILITÄT DECKT RISIKEN AUF. GOLD ZEIGT STÄRKE.

Investieren Sie in das **reinste Schweizer Gold und Silber der Welt** oder lagern Sie Ihre Vermögenswerte im **sichersten Tresor der Welt**, dem **Kunden in über 90 Ländern** vertrauen.

## SPRECHEN SIE NOCH HEUTE MIT EINEM GOLD-EXPERTEN.

Egon von Greyerz

VON GREYERZ

www.vongreyerz.gold | contact@vg.gold | +41 4421362 45

# Status quo der Inflationstendenz

*The end game won't be deflationary.*

*Politically, it cannot be.*

**Jamie Dannhauser**

- **In den vergangenen 12 Monaten hielt sich die Inflationsrate sowohl in den USA als auch in der Eurozone wie von uns erwartet hartnäckig über 2%. Deutlicher auf erhöhtem Niveau verharrt die Kerninflationsrate.**
- **Auf beiden Seiten des Atlantiks ist es allen voran der Dienstleistungssektor, der zu den erhöhten Inflationsraten beiträgt.**
- **Die Einleitung des Zinssenkungszyklus macht sich bei der Geldmengenentwicklung bemerkbar, die seit geraumer Zeit wächst.**
- **Völlig neu gemischt wurden die Inflationskarten durch die von Präsident Donald Trump ausgelösten Zollkonflikte. Für die USA dürfte sich der Inflationsdruck erhöhen, für den Rest der Welt – zumindest kurzfristig – abschwächen. Allgemein dämpfend wirkt der markante Rückgang der Energiepreise.**
- **Wir gehen davon aus, dass die Inflationsvolatilität in den nächsten Quartalen hoch bleiben wird. Eine zweite Inflationswelle analog zu den 1970er-Jahren ist nicht auszuschließen.**
- **Das Incrementum Inflationssignal wies zuletzt eine auffallend hohe Dynamik an Wechseln auf. Das ist ein Spiegelbild der derzeit von erheblicher Unsicherheit geprägten Lage an den Finanzmärkten. Aktuell signalisiert es ein neutrales Inflationsumfeld.**

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

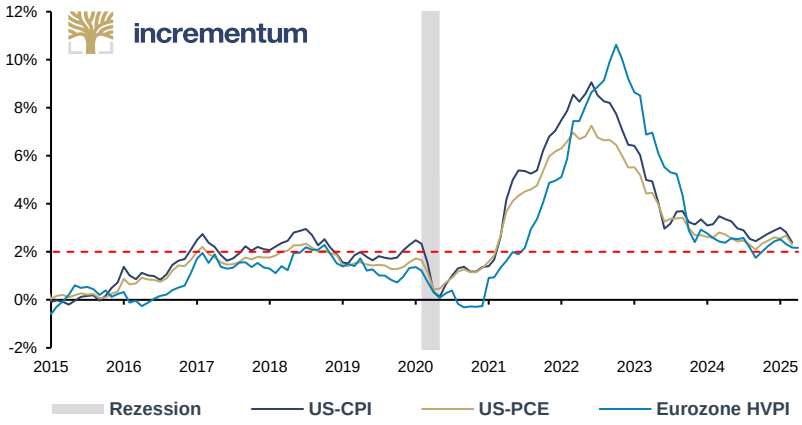
**Hartnäckig auf (leicht) erhöhtem Niveau – so lässt sich die Inflationsentwicklung der vergangenen 12 Monate in den USA und in der Eurozone kurz und bündig zusammenfassen.** Das war auch unsere Prognose im *In Gold We Trust*-Report „Das neue Gold-Playbook" aus dem vergangenen Jahr:

> *„Die jährliche (Gesamt-)Inflation bleibt unserer Auffassung nach 2024 sowohl in den USA als auch im Euroraum erhöht, d. h. deutlich über dem Inflationsziel von 2%. … Auch wenn die wirtschaftliche Eintrübung – wie gewünscht und aktuell in der Eurozone beobachtbar – dämpfend auf die Preise wirkt, ist das Risiko einer neuerlichen Beschleunigung der Inflation deutlich höher als ein dauerhaftes Unterschreiten des Inflationsziels."*

*Food is an essential part of a balanced diet.*
**Frank Lebowitz**

**In der Eurozone verzeichnete der HVPI auf Monatsbasis nur in einem Monat, im September 2024, einen Wert unter dem Inflationsziel von 2%.** In den USA fielen sowohl der CPI als auch der PCE kein einziges Mal unter die 2%-Marke. Das letzte Mal, als beide Inflationskonzepte den Zielwert von 2% unterschritten, war im Februar 2021 und damit vor mehr als 4 Jahren. Die Schnellschätzung für den April für die Eurozone sieht den HVPI mit 2,2% weiterhin über dem EZB-Zielwert.

**Diverse Gesamtinflationsraten, yoy, 01/2015–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

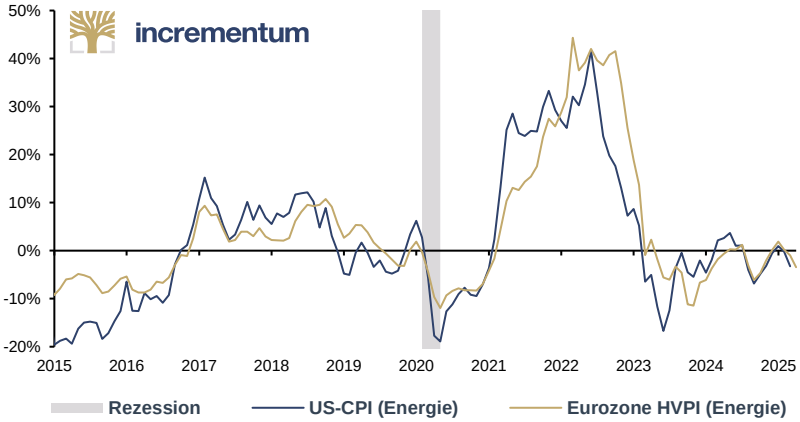
*The rules of the game for investors are changing and portfolios anchored to a belief in transitory inflation are dangerously exposed.*
**Jamie Dannhauser**

Auf Jahresbasis wurde für das Kalenderjahr 2024 eine Gesamtinflation von 2,9% (CPI) bzw. 2,6% (PCE) in den USA bzw. von 2,4% in der Eurozone verzeichnet. Grund zum ausgelassenen Jubeln bestand 2024 aber dennoch nicht. Denn trotz der Fortsetzung des disinflationären Trends haben sowohl die Federal Reserve als auch die EZB ihr Inflationsziel deutlich verfehlt. Dabei wurde die Gesamtinflationsrate dies- und jenseits des Atlantiks seit Anfang 2023 durch fallende Energiepreise entlastet. Die Ausgaben für Energie sind im US-CPI mit rund 6,2%, im HVPI für die Eurozone mit 9,4% gewichtet.

**Inflationstreibend wirkt in der Eurozone das Auslaufen der letzten staatlichen Entlastungsmaßnahmen aus den Jahren 2021 und 2022.** In den USA hat der kälteste Winter seit 10 Jahren bei den Energiepreisen seine Spuren hinterlassen. So waren per Ende Februar die *US Natural Gas Futures* im Jahresvergleich um 140% auf fast 5 USD pro MMBtu gestiegen. Der deutliche

Rückgang bei den Energiepreisen, insbesondere Öl, als Reaktion auf den von Donald Trump ausgelösten globalen Zollkonflikt dämpft seit Anfang April die Energiepreise deutlich und damit auch die Gesamtinflationsrate. So sind laut Schnellschätzung die Energiepreise in der Eurozone im April um 3,5% gefallen, wobei die starke Aufwertung des Euro zusätzliche Entlastung brachte.

**Inflationskomponente: Energie, yoy, 01/2015–03/2025**

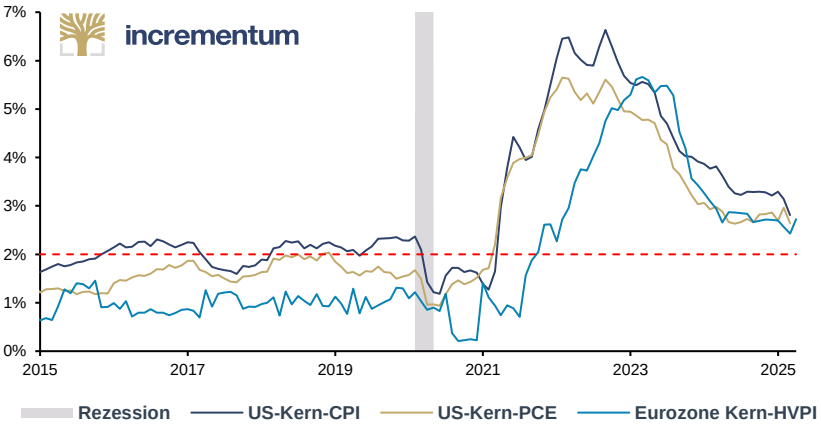



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Die Menschen müssen verstehen, dass man nicht ein wenig Inflation haben kann, weil ein wenig Inflation immer zu mehr Inflation führt und höhere Inflation unweigerlich zu noch höherer Inflation.*
**Friedrich August von Hayek**

**Folglich bewegt sich die Kerninflationsrate beständig auf einem höheren Niveau als die Gesamtinflationsrate.** Die Kerninflationsrate wird von den Zentralbanken herangezogen, um die Mittelfristigkeit des Inflationsziels ohne die mitunter stark volatilen Energie- und Lebensmittelpreise abzubilden. 2024 belief sich die Kerninflationsrate auf 3,2% (CPI), 2,8% (PCE) sowie 2,7% (HVPI). In den USA befindet sich die Kerninflationsrate des CPI damit seit April 2021 über 2% und der Kern-PCE (die von der Federal Reserve bevorzugte Inflationskennzahl) seit über 4 Jahren. In der Eurozone wird die 2%-Marke seit November 2021 und damit für mittlerweile rund 3 ½ Jahre übertroffen.

**Diverse Kerninflationsraten, yoy, 01/2015–03/2025**



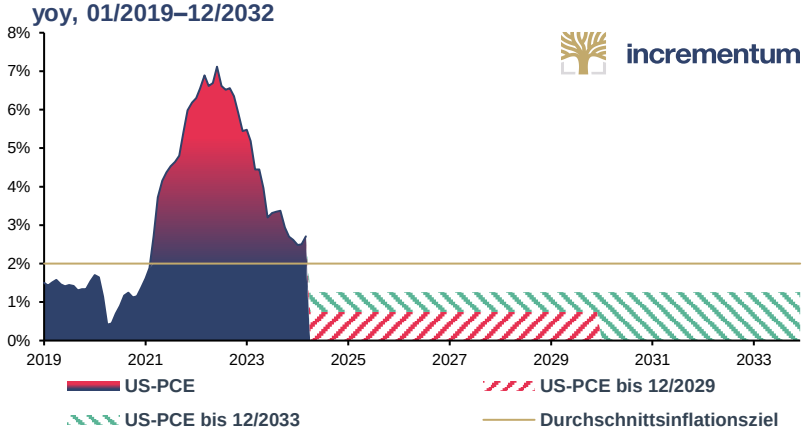

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*There are lies, damned lies, and statistics.*
**Mark Twain**

**Ein bemerkenswertes Detail am Rande:** Dass die Federal Reserve seit August 2020 ihr Inflationsziel von 2% im Durchschnitt erreichen möchte, interessiert heute niemanden mehr. Das ist nichts anderes als eine verdeckte Erhöhung des US-Inflationsziels. Denn eigentlich müsste die Federal Reserve nach Jahren mit einer Inflationsrate von deutlich über 2% nun für mehrere Jahre eine

Inflationsrate von deutlich *unter* 2% anstreben, um das Inflationsziel von durchschnittlich 2% zu erreichen.

**US-PCE erforderlich zur Erfüllung des Durchschnittsinflationsziels, yoy, 01/2019–12/2032**



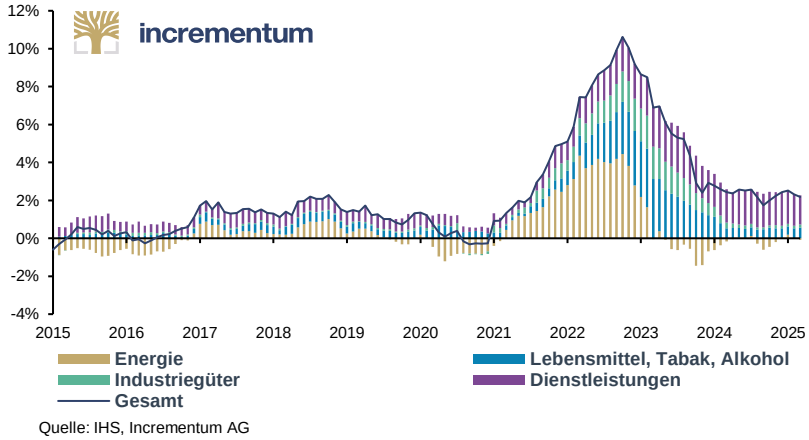

Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Der Dienstleistungssektor treibt aktuell die Inflation

*What we have here is a faster increase in price inflation and a decline in the rate of growth in the production of goods. But this is exactly what stagflation is all about, i.e., an increase in price inflation and a fall in real economic growth.*
**Frank Shostak**

**Dies- und jenseits des Atlantiks treiben vor allem Dienstleistungen die Preise an.** Zwar boomt der Tourismus, doch steigen die Umsätze weniger stark als die Nächtigungen, weil viele Reisende bei den Ausgaben sparen. Gleichzeitig führt die (verzögerte) Anhebung der Löhne im Dienstleistungssektor zu einer Preis-Lohn-Spirale. Verstärkt wird dies durch Insolvenzen und Betriebsaufgaben, die das Angebot verknappen und damit zusätzliche Preisschübe auslösen. Allerdings dämpft die schwache reale Pro-Kopf-Kaufkraft die Teuerung etwas. **Zudem bremst im Euroraum die schwächelnde Industriekonjunktur den allgemeinen Preisauftrieb.**

**Eurozone HVPI, Beiträge der Komponenten und gesamt, 01/2015–03/2025**




Quelle: IHS, Incrementum AG

## Wahltag war Zahltag

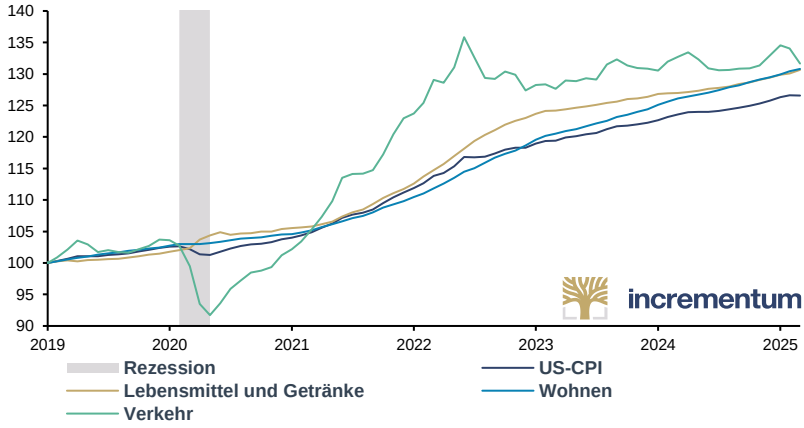
2024 war das Jahr der Wahlen. Fast die halbe Weltbevölkerung wurde für Parlaments- oder Präsidentschaftswahlen zu den Urnen gerufen. Der Wahlausgang in Deutschland entsprach dem allgemeinen Trend des langen Superwahljahres

2024: Die Regierungsparteien verloren (deutlich) an Stimmen, die Opposition gewann.

*The problem with political jokes is they get elected.*
**Louis C.K.**

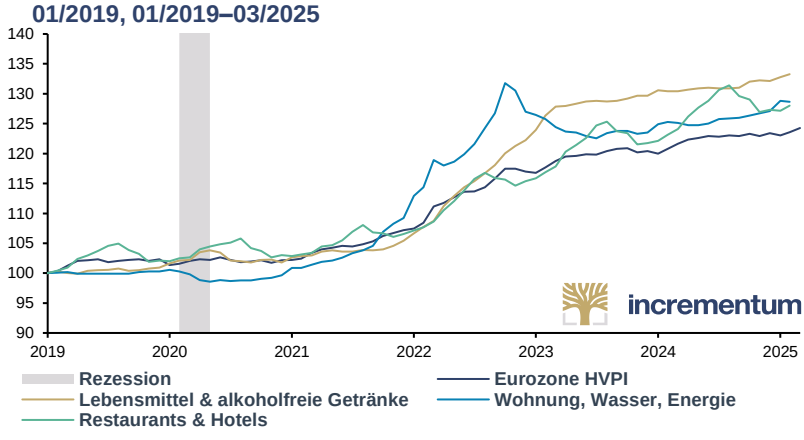
Auf den ersten Blick mag es ein wenig überraschend sein, dass die Inflation auch bei jenen Wahlen einen entscheidenden Einfluss auf den Wahlausgang nehmen konnte, bei denen die Inflationsraten bereits deutlich gefallen waren. Allerdings waren zum einen die Inflationsraten in nahezu allen Ländern mit Wahlen noch deutlich erhöht. Zum anderen hat das stark gestiegene Preisniveau einen maßgeblichen Einfluss auf die Wahrnehmung des Kaufkraftverlustes. Insbesondere beim Kauf täglicher Güter wird der Konsument regelmäßig daran erinnert, wie stark sich das Preisniveau erhöht hat. Dass die Einkommen ebenfalls gestiegen sind, wenn auch mit Verzögerung, kann diesen Effekt des höheren Preisniveaus nicht kompensieren. Wie stark für einzelne Produktgruppen das Preisniveau angestiegen ist, zeigen die beiden folgenden Charts, einmal für die USA und einmal für die Eurozone.

**US-CPI und diverse US-CPI-Unterkategorien, 100 = 01/2019, 01/2019–03/2025**




Quelle: BLS, Incrementum AG

**Eurozone HVPI und diverse Eurozone HVPI-Unterkategorien, 100 = 01/2019, 01/2019–03/2025**




Quelle: IHS, Incrementum AG

*If inflation continues to soar, you're going to have to work like a dog just to live like one.*
**George Gobel**

**Der Inflationsschub der vergangenen Jahre hat somit seinen Tribut eingefordert – und auch erhalten.** Von den Konsumenten in Form einer gesunkenen Kaufkraft ihrer Einkommen und von den Regierenden in Form von substanziellen Stimmenverlusten bei Wahlen, die häufig zu einem Regierungswechsel führten.

*The wage-price spiral is the manifestation of inflation, not its cause.*
**Milton Friedman**

**Der Chart legt zudem nahe, dass sich die gefürchtete Preis-Lohn-Spirale ebenfalls dreht.** Da die Lohnerhöhungen erst mit Verzögerung auf den Inflationsschub folgten, waren in den vergangenen Quartalen vielfach deutliche Reallohnzuwächse zu verzeichnen, die nachfragewirksam wurden, insbesondere im Dienstleistungssektor. Vorübergehend dämpfend wirkt hingegen der Anstieg der Sparquote. Im Euroraum befindet sich diese mit über 15% mittlerweile deutlich über dem Vor-Corona-Niveau, während sie in den USA mit unter 5% unter dem Vor-Corona-Niveau liegt.

## Quo vadis, Inflation?

*There is nowadays a very reprehensible, even dangerous, semantic confusion that makes it extremely difficult for the non-expert to grasp the true state of affairs. Inflation, as this term was always used everywhere and especially in [the United States], means increasing the quantity of money […]. But people today use the term "inflation" to refer to the phenomenon that is an inevitable consequence of inflation, that is the tendency of all prices and wage rates to rise.*
**Ludwig von Mises**

**Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie legen großen Wert auf die Unterscheidung zwischen Inflation und Teuerung bzw. Geldmengeninflation und Preisinflation.** Im alltäglichen Sprachgebrauch ist diese fundamentale Unterscheidung ebenso wenig anzutreffen wie unter Ökonomen. Dabei wäre eine konsequente sprachliche Unterscheidung zwischen dem monetären Unterfutter – der Geldmengeninflation – und der unausweichlichen Folge einer übermäßigen Geldmengenausweitung – Preisinflation bzw. Teuerung – immens wichtig, um Ursache und Wirkung voneinander zu trennen.

**Vor diesem Hintergrund wollen wir auch dieses Jahr die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Inflationsentwicklung analysieren.** Beginnen wollen wir mit den monetären Inflationsfaktoren. Die Geldmengenentwicklung – im engeren Sinn die von den Zentralbanken direkt kontrollierte Geldmenge M0, im weiteren Sinne die von den Zentralbanken und den Geschäftsbanken bzw. dem gesamten Finanzsystem gemeinsam geschöpften Geldmengenaggregate M1, M2, M3 – bietet den Unterzunder, ohne den eine strukturelle Minderung der Kaufkraft nicht denkbar ist.

### Monetäre Inflationsfaktoren

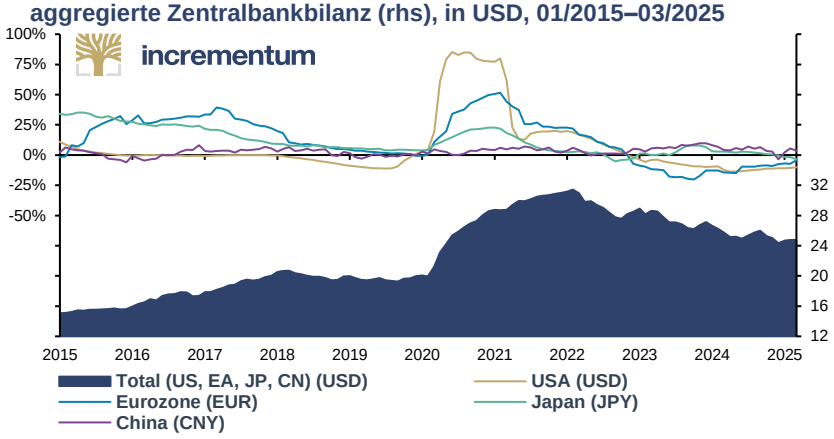
Auch wenn die Preisinflation nicht-monetäre Gründe haben kann (z. B. die Erhöhung von indirekten Steuern, Verknappungen des Güterangebots durch Handelsbeschränkungen oder Kriege etc.), so werden diese Aspekte heute im Allgemeinen deutlich überbetont, während die Geldmengenentwicklung in der Analyse eine vernachlässigte Rolle fristet.

*Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output.*
**Milton Friedman**

Speziell die EZB richtet ihre Aufmerksamkeit immer weniger auf jenen Faktor, den sie zumindest teilweise unter Kontrolle hat, d. h. die (Zentralbank-)Geldmenge, und stattdessen verstärkt auf (wirtschafts-)politische Faktoren. **Man könnte das auch als Verantwortungsabschiebung bezeichnen.** Angesichts der dramatischen Fehleinschätzung im Kernkompetenzbereich der Inflationsentwicklung in den Jahren 2021 und 2022 – man erinnere sich an Madame Lagardes Fehlcharakterisierung des Inflationsschubs als „Hügel"–, kommt ein derartiges Ablenkungsmanöver nicht überraschend.

**Werfen wir nun einen Blick auf die Entwicklung der Zentralbankbilanzen.** Von den führenden vier Zentralbanken – Federal Reserve, EZB, BoJ und PBoC – wächst in Landeswährung aktuell nur die Bilanzsumme der PBoC, während in den USA, in Japan und im Euroraum das QT die Bilanzsummen verkürzt hat. Die aggregierte Zentralbankbilanz dieser vier Zentralbanken in US-Dollar setzt ihren seit 2022 anhaltenden Abwärtstrend fort. Die aggregierte Bilanzsumme ist allerdings weiterhin auf einem Niveau, das über jenem aus Vor-Corona-Zeiten liegt.

**Diverse Zentralbankbilanzen (lhs), yoy in Landeswährung, und aggregierte Zentralbankbilanz (rhs), in USD, 01/2015–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*To me, for QE to be beneficial on net, there has to be asymmetry in the effects of QE relative to QT.*
**Christopher J. Waller**

**QT betreibt die Federal Reserve bereits seit Juni 2022.** Seit dem Allzeithoch im April 2022 hat die Federal Reserve ihre Bilanzsumme um ein Viertel reduziert. Mit 6,7 Bill. USD war die Bilanzsumme am Ende von Q1/2025 so niedrig wie seit Mai 2020 nicht mehr. Damit entspricht die Bilanzsumme der Federal Reserve rund 22,5% des US-BIP, in der Spitze waren es mehr als 35%.

Bislang gelang das QT – auch für uns durchaus überraschend – nahezu ohne größere Probleme, abgesehen von den drei Bankencrashs im März 2023. Das zur Stabilisierung des Bankensektors aufgelegte *Bank Term Funding Program* (BTFP) unterbrach QT für einige wenige Quartale und ist mittlerweile bereits völlig abgewickelt.

*The decision to slow the pace of runoff does not mean that our balance sheet will ultimately shrink by less than it would otherwise, but rather allows us to project the ultimate level more gradually.*
**Jerome Powell**

**Im Rahmen der FOMC-Sitzung am 18./19. März wurde in Hinblick auf QT eine neue Devise – „slower for longer" – bekanntgegeben.** Mit April wurde das Reduktionstempo bei den US-Treasuries deutlich von 25 Mrd. USD auf 5 Mrd. USD pro Monat reduziert.

Die EZB reduzierte ihre Anleihebestände aus dem *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) zunächst ab Juli 2024 um monatlich 7,5 Mrd. EUR, mit 17. Dezember 2024 stellte die EZB jegliches Reinvestment von auslaufenden Anleihen aus dem PEPP ein. Damit verkürzt sich die Bilanzsumme der EZB seither allmonatlich um den Betrag der auslaufenden Anleihen. Aktuell hält die EZB noch immer rund 1,5 Bill. EUR aus dem PEPP in ihren Büchern.

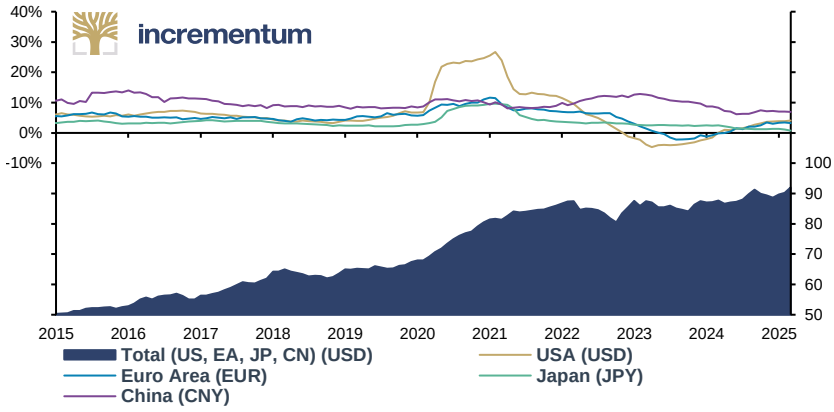
**Die BoJ hat Ende Juli 2024 ihren QT-Plan bekanntgegeben.** Dieser sieht eine beständige Beschleunigung der Verkürzung der Bilanzsumme bis in Q1/2026

vor, die im August 2024 ihr Hoch bei über 750 Bill. JPY erreichte. Zugleich wird der Ankauf von japanischen Staatsanleihen sukzessive zurückgefahren und soll sich bis Q1/2026 halbieren. Schließlich hat die BoJ im Oktober 2023 die Zinskurvenkontrolle aufgegeben. Per Ende März hat die BoJ ihre Bilanzsumme um knapp 5% reduziert.

*Inflation is not a problem for this time as near as I can figure. Right now, M2 does not really have important implications. It is something we have to unlearn.*
**Jerome Powell**

**Anders sieht die Entwicklung bei der breiten Geldmenge M2 aus.** Nach der Schrumpfung in den USA und im Euroraum 2023 weitet sich M2 nun wieder mit über 3% im Jahresvergleich aus. In China ist aufgrund der zahlreichen Konjunkturstützungsmaßnahmen das Wachstum mit rund 7% deutlich höher, in Japan mit etwas über 1% gedämpfter. Das globale Liquiditätswachstum in US-Dollar wächst mit starken Schwankungen infolge der markanten Bewegungen auf den Devisenmärkten aktuell mit über 3% im Jahresvergleich.

**M2 für diverse Länder (lhs), yoy in Landeswährung, und aggregierte M2-Geldmenge M2 (rhs), in USD, 01/2015–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Administrativ-bürokratische Inflationsfaktoren

*I do not think it is an exaggeration to say history is largely a history of inflation, usually inflations engineered by governments for the gain of governments.*
**Friedrich August von Hayek**

**Die in die Inflationsbemessung einfließenden Preise sind Brutto-Preise. Veränderungen bei indirekten Steuern und Abgaben schlagen damit auf die Brutto-Preise und die Inflationsrate durch.** Diese Form der Inflation ist sozusagen hausgemacht. Wie stark dieser Effekt ist, hängt von der Steuerinzidenz ab. Können die Unternehmen höhere Steuern und Abgaben an die Kunden weitergeben oder müssen sie diese selbst schultern. Einer der aktuell prominentesten administrativ-bürokratischen Inflationsfaktoren sind jene Steuern und Abgaben, die die $CO_2$-Emissionen senken sollen.

Während in den USA mit dem Ausstieg aus dem Pariser Klimaabkommen und der geplanten Ausweitung der Ölförderung um 3 Mio. Barrel pro Tag das Ziel günstigerer Energiepreise verfolgt wird, hält die EU unbeirrt an ihrem Ziel der Klimaneutralität bis 2050 fest. Zu diesem Zweck wird ab 2027 das *Emission Trading System II* (ETS-II) wirksam werden. Die Vorbereitungsarbeiten laufen seit Jahresbeginn. Ein Bericht des *Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestags* zeigt, dass verschiedenste Studien einen Preis der entsprechenden $CO_2$-Zertifikate zum Zeitpunkt der Ausweitung von bis zu 300 EUR erwarten. Per Ende März liegt der Preis bei etwas unter 70 Euro. Zusammen mit dem als

Schutzmaßnahme eingeführten Klimazoll, dem *Europäischen CO2-Grenzausgleichssystem* (CBAM), wird diese Klimaschutzmaßnahme direkt und indirekt inflationsfördernd wirken; direkt durch die Verteuerung der Energie, indirekt durch die Schwächung des Wirtschaftsstandorts und die damit einhergehende Minderproduktion.

## Inflationsschub durch US-Zölle?

*It can be the case that it's appropriate sometimes to look through inflation if it's going to go away quickly without action by us – if it's transitory. And that can be the case in the case of tariff inflation.*
**Jerome Powell**

**In den USA ist eine intensive Debatte darüber entbrannt, ob die Einführung von Zöllen Auswirkungen auf die US-Inflationsrate haben wird.** In ihren Extrempositionen finden sich in dem einen Lager jene, die davon ausgehen, dass Zölle immer und ausschließlich von den Konsumenten getragen werden. Auf der anderen Seite stehen jene, die unter Verweis auf die Erfahrungen sowohl des 19. Jahrhunderts als auch unter Verweis auf die Entwicklung des CPI während der ersten Amtszeit Trumps argumentieren, dass die Einführung von Zöllen die Inflation nicht befeuert hat – tatsächlich gab die Inflation in der ersten Amtszeit Trumps nach – und nun daher ebenfalls nicht befeuern werde. Die Zölle würden nämlich von den Produzenten oder Importeuren getragen werden und es wäre somit das Ausland, das durch die Einführung von Zöllen besteuert würde.

Finanzminister Scott Bessent vertritt das dritte Lager, das einen einmaligen Inflationsschub – infolge des Basiseffekts – erwartet, aber keine dauerhafte Erhöhung der Inflationsrate: „Nothing is more transitory than tariffs if it's a one-time price adjustment. [...] I'm not worried about inflation." Jerome Powell schloss sich in der Pressekonferenz nach dem FOMC-Zinsentscheid Mitte März dieser Einschätzung an. Mit dem Wort *transitory* haben die US-Amerikaner in jüngster Vergangenheit allerdings bereits eher schlechte Erfahrungen gemacht.

*Inflation is bringing us true democracy. For the first time in history, luxuries and necessities are selling at the same price.*
**Robert Orben**

**Kurzfristig dürfte die Zollpolitik von Donald Trump in den USA inflationär wirken, infolge der Verteuerung der Importe und des Rückgangs der Importmenge, im Rest der Welt dagegen disinflationär durch das Überangebot infolge sinkender Exporte in die USA.** In der EU wurde nach dem Ausbruch des Zollkriegs der USA mit China umgehend die Sorge geäußert, dass China seine Warenströme nun in die EU umzulenken versuchen werde.

**Die deutliche Abwertung des US-Dollars verstärkt den jeweiligen Trend.** Der Effekt dürfte im Rest der Welt stärker ausfallen, da viele Länder netto Energie importieren und Energie noch immer meist in US-Dollar gepreist wird. Das dürfte den Zentralbanken im Rest der Welt das Fenster für weitere Zinssenkungen eröffnen, während die Federal Reserve diesbezüglich schlechtere Karten in der Hand haben dürfte. Die Märkte preisen per Ende April allerdings insgesamt 4 (!) Zinssenkungen bis zum Jahressende ein.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Und auch wir gehen davon aus, dass der breite und dauerhafte Einsatz von Zöllen kurz- und mittelfristig eine inflationäre Wirkung ausüben wird, d. h. die Teuerung wird höher ausfallen, als es ohne die Einführung von Zöllen der Fall gewesen wäre. **Dies liegt schlicht daran, dass die schwindende Arbeitsteilung zu einem sinkenden Produktangebot führen wird und damit zu höheren Preisen.**

## Aufrüstung als Inflationstreiber

*Peace is deflationary, wars are inflationary.*
**Louis-Vincent Gave**

**Bei einer breit angelegten Aufrüstung sind inflationäre Effekte nahezu unvermeidbar.** Schließlich tritt die Rüstungsnachfrage in Konkurrenz zur Kapital- und Konsumgüterproduktion. Das trifft umso mehr zu, wenn die Aufrüstung schuldenfinanziert ist. Auf EU-Ebene wurden die Defizitregeln für vier Jahre aufgeweicht und darüber hinaus sollen 150 Mrd. EUR durch die EU-Kommission im Rahmen des Programms *ReArm Europe/Readiness 2030* aufgenommen werden. Damit sollen EU-weit insgesamt 800 Mrd. EUR mobilisiert werden. In Deutschland hofft man, den beginnenden Kahlschlag in der Automobilindustrie durch den Aufbau militärischer Produktionskapazitäten aufzufangen. **Panzer statt Autos – so lautet die Devise.** Doch der demographische Wandel wird das Arbeitskräfteangebot in den kommenden Jahren deutlich verknappen und damit den Inflationsdruck verstärken. Das Arbeitsangebot ebenfalls verknappen würde eine Ausweitung bzw. eine Wiedereinführung der Wehrpflicht, ebenso die Anwerbung von Berufssoldaten.

*We are not going to spend our way to prosperity. Prosperity comes from free markets and free people.*
**John Cochrane**

**Die große Bedeutung der Staatsfinanzen für die Inflationsdynamik betont die sogenannte *Fiskaltheorie des Preisniveaus* (engl. *Fiscal Theory of the Price Level* (FTPL)).** Ein wichtiger Vertreter der FTPL ist der renommierte US-Ökonom John Cochrane. Im Unterschied zum Monetarismus erklärt dieser theoretische Rahmen erhöhte Inflationsraten nicht anhand einer zu starken Ausweitung der Geldmenge, sondern macht die Fiskalpolitik dafür verantwortlich. Die Inflation würde immer dann zulegen, wenn sich die Auffassung durchsetzt, dass der Staat seine künftigen Verpflichtungen nicht mehr vollumfänglich wird bedienen können. Technisch ausgedrückt: Inflation tritt auf, wenn der Barwert der künftigen Staatsausgaben über dem Barwert der künftigen Staatseinnahmen liegt. Anders formuliert: Die Bürger und Anleger vertrauen nicht mehr darauf, dass der Staat etwaige Defizite in der Gegenwart durch Überschüsse in der Zukunft wird ausgleichen können.

*What history shows is that inflation is often a collective behavioral phenomenon—with all the non-linear dynamics that implies. If we think of it [… from the perspective of the FTPL] a confidence crisis like this occurs suddenly, rather than in a predictable, mechanistic manner. Think tipping points.*
**Henry Maxey**

**Die praktische Konsequenz für den Anleger ist, dass nicht allein die absolute Höhe der Staatsverschuldung für die Bewertung der Kreditwürdigkeit entscheidend ist, sondern auch das Vertrauen in den Staat, die künftigen Schulden zurückzahlen zu können.** Das wiederum hat konkrete Folgen für die (künftige) Inflationsrate. Denn, so die FTPL, die – von den Zentralbanken emittierte – Geldmenge sollte wie eine ewige, unverzinste Anleihe betrachtet werden.

Angesichts der aktuellen staatlichen Vielfachbelastung – Alterung, Zuwanderung, grüne Transformation, Aufrüstung, höhere Zinsbelastung – scheint es naheliegend, dass die Finanzierungsschwierigkeiten vieler Staaten zunehmen und damit – zumindest nach Ansicht der FTPL – auch die Inflation.

**Ein eindringliches Beispiel für die hochinflationären Folgen einer „Butter-und-Kanonen"-Politik sind die 1960er-Jahre.** Lyndon B. Johnson, Nachfolger des ermordeten John F. Kennedy, baute nicht nur den Sozialstaat im Rahmen des *Great-Society*-Projekts deutlich aus, sondern trat 1964 auch in den Vietnam-Krieg ein, was einen deutlichen Anstieg der Militärausgaben zur Folge

hatte. Folglich legte die Inflation in den USA bereits in der zweiten Hälfte der 1960er-Jahre auf Jahresbasis von knapp über 1% auf über 5% im Jahr 1969 zu.

## Realwirtschaftliche Faktoren – strukturell und akut

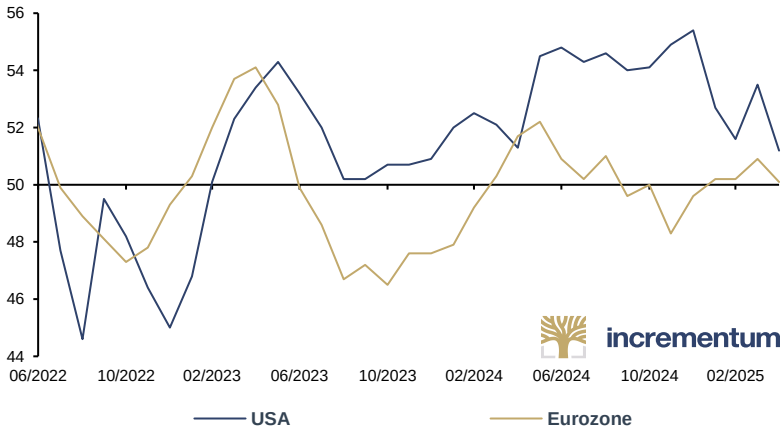
### Konjunkturentwicklung

**Donald Trump und Finanzminister Scott Bessent haben mehrfach betont, dass sie gewillt seien, eine kurzfristige Detox-Rezession in Kauf zu nehmen.** Aktuell deutet vieles darauf hin, dass zumindest eine deutliche Abkühlung der US-Konjunktur unvermeidlich ist. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) weist deutlich nach unten, auch aufgrund der Unsicherheiten im Zuge des Handelskonflikts und der jedenfalls kurzfristigen negativen Auswirkungen der Zölle.

*There is never a good war or a bad peace.*
**Benjamin Franklin**

In der Eurozone dümpelt der Einkaufsmanagerindex seit gut einem Jahr entlang der 50-Punke-Linie, der Grenze zwischen Expansion (>50) und Kontraktion (<50). Zumindest kurzfristig könnte die – schuldenfinanzierte – Aufrüstung die Wirtschaftsentwicklung ankurbeln, allerdings von einem sehr bescheidenen Niveau ausgehend. Das wäre aber nur dann der Fall, wenn die zusätzlichen Rüstungsausgaben zum überwiegenden Großteil in der Eurozone nachfragewirksam werden. Das scheint angesichts der fehlenden Kapazitäten in der Rüstungsindustrie eher unwahrscheinlich.

**EMI-Gesamtindex, 06/2022–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

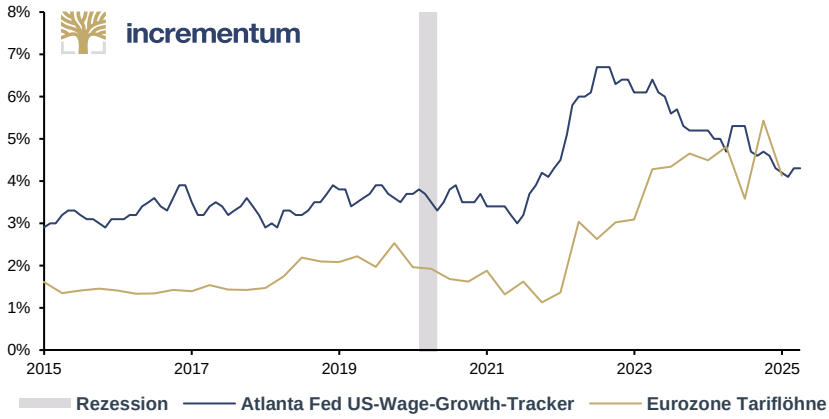
### Lohnentwicklung

*Inflation is like a bad neighbour, once he shows up, only thing to get rid of him is for you to move.*
**Zack Howard**

Die Nominallohnentwicklung in den USA und im Euroraum ist signifikant höher als noch vor der Inflationswelle. Das hängt zum einen mit der zeitlich verzögerten Anpassung von Löhnen an die Inflationsrate zusammen. In den USA dürfte infolge der deutlich verschärften Einwanderungspolitik und der dadurch bedingten Verknappung des Arbeitskräfteangebots der Lohndruck im unteren Einkommenssegment zunehmen. Insbesondere in Deutschland dürften angesichts der Tatsache, dass 2025 das dritte Jahr in Folge eine Rezession droht, die Lohnverhandlungen sehr schwierig werden. Strukturell wird der demographische

Wandel die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stärken[20] und damit für vergleichsweise hohe Lohnabschlüsse sorgen.

**Atlanta Fed US-Wage-Growth-Tracker und Eurozone Tariflöhne, 01/2015–03/2025**




Quelle: EZB, Federal Reserve Atlanta, LSEG, Incrementum AG

## Künstliche Intelligenz als Disinflationstreiber?

*AI could be deflationary. This is one of the impacts of this technology that is most underappreciated and misunderstood by investors.*
**Sam Altman**

**Mit Sicherheit hat die KI das Potenzial, die Produktivität in vielen Arbeitsprozessen zu steigern.** Wie bei unzähligen anderen Erfindungen wird der Implementierungsprozess allerdings einiges an Zeit benötigen, wie etwa bei den Computern und dem Internet. Eine dämpfende Wirkung auf die Inflation infolge steigender Produktivität ist jedoch zu erwarten, insbesondere mittel- und langfristig. Kurzfristig könnte der hohe Energiebedarf von KI-Systemen – Microsoft kündigte die Reaktivierung des AKW Three Mile Island an – auch inflationäre Effekte auslösen.

*There is only one field where the European Union still leads the world: regulation.*
**Greg Ip, Wall Street Journal**

**Bezeichnend für das Selbstverständnis der EU ist folgende Episode:** Während die USA, China und weitere Staaten KIs entwickeln und über die Chancen einer breiten Implementierung der KI diskutieren, feierten sich die EU-Institutionen für das weltweit erste KI-Gesetz.

## Inflationserwartungen – USA

*I never think of the future - it comes soon enough.*
**Albert Einstein**

**Investoren steht mittlerweile ein reiches Spektrum an Kennzahlen zur Verfügung, die die kurz-, mittel- und langfristigen Inflationserwartungen abbilden.** Diese lassen sich in marktbasierte und umfragebasierte Inflationserwartungen aufteilen.

### Marktbasierte Inflationserwartungen

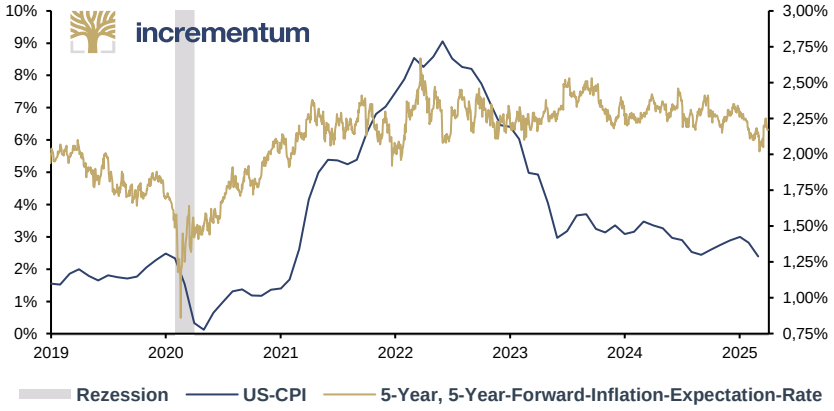
#### 5-year, 5-year-Inflationserwartungen

Die sehr langfristigen Inflationserwartungen befinden sich seit Herbst 2023 in einem Abwärtstrend, der sich in Q1/2025 spürbar beschleunigt hat. Ihren vorläufigen Tiefstwert nur knapp über der 2,0%-Marke erreichten sie in den Tagen vor dem *Liberation Day*, als diese Inflationserwartungen um 16 Basispunkte abstürzten, um danach kräftig um 23 Basispunkte in die Höhe zu schießen. Alles in

[20] Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber", In Gold We Trust-Report 2021

allem sind die Daten jedoch so zu interpretieren, dass die Marktteilnehmer vollstes Vertrauen in die Federal Reserve – und in die US-Wirtschaftspolitik – haben.

**US-CPI (lhs), und 5-Year, 5-Year-Forward-Inflation-Expectation-Rate (rhs), yoy, 01/2019–04/2025**



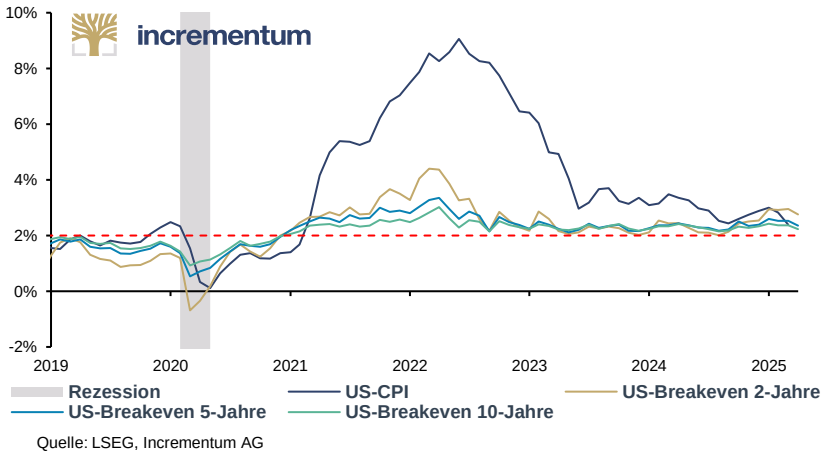

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*I have had to revise my formula for happiness. I used to think it was reality minus expectations. But that needs to be modified to reality minus the right expectations.*
**Vitaliy Katsenelson**

### Breakeven-Rate

Die Breakeven-Inflationsrate gibt die Inflationsrate an, die erforderlich ist, damit der Kauf einer inflationsgebundenen Anleihe mindestens den gleichen Realzins abwirft wie der Kauf einer herkömmlichen Anleihe. Die Breakeven-Raten für 5 und 10 Jahre befinden sich gemessen am Inflationsziel der Federal Reserve von 2%, auf leicht erhöhtem Niveau, mit fallender Tendenz. Dasselbe gilt mittlerweile wieder für die 2-jährige Breakeven-Rate, nachdem diese zwischenzeitlich einen leichten Anstieg verzeichnete. Ein sichtbarer Unterschied zu den mittel- und langfristigen Breakeven-Raten besteht weiterhin. Damit erwartet der Markt kurzfristig eine höhere Inflation als mittel- und langfristig. **Die Prognosekraft der Breakeven-Raten ist allerdings nicht sehr hoch, wie der Vergleich mit der tatsächlichen Inflationsentwicklung zeigt.**

**US-CPI, yoy, und diverse US-Breakeven-Rate, 01/2019–04/2025**



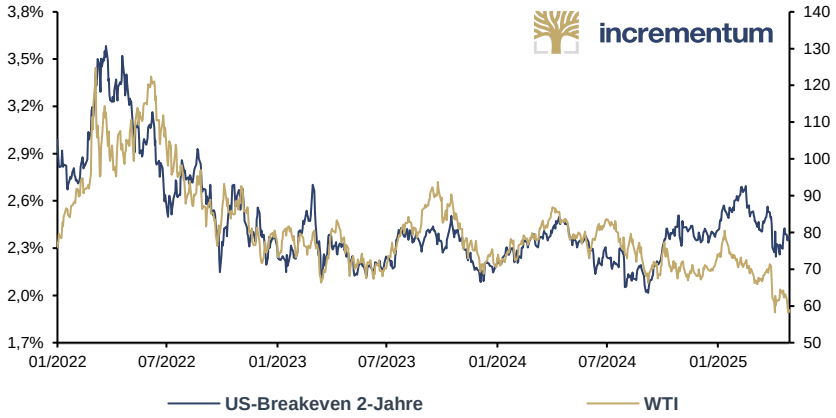

Quelle: LSEG, Incrementum AG

### 5-year-Breakeven-Rate und der Ölpreis

Seit September 2024 besteht eine deutliche Divergenz zwischen dem Ölpreis und der 2-jährigen Breakeven-Rate, die sonst eng positiv miteinander korrelierten. Orientiert man sich an der 2-jährigen Breakeven-Rate, müsste der WTI-Preis

ungefähr bei 80 USD liegen, nimmt man den Ölpreis als Orientierungsmarke, müsste die 2-jährige Breakeven-Rate um mehr als 50 Basispunkte niedriger liegen.

**US-Breakeven 2-Jahre (lhs), und WTI (rhs), in USD, 01/1970–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

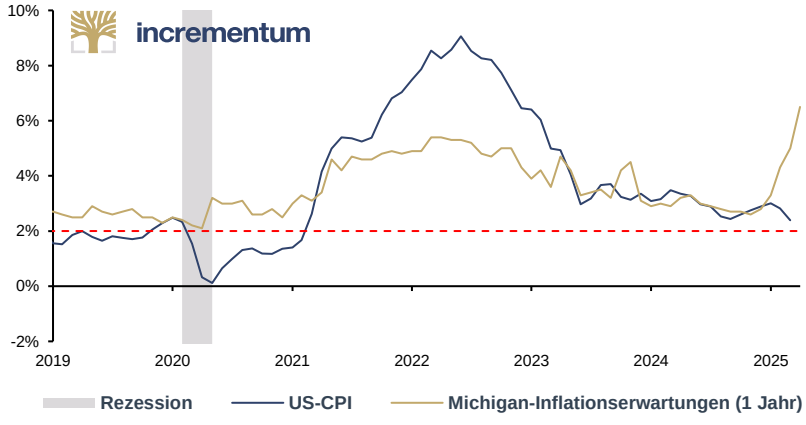
## Umfragebasierte Inflationserwartungen

### Inflationserwartungen University of Michigan

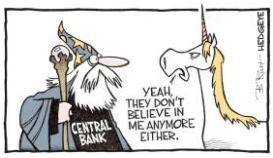
*The greatest obstacle to discovery is not ignorance – it is the illusion of knowledge.*
**Daniel J. Boorstin**

Die kurzfristigen Inflationserwartungen befinden sich seit den Wahlen im November 2024 in einem steilen Anstieg und liegen per April bereits 6,5%. Vor einem Jahr waren sie noch halb so hoch. Für die vergangenen 45 Jahre ist das ein deutlich überdurchschnittlicher Wert. Die Inflationserwartungen sind im Vergleich zur tatsächlichen Inflationsentwicklung vergleichsweise rigide und lagen selbst in der Inflationswelle meist sogar deutlich unter den tatsächlichen Inflationswerten. Auch die langfristigen Inflationserwartungen sind im Jahresvergleich kräftig gestiegen, um 1,4 Prozentpunkte auf 4,4%.

**US-CPI und Michigan-Inflationserwartungen (1 Jahr), yoy, 01/2019–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG




Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

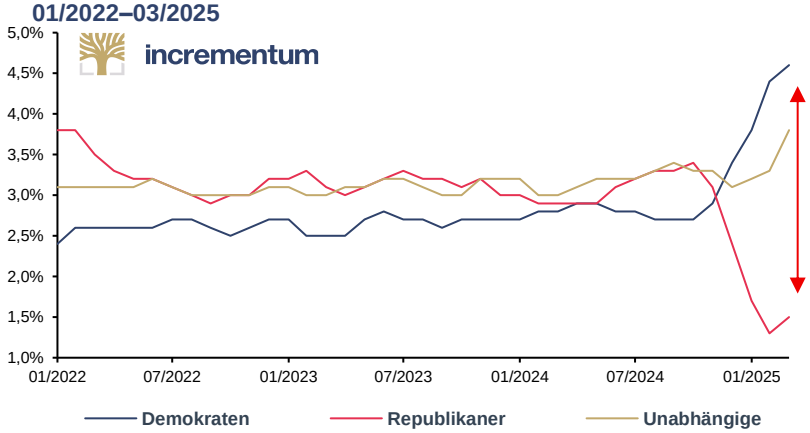
Eine im Februar publizierte NBER-Studie von Kuang, Weber und Xie mit dem Titel „Central Bank Communication with the Polarized Public“ belegt den starken Einfluss von Parteipräferenzen auf das Vertrauen in die Federal Reserve und damit die Inflationserwartung. Die Frage, ob die Federal Reserve, von den US-Amerikanern als unabhängige Institution angesehen wird, hängt nicht nur von der

Parteizugehörigkeit ab, sondern auch davon, ob die Federal Reserve als Teil der *Eigengruppe* (engl. *in-group*) oder der *Fremdgruppe* (engl. *out-group*) wahrgenommen wird. Das Vertrauen in die Federal Reserve ist höher, wenn die Federal Reserve als Teil der eigenen Gruppe wahrgenommen wird. **Und ein höheres Vertrauen korreliert mit niedrigeren Inflationserwartungen.**

*The human understanding when it has once adopted an opinion... draws all things else to support and agree with it.*
**Francis Bacon**

**Das wirkt sich direkt auf die Inflationserwartungen aus und stellt deren Aussagekraft stark in Frage.** Die Anhänger jener Partei, die den Präsidenten stellt, weisen eine signifikant niedrigere Inflationserwartung auf als die Anhänger der im Präsidentschaftswahlkampf unterlegenen Partei, mit den Unabhängigen in der Mitte. Mit 43% (2024) stellen die Unabhängigen die größte Gruppe, jeweils 28% bezeichnen sich als Republikaner bzw. Demokraten. Zieht man deren, nicht von Parteipolitik geprägten Erwartungen als im wahrsten Sinne des Wortes unparteiische Einschätzung heran, so hat sich mit dem Jahreswechsel und damit mit dem Amtsantritt von Donald Trump die Inflationserwartung von disinflationär auf inflationär gedreht.

**Michigan-Inflationserwartungen (5 Jahre), nach Parteipräferenz, 01/2022–03/2025**




Quelle: University of Michigan, Incrementum AG

Diese von den Machtverhältnissen stark abhängigen Inflationserwartungen zeigen aber auch, dass die Federal Reserve grundsätzlich als nicht von der Politik unabhängige Institution wahrgenommen wird.

## Inflationserwartung Eurozone

*I don't mind going back to daylight saving time. With inflation, the hour will be the only thing I've saved all year.*
**Victor Borge**

**In der Eurozone verharren per März die Inflationserwartungen über die kommenden 12 Monate mit 2,9% und über die kommenden 3 Jahre mit 2,5% klar über dem Inflationsziel der EZB.** Über beide Zeithorizonte liegt der Medianwert deutlich über dem Mittelwert, die Inflationserwartungen sind also deutlich rechtsschief. Der Durchschnittswert beträgt für die kommenden 12 Monate 4,7%, für die nächsten 3 Jahre 4,5%. Die Tendenz ist bei allen Werten entweder gleichbleibend oder leicht ansteigend.

**Der *ECB Survey of Professional Forecasters* ist hinsichtlich** der Inflationsentwicklung deutlich optimistischer. Für 2025, 2026, 2027 und langfristig (2029) wird eine Inflationsrate von jeweils um oder sogar genau 2,0%

erwartet. Die Ökonomen haben somit deutlich mehr Vertrauen in die geldpolitischen Künste der EZB als die Konsumenten.

*It is a capital mistake to theorize before one has data. Insensibly one begins to twist facts to suit theories, instead of theories to suit facts.*
**Sherlock Holmes**

Abschließend sei jedoch darauf hingewiesen, dass sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Inflationserwartungen sehr häufig falsch liegen. Insofern ist das Ergebnis der Kurzanalyse „Financial market forecasts inflation at least as well as central bankers" keine Auszeichnung. Treffender wäre der Titel: „Zentralbanken liegen mit ihren Inflationsprognosen ebenso falsch wie die Märkte (oder umfragebasierte Inflationserwartungen)".

**An den Märkten dürfte es der Herdentrieb sein, der die Fehleinschätzungen begünstigt.** Mit der Masse zu irren, kann leicht rationalisiert werden, alleine falsch zu liegen, zerstört jedenfalls die Karriere. Alleine recht zu haben, kann einsam machen. *The Big Short* zeigt diese psychologischen und gesellschaftlichen Dynamiken eindrucksvoll auf.

## Inflationsentwicklung im Rest der Welt

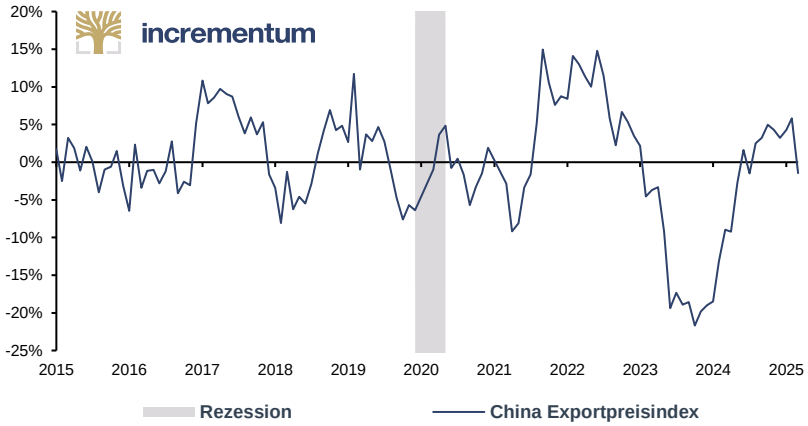
### China

China hat ökonomisch nicht nur mit Donald Trumps Zollpolitik zu kämpfen, sondern strukturell mit den tiefen Verwerfungen der Krise im Immobiliensektor, zu deren Bekämpfung die Regierung und die PBoC bereits mehrere Unterstützungsprogramme verabschiedet und weitere angekündigt haben.

*When one tugs at a single thing in nature, he finds it attached to the rest of the world.*
**John Muir**

Nach der Inflationswelle im Zuge der Energiepreisrally befinden sich die Produzentenpreise allerdings bereits wieder seit Mitte 2024 im deflationären Bereich. **China exportiert somit Deflation.** Ein Grund für den Druck auf die Produzentenpreise könnte auf die Ausweitung der Zölle der Trump-Administration zurückzuführen sein, insofern die Produzenten und Exporteure ihre Preise senken, um am US-Markt wettbewerbsfähig zu bleiben.

**China Exportpreisindex, yoy, 01/2015–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*No man is an island, entire of itself; every man is a piece of the continent, a part of the main.*
**John Donne**

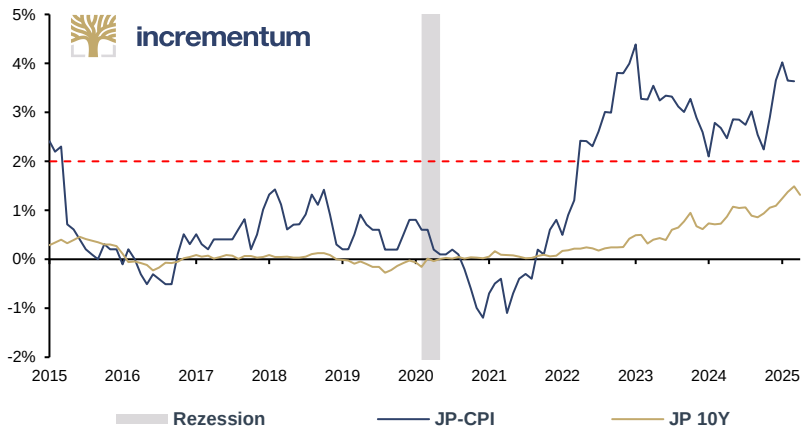
Summa summarum wird die Preisentwicklung in China infolge der hartnäckigen strukturellen Probleme und der Wechselkursschwäche des Renminbi disinflationär bis deflationär im Rest der Welt wirken. Ausnahme könnten die USA wegen ihrer Zollpolitik sein, abhängig davon, wer am Ende tatsächlich die Zölle tragen muss: die chinesischen Produzenten, die chinesischen Exporteure, die US-amerikanischen Importeure oder die US-amerikanischen Konsumenten. Die massiven Konjunkturankurbelungsprogramme der chinesischen Regierung und Zentralbank konnten bislang die strukturellen Probleme nicht lösen, auch wenn China bei zukunftsträchtigen Technologien enorme Erfolge zu verzeichnen hat.

## Japan

*Inflation is like toothpaste: once out of the tube, it is impossible to return them.*
**Otto Pöhl**

**So hartnäckig wie in den vergangenen Quartalen hielt sich in Japan die Inflation seit den frühen 1990er-Jahren nicht mehr über der Marke von 2%.** Mittlerweile sind es fast drei Jahre mit einer zum Teil deutlich erhöhten Inflationsrate. Zwar hat die BoJ im März 2024 die Yield Curve Control offiziell beendet, die realen Renditen befinden sich aber noch immer im deutlich negativen Bereich.

JP-CPI, yoy, und JP 10Y, 01/2015–04/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*I've never really wanted to go to Japan. Simply because I don't like eating fish. And I know that's very popular out there in Africa.*
**Britney Spears**

Wenig überraschend sind Anleihen bei japanischen Anlegern nicht sehr attraktiv. Umso attraktiver war und ist Gold. Seit August 2018 legte Gold in japanischen Yen um 230 Prozent zu. In Euro betrug der Goldpreisanstieg im selben Zeitraum 167 Prozent. **Seit 7 Jahren verzeichnet Gold in Yen durchgängig Zugewinne.**

**Gold, in JPY, 01/2015–04/2025**

Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Fazit

Im *In Gold We Trust*-Report 2021 „Der monetäre Klimawandel" hatten wir als erstes und wichtigstes Anzeichen für den monetären Klimawandel den Einzug der budgetären Nonchalance angeführt. **Mit dem Doppel-Wumms hat sich Deutschland seiner bisherigen fiskalischen Tugendhaftigkeit entledigt und ist in das Lager der budgetären Nonchalance übergetreten.**

*Money is too important to be left to central bankers.*
**Milton Friedman**

**Auch der zweite Punkt unserer Analyse, die Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik, wird immer offensichtlicher, insbesondere in der Eurozone:** bei der grünen Transformation der Wirtschaft, der Mobilisierung privater Ersparnisse für Investitionen in die EU-(Kriegs-)Wirtschaft gehen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen und EZB-Präsidentin Christine Lagarde Hand in Hand. Es wird nicht einmal mehr der Anschein der Unabhängigkeit der EZB gewahrt. Speziell die EZB weitet, so damals unser dritter Punkt, ihre Aufgabenbereiche immer weiter aus.

Auf der anderen Seite des Atlantiks hat Jerome Powell der stärkeren Ausrichtung der Federal Reserve in Richtung Klimapolitik mittlerweile endgültig eine Absage erteilt. Mitte Jänner, und damit wenige Tage vor dem Amtsantritt von Donald Trump, gab Powell den Rückzug der Federal Reserve aus dem *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* bekannt, dessen Arbeit, so Powell, „has increasingly broadened in scope, covering a wider range of issues that are outside of the Board's statutory mandate".

*We write to propose, or perhaps to repropose, that the central bank is a codependent part of the government, the interest rate-manipulating and bond-buying branch of the Treasury. It's no more independent than the Forest Service.*
**Jim Grant**

**Die enge Verwobenheit zwischen Politik und Zentralbanken zeigt sich gerade auch an den Personalentscheidungen.** Die ehemalige Vorsitzende der Federal Reserve, Janet Yellen, wurde unter Joe Biden Finanzministerin, Jerome Powell hatte 1992 unter Präsident George H. W. Bush kurzzeitig die Position eines Unterstaatssekretärs inne. Mario Draghi war Spitzenbeamter im italienischen Finanzministerium, EZB-Präsident, italienischer Ministerpräsident und danach als Berichterstatter der EU-Kommission zur Steigerung der EU-Wettbewerbsfähigkeit Autor des Draghi-Reports. Die amtierende EZB-Präsidentin, Christine Lagarde, nahm von 2005 bis 2011 drei verschiedene Ministerposten in der französischen Regierung ein.

## Die hohe Inflationsvolatilität bleibt bestehen

*It seems that, in the world of politics and central banking, admitting mistakes has fallen out of favor, with a prevailing tendency to double down on existing strategies.*
**Fabian Wintersberger**

Die ersten vier Jahre der 2020er-Jahre waren in der erst seit 1999 bestehenden Eurozone von einer historisch einmaligen Inflationsvolatilität geprägt, für alle anderen Staaten jedenfalls deutlich volatiler als die vergangenen drei Jahrzehnte.

Zu der substanziellen Inflationsvolatilität beigetragen haben auch die eklatanten Fehleinschätzungen führender Notenbanker, als die Inflationswelle im Laufe des Jahres 2021 so richtig Fahrt aufnahm.[21] Diese Beschwichtigungspolitik hatte dramatische Folgen, war aber auch eine Folge der Unterbelichtung monetärer Faktoren als Unterfutter – zeitlich verzögerter – Inflationswellen. Es war nur eine Frage der Zeit, bis die jahrelange Niedrigzinspolitik ihren Tribut fordert.[22]

*Jerome Powell is a disaster for our Country. His refusal to cut rates is killing jobs and businesses. Mr. Too Late is wrong about EVERYTHING! The Fed needs new leadership NOW!*
**Donald Trump**

**Eine Erklärung für diese Asymmetrie bietet die Studie „The Myth of Fed Political Independence" von Thomas J. Webster.** Webster analysierte die mehr als 10-jährige Niedrigzinsepoche von der Weltfinanzkrise über die Corona-Pandemie bis zum Beginn des Zinserhöhungszyklus Mitte März 2022. Webster interpretiert seine Ergebnisse dahingehend, dass die Federal Reserve aktiv daran beteiligt war, die Budgetdefizite Washingtons durch die Notenpresse zu finanzieren. Daher schlussfolgert er, dass die Federal Reserve keine Bastion solider Geldpolitik ist, sondern eine weitere von der Politik instrumentalisierte Behörde, denn eine Behörde, die dem politischen Druck nicht standzuhalten vermag, ist letztlich als Teil der Regierung anzusehen. **Kurzum: Die Unabhängigkeit der Federal Reserve ist ein Mythos.** Mit seiner öffentlichen Kritik an Jerome Powell macht Donald Trump lediglich deutlich, was sonst weitestgehend verschleiert bleibt. Allerdings sind es immer hochrangige Politiker, die die Notenbankpräsidenten bestimmen, womit sichergestellt ist, dass die Zentralbank im Großen und Ganzen politisch auf Linie bleibt.

*I'll demand that interest rates drop immediately. And likewise, they should be dropping all over the world. Interest rates should follow us all over.*
**Donald Trump**

Dass die Ausübung von politischem Druck auf die Zentralbank die Inflation befördert, zeigt die Studie „Estimating the Effects of Political Pressure on the Fed: A Narrative Approach with New Data" von Thomas Drechsel. Drechsel analysierte für seine Studie die persönlichen Interaktionen zwischen dem jeweiligen US-Präsidenten und Vertretern der Federal Reserve zwischen 1933 und 2016. Ein Schock in Form von höherem politischem Druck auf die Federal Reserve erhöhte

[21] Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik", In Gold We Trust-Report 2022; „Minenaktien und Realzinsen: Eine wenig überraschende Beziehung", In Gold We Trust-Report 2021
[22] Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird, 2019

nicht nur die Inflation markant und dauerhaft, sondern führte im Unterschied zu einer politisch nicht geforderten Lockerung der Geldpolitik auch zu höheren Inflationserwartungen. Somit wäre eine tatsächlich unabhängige Zentralbank, also eine Zentralbank, die sich dem politischen Druck zu einer lockeren Geldpolitik zu widersetzen vermag, ein echter institutioneller und institutionalisierter Inflationsschutz.

Anhand des politischen Gerangels um die Neubesetzung des Vorsitzenden der Federal Reserve im Mai 2026 und des EZB-Präsidentenamtes im November 2027 wird sich neuerlich zeigen, dass die zuständigen politischen Gremien die Besetzung so vornehmen werden, wie es den eigenen wirtschafts- und geldpolitischen Vorstellungen entspricht. Im Wahlkampf fielen als Namen möglicher Nachfolger der nunmehrige US-Finanzminister Scott Bessent, Kevin Warsh, David Malpass und Judy Shelton.

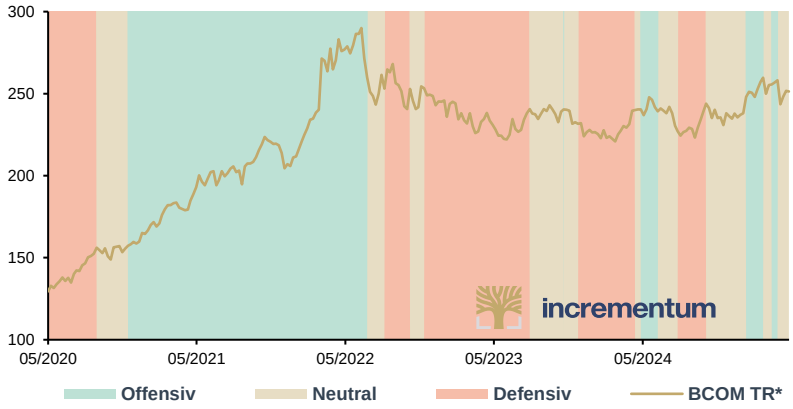
## Das Incrementum Inflationssignal

*Invest in inflation. It's the only thing going up.*
**Will Rogers**

**Seit der letzten Veröffentlichung des Reports verzeichnete das *Incrementum Inflationssignal* eine signifikant erhöhte Frequenz von Signalwechseln.** Zwischen September 2024 und dem politischen Wendepunkt rund um den Trump-Schock überwog eine positive Einschätzung des Inflationsumfelds. Diese wurde jedoch durch die zunehmenden handelspolitischen Spannungen und die Eskalation eines drohenden Zollkonflikts abgelöst, was zu einer Rückkehr zu einem neutralen Signal führte. **Sollte sich jedoch ein nachhaltiger Inflationszyklus etablieren, erwarten wir, dass das Signal – analog zu 2020 – erneut in der Lage sein wird, frühzeitig auf eine einsetzende Inflationsdynamik hinzuweisen.**

**Besonders hervorzuheben ist die ausgeprägte Divergenz innerhalb der Rohstoffmärkte in den vergangenen zwölf Monaten.** Während der Goldpreis einen signifikanten Aufwärtstrend verzeichnete, standen insbesondere Energierohstoffe unter anhaltendem Abwärtsdruck. Diese gegenläufigen Bewegungen spiegeln sich auch in der insgesamt stabilen, aber wenig dynamischen Entwicklung des Bloomberg Commodity Index (BCOM) wider.

**BCOM TR*, und Incrementum Inflationssignal, 05/2020–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*Bloomberg Commodity Total Return-Index

**Zusammenfassend gestaltet sich eine überblicksmäßige Zuordnung der verschiedenen Inflationsdynamiken wie folgt:**

Kurzfristige disinflationäre Dynamiken
- Konjunkturabkühlung durch Handelskrieg
- Quantitative Tightening
- Unterbrechung des Zinssenkungszyklus
- Mögliche Beruhigung der geopolitischen Spannungen in der Ukraine und im Nahen Osten
- Energiepreise
- Im Rest der Welt: US-Dollar-Schwäche

Mittel- und langfristige disinflationäre Dynamiken
- Technologie und Innovation, KI

Kurzfristige inflationäre Dynamiken
- Wegfall (letzter) staatlicher Preissenkungsmaßnahmen aus der Energiekrise
- US-Dollar-Schwäche (in den USA)
- Nominallohnentwicklung

Mittelfristige inflationäre Dynamiken
- Zölle und De-Globalisierung
- Unsicherheit im internationalen Handel durch US-Zollpolitik
- Strukturelle Staatsverschuldung
- „Butter-und-Kanonen"-Politik
- Aufrüstung
- $CO_2$-Bepreisung
- $CO_2$-Zoll in der EU (CBAM)
- Grüne Transformation
- Implizite Lockerung des Inflationsziels von 2%

Langfristige strukturelle inflationäre Dynamiken
- Demographischer Wandel und der damit einhergehende Facharbeiter- und allgemeiner Arbeitskräftemangel
- Geopolitische Blockbildung
- Energieverteuerung
- Zunehmend expansivere Fiskalpolitik

*Having a little inflation is like being a little pregnant.*
**Leon Henderson**

**Nach dem Abklingen der großen Inflationswelle ist das aktuelle Umfeld von Ambivalenz geprägt.** Einerseits sorgt der kräftige Rückgang der Energiepreise für spürbare disinflationäre Effekte – ein temporärer Entlastungsfaktor für die Konsumentenpreise. Andererseits entfalten neue protektionistische Maßnahmen, geopolitische Spannungen und strukturelle Unsicherheiten zunehmend inflationären Druck.

**Besonders bemerkenswert ist die auffällige Gleichgültigkeit vieler Notenbanker gegenüber der weiterhin erhöhten Teuerung.** Diese kann als schleichende Anpassung des Inflationsziels interpretiert werden. Wer das Vertrauen in stabile Währungen aufrechterhalten will, sollte hier hellhörig werden.

*When all you have is a hammer, everything looks like a nail.*
**Abraham Maslow**

**Für das Jahr 2025 erwarten wir, dass die Inflation – insbesondere die Kerninflation – trotz der zwischenzeitlichen Energiepreisrückgänge nicht nachhaltig unter Kontrolle gebracht wird.** Sollte es zu neuerlichen Turbulenzen an den Finanz- oder Währungsmärkten kommen, dürfte die geldpolitische Reaktion der Zentralbanken dem gewohnten Muster folgen und die Geldschleusen umgehend und großzügig geöffnet werden. Die Grundhaltung der (geld-)politisch Verantwortlichen ist und bleibt inflationär.

flexgold
make money sound again

# Gold kaufen. Einfach wie nie

flexgold verbindet die Sicherheit physischen Goldes mit der Freiheit digitaler Investments.

- Echtes Gold, hochsicher gelagert
- Versichert & jederzeit verfügbar
- Smart investierbar ab 1 Gramm

JETZT FLEXGOLD ENTDECKEN

# Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots

*The Global Financial Crisis coincided with a significant shift Eastwards in demand for gold. This was driven not only by cultural affinity, but also by wealth creation and income growth in some of the world's most dynamic and rapidly growing economies.*

**World Gold Council**

- **2024 erreichte die Goldnachfrage einen Rekordwert von 4.974 t. Eine starke Investorennachfrage von 1.180 t sowie die ungebrochene Nachfrage der Zentralbanken unterstreichen, dass Gold inzwischen eine Doppelrolle einnimmt: Es dient sowohl als sicherer Hafen, als auch als renditestarkes Investment.**
- **Die Goldnachfrage der Zentralbanken lag nicht nur zum dritten Mal in Folge über 1.000 t, sondern erzielte mit 1.086 t sogar ein neues Allzeithoch. Angeführt wird die Liste der zukaufenden Notenbanken von Polen (90 t), Indien (73 t) und China (44 t).**
- **Auch die Investorennachfrage wird zunehmend von den Schwellenländern dominiert, mit China und Indien auf den beiden ersten Plätzen.**
- **Die Investmentnachfrage westlicher Investoren verzeichnete zunächst noch einen Nachfragerückgang, im zweiten Halbjahr 2024 setzte jedoch eine Trendwende ein, allen voran in Nordamerika, zögerlicher in Europa.**
- **Die Schmucknachfrage litt unter der Goldrally und nahm um 11% ab, erklomm mit 144 Mrd. USD in nominalen Werten allerdings ein neues Allzeithoch.**
- **Das Goldangebot von 4.974 t erreichte mit einem leichten Zuwachs in etwa das Vorjahresniveau, wobei Goldrecycling mit einer Zunahme von 11% an Bedeutung gewonnen hat.**

**Wir wenden uns nun den wichtigsten Entwicklungen auf der Nachfrage- und Angebotsseite zu, mit besonderem Fokus auf Zentralbanken und Privatanleger.** Für einen tieferen Einblick empfehlen wir die *Gold Demand Trends* des World Gold Councils (WGC).[23]

# Goldnachfrage

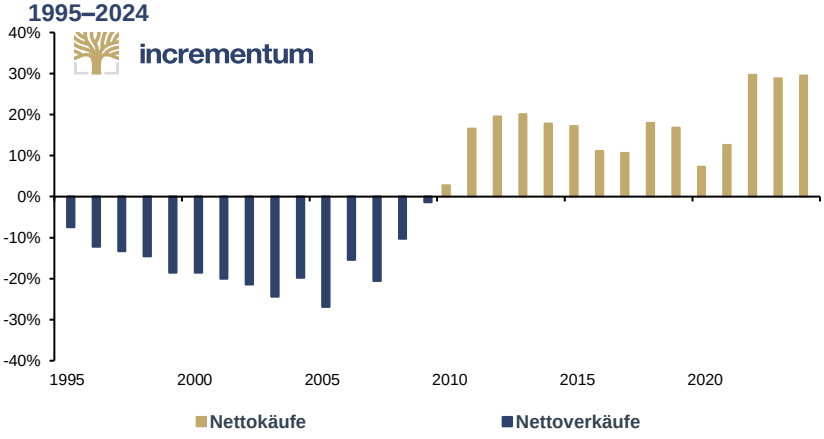
## Goldnachfrage der Zentralbanken

*Trust can only be offered and accepted, not demanded.*
**Niklas Luhmann**

Mit Blick auf drohende Unsicherheiten an den globalen Finanzmärkten stockten die Zentralbanken ihre Goldbestände erneut deutlich auf. **Mit Zukäufen von 1.086 t erzielten die Zentralbanken einen *lupenreinen Hattrick* von Netto-Goldkäufen über 1.000 t.**

Der Jahresdurchschnitt der Zukäufe von 2010 bis 2021, d. h. bis vor dem Ausbruch des Ukraine-Krieges, lag bei nur 473 t und damit bei nicht einmal der Hälfte der Zukäufe in den vergangenen 3 Jahren. Der Appetit der Notenbanken auf Gold ebbt nach wie vor nicht ab, wie die Zukäufe von 365 t allein in Q4/2024 und 244 t in Q1/2025 bestätigen. **Prozentual absorbieren öffentliche Finanzinstitutionen mittlerweile fast ein Drittel des jährlich geschürften Goldes.**

**Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in % der Minenproduktion, 1995–2024**



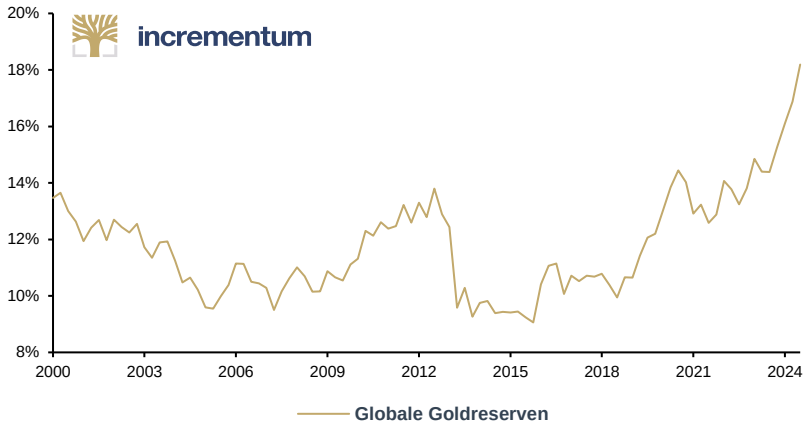

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*I think reserve management practices, the way central bank manage their foreign exchange reserves, is going to go through transformative change over the next five to ten years.*
**Zoltan Pozsar**

Der relative Anteil von Gold an den Gesamtreserven verdoppelte sich seit 2016 und erreichte im Juli 2024 ein 27-Jahreshoch. Stand Februar 2025 betragen die globalen Goldreserven der Zentralbanken 36.252 t. Gold wird zu einem immer wichtigeren Posten auf der Aktivseite der Zentralbankbilanz – anders gesagt: **Gold wird von den Zentralbanken schleichend remonetisiert.**

[23] Siehe auch Kapitel „Gold- und Silberrecycling“ in diesem In Gold We Trust-Report

**Globale Goldreserven, in % der Gesamtreserven, Q1/2000–Q3/2024**

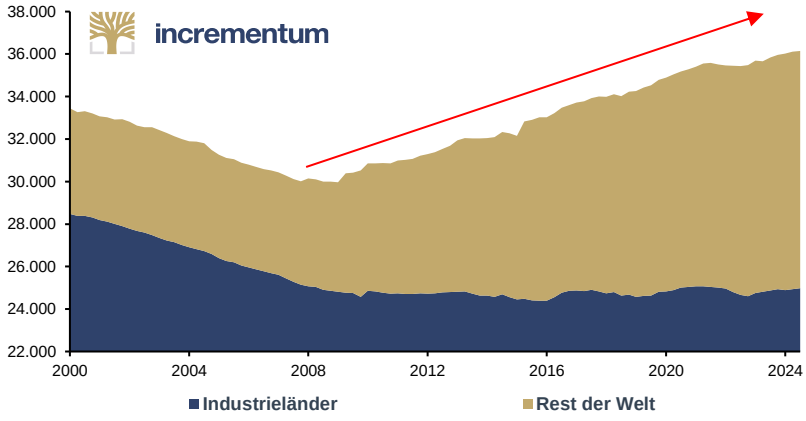



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Biden's confiscation—his grasping of hard control—has made international investors more concerned about return of capital with regards to the dollar than about return on capital, jeopardizing America's seigniorage power.*
**Dan Oliver**

Aufschluss über die Motive für den anhaltenden Goldrausch der Zentralbanken liefert die 2024 vom World Gold Council durchgeführte „Central Bank Gold Reserve Survey". An erster Stelle der wichtigsten Gründe steht die Funktion als „Long-term store of value / inflation hedge", gefolgt von „Performance during times of crisis" und „Effective portfolio diversifier". Während die erstgenannten Gründe seit 2020 stets auf dem Treppchen standen, löste Letzterer den Rekordgewinner „historical position" ab. **Gold ist aus Sicht der Zentralbanken nun zunehmend eine strategische Reserveanlage und weniger ein Relikt der Vergangenheit, schon gar kein „barbarisches Relikt".**

**Goldreserven, in Tonnen, Q1/2000–Q3/2024**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*If reserves can be negated overnight, are they even reserves? How many other countries must hedge against the possibility of similar sanctions?*
**Doomberg**

**Besonders eindrücklich sind die Unterschiede zwischen Industriestaaten und Schwellenländern:** Unter den Zentralbanken der Industriestaaten schoss der Grund „Long-term store of value / inflation hedge" von 27% im Jahr 2023 auf 83% im Jahr 2024 in die Höhe, was die anhaltende Sorge vor Inflation unterstreicht. Ein Großteil der Notenbanken der Schwellenländer nennt „concerns about systemic financial risks", „lack of political risk", „concerns about sanctions", „policy tool" und „anticipation of changes in the international monetary system" als relevante Gründe, Gold zu halten.

*Humans control the world because we learned to trust one another.*
**Yuval Noah Harari**

**Das Einfrieren der russischen Devisenreserven und der Ausschluss vom SWIFT-System im Anschluss an den Ausbruch des Ukraine-Krieges stellten eine Zäsur dar.** Denn seither sind US-Dollar- und Euro-Reserven mit einem erheblichen politischen Risiko behaftet. Gold ist ein wesentlicher Teil der Antwort auf diese Zäsur. 81% der befragten Zentralbanken erwarten einen Anstieg der globalen Zentralbankgoldbestände in den nächsten 12 Monaten – 2023 waren es mit 71% deutlich weniger – und keine einzige Zentralbank geht von einer Verringerung der Bestände aus. 29% gaben an, dass sie eine Erhöhung der Goldreserven ihrer eigenen Institution in diesem Zeitraum planen und 69% der befragten Notenbanken gehen davon aus, dass in 5 Jahren ein größerer Anteil der Gesamtreserven in Gold denominiert sein wird.

Es ist wichtig, anzumerken, dass die Umfrage bereits im Juni 2024 durchgeführt wurde, als über den Ausgang der Präsidentschaftswahlen in den USA noch Unklarheit herrschte. Sowohl die konfrontative Kommunikation als auch die Zollpolitik von Donald Trump könnten Zentralbanken einen weiteren Anreiz bieten, zu Gunsten von Gold umzuschichten.

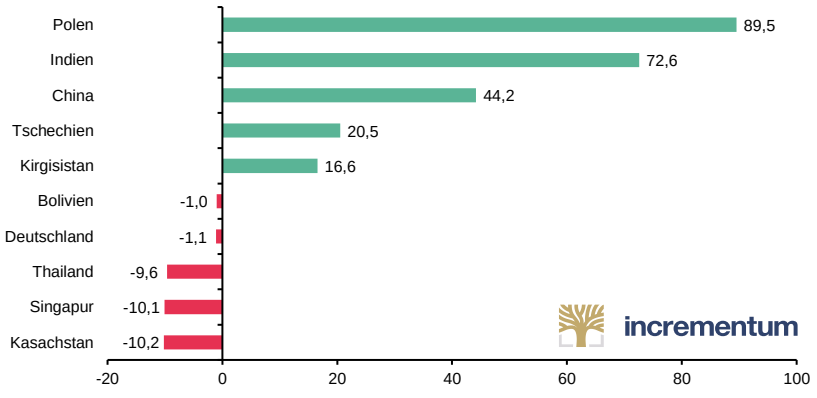
## Die wichtigsten Entwicklungen im Jahr 2024

*I think we're in a long-term bull market in Gold. We're seeing reserve accumulation by Central Banks. I follow it closely. It's my biggest position. Even I was surprised when the Central Bank of Poland said they want to take their Gold reserves to 20%.*
**Scott Bessent**

**Die Schwellenländer dominieren weiterhin auf der Käuferseite.** An der Spitze stand 2024 jedoch Polen, das seine Goldreserven um fast 90 t aufstockte. Das von Zentralbankpräsident Adam Glapinski angestrebte Ziel, Polens Goldanteil an den Gesamtreserven auf 20% zu erhöhen, rückte mit nun 16,9% in Griffweite. Wie in den beiden vorigen Jahren gehören auch Indien (72,6 t) und China (44,2 t) zu den größten Käufern, es folgen die Tschechische Republik (20,5 t) und Kirgisistan (16,6 t). Trotz der starken Zukäufe in den vergangenen Jahren machen die Goldreserven der chinesischen Zentralbank (PBoC) immer noch nur etwas mehr als 6% der gesamten Reserven aus.

**Die Liste der größten Verkäufer wird mit 10,2 t erneut von Kasachstan angeführt, das auch im Jahr davor mit rund 57 t größter Verkäufer war.** Dicht darauf folgen Singapur (10,1 t) und Thailand (9,6 t), das 2022 mit ca. 90 t noch auf dem ersten Platz der Käuferliste lag. Mit großem Abstand schließen sich Deutschland (1,1 t) und Bolivien (1,0 t) an.

**Top 5 Goldkäufe/-verkäufe von Zentralbanken, in Tonnen, 2024**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*It is hard to imagine a more stupid or more dangerous way of making decisions than by putting those decisions in the hands of people who pay no price for being wrong.*
**Thomas Sowell**

**Bereits im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ wiesen wir darauf hin, dass für die bilanzielle Resilienz von Zentralbanken neben der *Quantität* der Geldmenge auch die Veränderung der *Qualität* ihrer Anlagen bedeutsam ist.** Die Entwicklungen des Jahres 2024 fügen sich in unsere Analyse ein. Die Qualität der Bilanzen nicht-westlicher Zentralbanken verbessert sich aufgrund der Aufstockung ihrer Goldbestände weiter.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Während die Deutsche Bundesbank den durch den markanten Kursrückgang bei Staatsanleihen entstandenen Verlust im Jahr 2023 noch durch die Auflösung von Wagnisrückstellungen ausgleichen konnte, musste sie 2024 ein historisch hohes Minus von 19,2 Mrd. EUR ausweisen. Und es sind die namhaften Goldreserven der Bundesbank, die Schlimmeres verhindern. Bei der Präsentation des Geschäftsberichts merkte Joachim Nagel, Präsident der Deutschen Bundesbank, an:

> *„Die Bundesbank hat weiterhin eine solide Bilanz. Sie verfügt über hohe Bewertungsreserven. Insbesondere für Gold. Diese Reserven sind um ein Vielfaches höher als der aktuelle und zu erwartende Bilanzverlust. Und sie sind im vergangenen Jahr kräftig gestiegen.“*

*I'm known as a gold bug and everyone laughs at me, but why do central banks own gold now?*
**Alan Greenspan**

Mit einem Verlust von 7,94 Mrd. EUR befand sich die EZB – nicht zu verwechseln mit dem *Eurosystem*, das neben der EZB die Zentralbanken aller Euro-Mitgliedsstaaten umfasst – ebenfalls tief in den roten Zahlen. Die Federal Reserve verzeichnete 77,6 Mrd. USD Verlust und glich diese durch Rücküberweisungen des US-Treasury aus. Ein anderes Bild zeichnet sich bei der Schweizer Nationalbank, welche Gewinne in Höhe von 80,7 Mrd. CHF realisierte, die vorwiegend aus Fremdwährungspositionen herrührten, aber auch aus Aufwertungsgewinnen ihrer Goldreserven.

**Die Entwicklungen in Q1/2025 lassen sich als Fortsetzung dieser Dynamik zusammenfassen.** Die Zentralbanken agieren weiter als Nachfrager mit geringer Preissensitivität und stockten ihre offiziellen Goldreserven um 244 t auf. Abermals nimmt Polen mit Nettozukäufen im Umfang von 49 t die erste Stelle ein, gefolgt von China mit 13 t und Kasachstan mit 6 t. Erhebliche Zukäufe tätigte auch der aserbaidschanische Staatsfonds *State Oil Fund of Azerbaijan* mit 19 t, der damit seine Goldallokation auf 26% erhöhte.

## Investmentnachfrage nach Gold

### ETF-Nachfrage

**Im Folgenden untersuchen wir die Anlegernachfrage mit besonderem Fokus auf die Nachfrage nach privaten Anlagen und ETFs.** 2024 überstieg die Investorennachfrage mit 1.180 t neuerlich die Zentralbanknachfrage. Auffällig ist jedoch, dass westliche Finanzinvestoren am Bullenmarkt lange Zeit nicht teilgenommen hatten. Dieser wurde mit durchgängigen, wenngleich in absoluten Zahlen meist nicht sonderlich hohen Zuflüssen seit Q2/2023 von Asien dominiert. Während allerdings Nordamerika seit Q3/2024 nun schon drei Quartale in Folge

Zuflüsse verzeichnet, gab sich in Europa noch kein Trend zu erkennen. Auf Zuflüsse in Q3/2024 folgten in Q4/2024 nochmals spürbare Abflüsse, die sich erst in Q1/2025 in deutlich höhere Zuflüsse umkehrten.

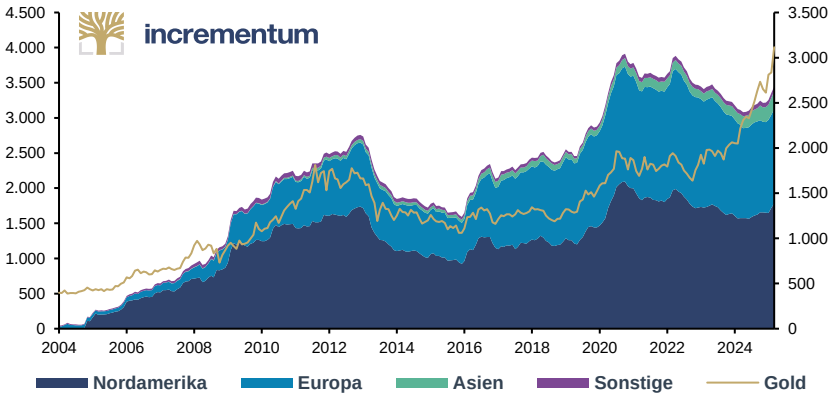
*Asia's rise is not a flash in the pan; it is a return to the historical norm.*
**Lee Kuan Yew**

**In einer Gesamtbetrachtung verzeichneten Gold-ETFs im Kalenderjahr 2024 im vierten Jahr in Folge Nettoabflüsse**, welche sich mit 7 t im Vergleich zu 244 t im Jahr 2023 jedoch deutlich verringerten. Die Abflüsse der ersten beiden Quartale wurden im zweiten Halbjahr fast völlig kompensiert. Die starken Nachfragezuwächse der asiatischen Märkte (78 t) wurden von den Abflüssen aus Europa mehr als kompensiert (98 t). Nordamerikas leichte Zuwächse (8 t) unterscheiden sich zudem stark von den Abflüssen des letzten Jahres (82 t) und erlauben dem optimistischen Goldinvestor, den leicht positiven Wert als Richtungswechsel westlicher Investorennachfrage zu interpretieren.

*India is not simply emerging; India has emerged.*
**Barack Obama**

**Steigender Beliebtheit erfreuen sich Gold-ETFs in Indien.** Im Jahresvergleich legte die in Gold-ETFs veranlagte Goldmenge um 35,8% zu. Die nominale Nachfrageentwicklung der letzten Jahre ist ebenso beachtlich. Daten der *Association of Mutual Funds* in India zufolge stiegen die Nettozuflüsse von 4,6 Mrd. INR im Jahr 2022 auf 29,19 Mrd. INR im Jahr 2023 und setzten ihre Entwicklung mit einem explosiven Zuwachs von 216% auf 92,25 Mrd. INR vergangenes Jahr fort. **Die Zulassung von drei neuen Gold-ETFs sollte die Investmentnachfrage im goldaffinen Indien weiter stärken.**

**Kumulierte ETF-Bestände nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004–03/2025**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Die Gold-ETFs setzten in Q1/2025 ihre Kehrtwende fort, mit einem Zuwachs von 226 t.** Dabei wurde die Dynamik diesmal von den westlichen Finanzinvestoren dominiert, die im Angesicht gestiegener ökonomischer Unsicherheit von Golds Eigenschaft als Risikoabsicherung Gebrauch machten. Der sich bereits im zweiten Halbjahr 2024 andeutende Trendwechsel wurde durch Zuflüsse von 55 t in Europa und sogar 134 t in Nordamerika eindeutig bestätigt.

## Nachfrage nach Barren und Münzen

**Die weltweite Nachfrage nach Barren und Münzen blieb 2024 in etwa auf dem Niveau von 2023.** Auch hier bestätigt sich die zunehmend tragende Rolle der Schwellenländer für den Goldmarkt, mit stabiler Nachfrage im Mittleren

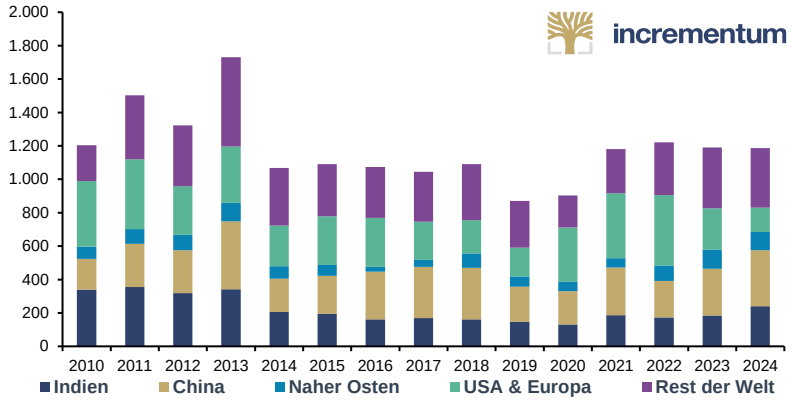
Osten und starken Zuwächsen in Asien. **In China ist 2024 die Nachfrage nach Barren und Münzen im Jahresvergleich um ca. 20% gewachsen.**

*The freer the flow of world trade, the stronger the tides of human progress and peace among nations.*
**Ronald Reagan**

**In Indien wuchs die Nachfrage von 2023 auf 2024 um knapp 30% mit besonders starken Werten in Q3 und Q4/2024 von jeweils über 76 t.** Liberalisierungen des Goldmarktes spielten dabei eine große Rolle. Dazu zählte die Senkung der Einfuhrzölle von 15% auf 6%, eine Verringerung der langfristigen Kapitalertragssteuern sowie eine Verringerung der Haltefrist von 36 auf 24 Monate.

**Trotz eines bereits starken Rückgangs von 59% im Jahr 2023 setzte sich in Europa der Abwärtstrend mit einem weiteren Rückgang um 50% im vergangenen Jahr fort.** Mit einer Nachfrage von nur 66,7 t wurde ein 17-Jahrestief erzielt. In Q2/2024 verzeichnete Deutschland mit -2 t sogar einen Nettoabfluss, was sich neben möglichen Gewinnmitnahmen auch auf die hartnäckige konjunkturelle Schwäche sowie das Fehlen neuer Käuferschichten zurückführen lässt.

**Goldbarren- und Münznachfrage, in Tonnen, 2010–2024**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**In Q1/2025 zeigte sich bei der Nachfrage nach Barren und Münzen ebenso das zunehmende Interesse der Finanzinvestoren.** Mit einem Zuwachs von 325 t, was einem 3% Anstieg zum Vorjahr entspricht, liegt diese 15% über dem 5-Jahresdurchschnitt.

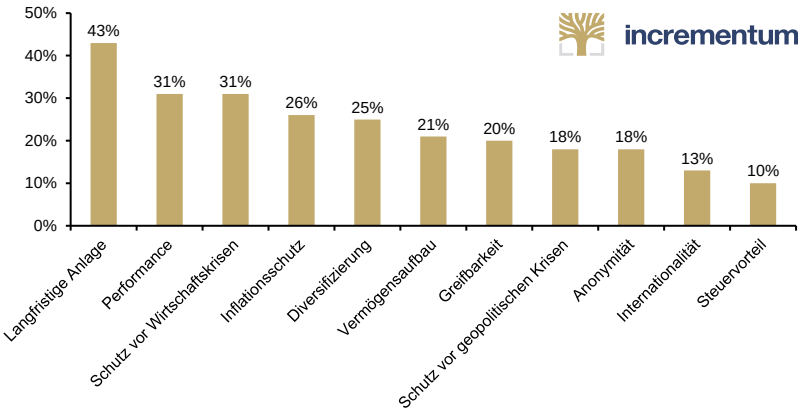
## Motive der Goldnachfrage von Anlegern

*When you have gold you are in fear, when you have none you are in danger.*
**Redewendung**

**Einen exemplarischen Einblick in die Motive westlicher Anleger gewährt die repräsentative *Edelmetall-Studie 2024* der Universität St. Gallen im Auftrag von philoro, bei der 3.000 Schweizer befragt wurden.** „Stabilität/Langfristige Anlage" wird mit 43% als wichtigster Grund für eine Investition in Gold genannt, es folgen „Wertsteigerung/Gewinnerzielung" und „Vorsorge vor wirtschaftlichen Krisen" mit jeweils 31%. Dass Neutralität und Sicherheit auch bei privaten Anlagen der Schweizer großgeschrieben wird, zeigt sich daran, dass sie bereits Gold in Höhe von 200 t besitzen. Das entspricht dem stattlichen Gewicht eines Blauwals. Ein geringeres Sicherheitsbedürfnis spiegelt sich jedoch bei der Lagerung wider. Zwar bevorzugen 48% eine Lagerung ihres Goldes in einem Tresor/Schließfach bei einer Bank oder einem Edelmetallhändler,

aber überraschend hohe 20% lagern ihre Investition ungesichert zuhause oder im Garten.

**Gründe für Investitionen in Edelmetalle, 2024**




Quelle: Philoro, Incrementum AG

*Gold is no longer just a hedge against inflation; it has become a dynamic asset that performs in diverse economic conditions, driven by global uncertainty and central bank demand.*
**Gregory Shearer**

**Im Vergleich zu den Ergebnissen der *Edelmetall-Studie 2022* deutet sich zudem eine Verschiebung in der Motivlage an.** Während Inflationsschutz als Grund für eine Investition mit einer Abnahme von 29% auf 26% leicht an Bedeutung verlor, verzeichnete die erwartete Rendite einen Anstieg um deutliche 12 Prozentpunkte. Im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Goldrally und der zunehmenden medialen Berichterstattung könnte dies ein Anzeichen dafür sein, dass sich westliche Anleger nun doch am Bullenmarkt beteiligen wollen.

## Schmucknachfrage

*Some people think luxury is the opposite of poverty. It is not. It is the opposite of vulgarity.*
**Coco Chanel**

**Der gestiegene Goldpreis dämpfte 2024 die weltweite Schmucknachfrage mit einem Rückgang im Jahresvergleich um 11%.** Das von der Corona-Pandemie beeinflusste Jahr 2020 ausgeklammert, befand sich die Schmucknachfrage damit in etwa auf dem Niveau von 2009, wobei vor allem China mit einem markanten Minus von 24% zum Rückgang beitrug. Neben dem Goldpreisanstieg übt auch das sich verlangsamende Einkommenswachstum einen negativen Einfluss auf die Zuversicht der chinesischen Konsumenten aus.[24]

Beachtlich ist, dass trotz gemeinhin starker Preissensitivität die indische Nachfrage mit einem Rückgang von lediglich 2% in etwa das Niveau des letzten Jahres behaupten kann. Neben Indiens anhaltender Wachstumsstärke – der IWF erwartet für 2025 und 2026 ein Wirtschaftswachstum von jeweils 6,5% – bestätigt sich mit der Resilienz der Schmucknachfrage auch die positive Reaktion auf die Verringerung der Einfuhrzölle im Juli 2024. Die indische Jahresnachfrage belief sich auf 3,6 Bill. INR, davon 70% allein im zweiten Halbjahr aufgrund der traditionell kaufstarken Zeit des Diwali-Festes Ende Oktober und dem Beginn der Hochzeitssaison im November. Die Schmucknachfrage in Europa gab mit -3,7% ebenso leicht nach wie in Nordamerika einschließlich Brasilien mit -2,8%, jene im Nahen Osten mit -8,4% hingegen deutlich stärker.

[24] Siehe Kapitel „Systemrivalität im Fokus: Wohin steuert China?“ in diesem In Gold We Trust-Report

Trotz des absoluten Nachfragerückgangs verzeichnete die globale Schmucknachfrage aufgrund der Goldpreisrally in US-Dollar mit 144 Mrd. USD ein neues Allzeithoch, was einem Anstieg um 9% im Vorjahresvergleich entspricht.

**Globale Goldschmucknachfrage, 2023–2024**

| | 2023 | 2024 | yoy |
|---|---|---|---|
| Weltweite Nachfrage | 2.110,6 | 1.877,1 | -11% |
| Indien | 575,8 | 563,4 | -2% |
| China | 630,2 | 479,3 | -24% |

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**In Q1/2025 fiel die weltweite Schmucknachfrage infolge der Fortsetzung der Goldpreisrally weiter auf 380 t**. Das entspricht einem Minus von 21% im Jahresvergleich. Indien und China verzeichneten mit -25% und -32% sogar überdurchschnittliche Einbrüche.

**Zusammengefasst wird die Nachfrageseite maßgeblich vom anhaltend starken Appetit der Zentralbanken geprägt, wobei insbesondere die Notenbanken der Schwellenländer und Osteuropas hervorstechen.** Auch bei der Investorennachfrage übernehmen die Schwellenländer eine führende Rolle. Westliche Finanzinvestoren haben zuletzt ebenfalls ihre Vorliebe für Gold wiederentdeckt, wenngleich dies lange auf sich warten ließ.

## Goldangebot

*There are no passengers on Spaceship Earth. We are all crew.*
**Buckminster Fuller**

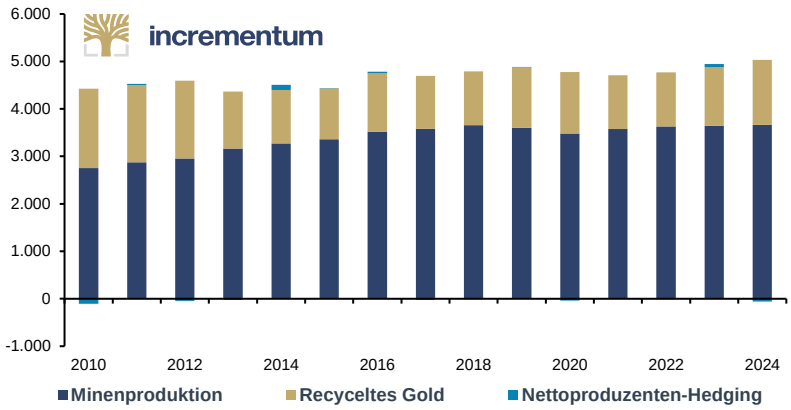
**2024 erreichte das globale Goldangebot mit 4.974 t einen neuen Höchststand, was einem Anstieg von 1% im Vergleich zum Vorjahr entspricht.** Während die Minenproduktion mit 3.661 t in etwa das Vorjahresniveau hielt, wurde der Angebotszuwachs begünstigt durch höheres Recycling mit einem Anstieg um 11% auf 1.370 t. Q4/2024 erzielte einen besonders starken Wert von 359 t, mit einem Plus von 15% gegenüber dem Vorjahr. Diese Entwicklung wurde vom hohen Goldpreis getragen, der für viele Anleger einen starken Anreiz bot, Altgold zu verkaufen.[25]

*The great merit of gold is precisely that it is scarce; that its quantity is limited by nature; that it is costly to discover, to mine, and to process; and that it cannot be created by political fiat or caprice.*
**Henry Hazlitt**

**Der Einfluss des Hedgings durch Goldproduzenten war im Unterschied zum Gold-Recycling negativ:** Während im Jahr 2023 noch 67,4 t durch Hedging das Angebot ergänzten, wurde 2024 ein Rückgang um 56,8 t verzeichnet. Das zeigt, dass Minenunternehmen verstärkt direkt von den hohen Goldpreisen profitieren wollen. Expertenprognosen, die einen starken Anstieg des Goldangebots vorhergesagt hatten, erwiesen sich jedoch als unzutreffend. **Gold bestätigt seine geringe Angebotselastizität.**

[25] Siehe Kapitel „Gold- und Silberrecycling“ in diesem In Gold We Trust-Report

**Globales Goldangebot nach Bezugsquellen, in Tonnen, 2010–2024**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Fazit

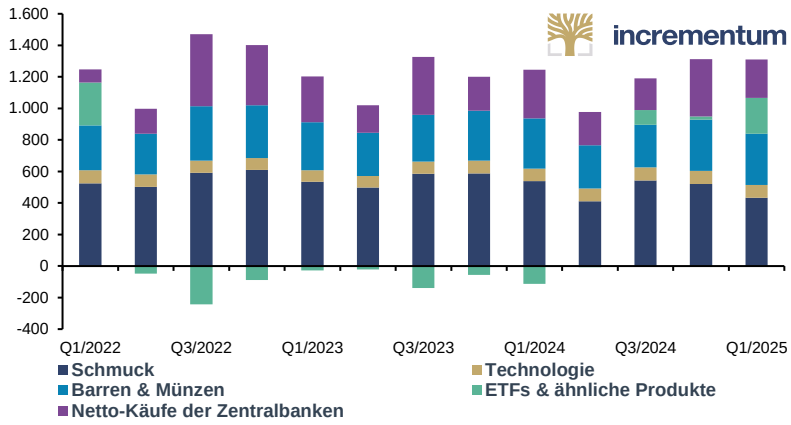
*The measure of intelligence is the ability to change.*
**Albert Einstein**

Über Jahrzehnte bestimmten die US-Realzinsentwicklung sowie die Zinskurve US-amerikanischer Staatsanleihen und damit die Opportunitätskosten der Goldhaltung maßgeblich die Goldpreisentwicklung. Der Aufbruch dieser Beziehung sowie der Bedeutungszuwachs chinesischer Marktplätze im aktuellen Bullenmarkt ist Teil der Erklärung für die Veränderungen auf dem Goldmarkt. Die Verlagerung des marginalen Käufers von West nach Ost war einer der zentralen Punkte des im *In Gold We Trust*-Report 2024 detailliert vorgestellten „Neuen Gold-Playbooks".

*Gold is a low beta way to play emerging markets.*
**Louis-Vincent Gave**

**Der Goldmarkt zeigte sich im Jahr 2024 als Spiegelbild dieser Entwicklung.** Die Schwellenländer treten erneut als marginale Investoren auf und dominieren – angeführt von China und Indien – immer stärker die Goldpreisentwicklung. Diese wurde maßgeblich durch Zentralbanken und private Investoren getrieben, während die Schmucknachfrage unter dem hohen Goldpreis litt. Die Angebotsseite zeichnet sich aus durch konstante Goldförderung und die sich verstärkende Rolle des Goldrecyclings, getrieben durch das Rekordhoch des Goldpreises.

**Globale Goldnachfrage nach Sektoren, in Tonnen, Q1/2022–Q1/2025**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Die aufstrebende Bedeutung von China

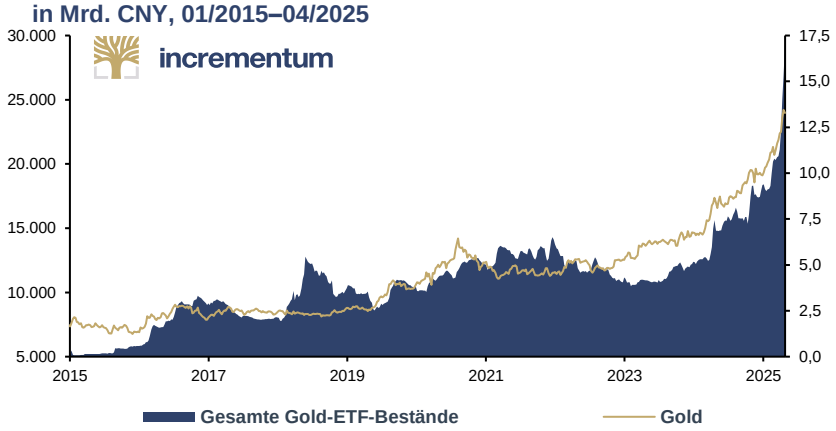
*Shanghai Gold will change the current gold market "consumption in the East priced in the West" situation. When China will have a right to speak in the international gold market, pricing will get revealed.*
**Xu Lode, ehem. Chairman Shanghai Gold Exchange**

**Trotz der Gold-Renaissance im Westen drängt Chinas Rolle als Schlüsselmacht auf dem globalen Goldmarkt unübersehbar in den Vordergrund. China ist größter Konsument, Produzent und Importeur von Gold.** Das Zusammenspiel aus Zentralbankkäufen, Konsumenten- und Investorennachfrage ebnet den Weg für den relativen Bedeutungszuwachs chinesischer Finanzplätze. Der gestiegene Marktanteil Shanghais am weltweiten Goldhandel – einschließlich OTC – und Börsenvolumen – erreichte im April 2025 17 % und ist ein starkes Indiz für die Intensivierung des Konkurrenzkampfes um die Vorreiterposition am internationalen Goldmarkt bei der Preisbildung. Die Einführung des *Shanghai Gold Benchmark Price* im Jahr 2016, der die Bepreisung von Gold in Renminbi auch international ermöglichte, machte Shanghai zu einem ebenbürtigen Player neben London und New York.

*In China, the attitude toward investing in gold is very different. Today, anyone in China can walk into a bank and purchase gold, which is available in denominations small enough to be a feasible purchase for all but the poorest Chinese citizens.*
**Stephen Leeb**

**Besonders die Entwicklungen auf dem chinesischen Goldmarkt in der jüngeren Vergangenheit verdeutlichen dessen essentielle Rolle, auch im aktuellen Bullenmarkt.** Bereits Ende März wurde das stärkste Q1 für die Goldpreisentwicklung in Renminbi seit Gründung der Shanghai Gold Exchange im Jahr 2002 verzeichnet. Im April zeigte sich nun sowohl auf dem physischen Goldmarkt als auch bei chinesischen Gold-ETFs eine weiter stark anhaltende Nachfrage. Allein in den ersten elf Apriltagen verzeichneten die in China aufgelegten Gold-ETFs höhere Zuflüsse als im gesamten ersten Quartal. Seit Jahresbeginn entspricht dies einem beeindruckenden Zuwachs von 46% beim physisch hinterlegten Goldvolumen, wie der explosive Anstieg des nachfolgenden Charts eindrücklich zeigt.

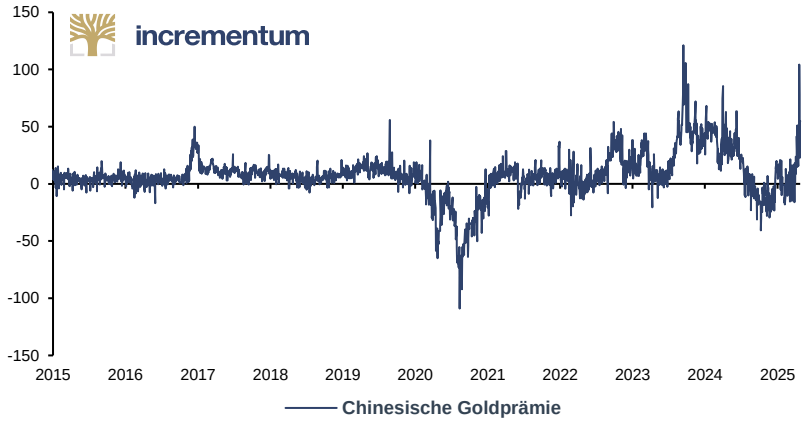
**Gold (lhs), in CNY, und Gesamte Gold-ETF-Bestände in China (rhs), in Mrd. CNY, 01/2015–04/2025**




Quelle: Pretiorates.com, Incrementum AG

**Nachdem das Handelsvolumen an der SGE im April massiv anstieg, legte die Prämie auf etwa 3% zu.** Die Erhöhung der Goldimportquoten für einige Geschäftsbanken durch die PBoC kann man als Reaktion auf die drastisch gestiegene Goldnachfrage deuten.

**Chinesische Goldprämie, in USD, 01/2015–04/2025**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Understanding that China plays the long game is one of the most important insights you can have about what lies ahead. China's leaders know where they want to be five and ten years out.*
**Stephen Leeb**

Dem World Gold Council zu Folge wurde diese Entwicklung durch die steigende Nachfrage nach einem sicheren Hafen in Zeiten von Handelskrieg und dem Risiko einer deutlichen Währungsabwertung ausgelöst. **Die Turbulenzen an den internationalen Märkten wirken damit als Katalysator für die ohnehin seit Langem voranschreitende Integration von Gold in das chinesische Finanzsystem.**

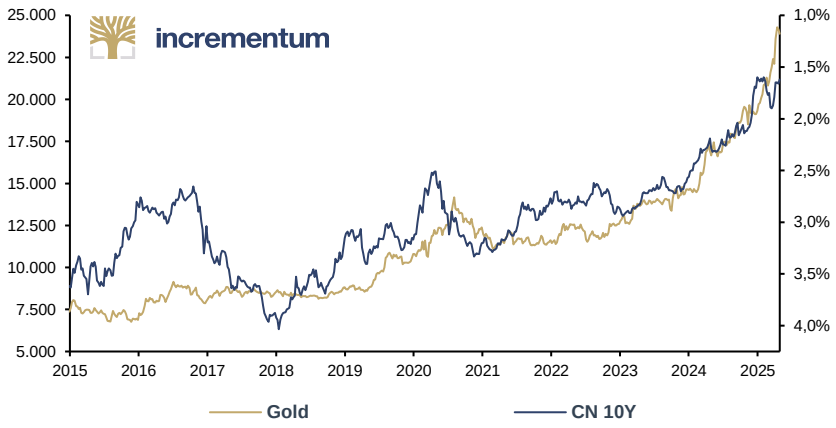
Vor kurzem hat die People's Bank of China (PBOC) zudem gemeinsam mit der National Financial Regulatory Administration (NFRA), der State Administration of Foreign Exchange (SAFE) und dem Shanghai Municipal People's Government einen Aktionsplan veröffentlicht, um Shanghais Rolle als internationales Finanzzentrum weiter auszubauen. Der Plan umfasst Maßnahmen zur Erleichterung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen, darunter die Internationalisierung des Produktliefersystems der Shanghai Gold Exchange (SGE) sowie die Einrichtung von Auslieferungslagern im Ausland. Diese Initiativen

sind Teil einer umfassenderen Strategie, um mehr globales Kapital anzuziehen, die Marktöffnung zu fördern und die Finanzinfrastruktur Shanghais stärker an internationale Standards anzupassen. **Durch die enge Verzahnung regulatorischer Unterstützung mit lokalen Regierungsinitiativen will China Shanghai als zentralen Knotenpunkt für den globalen Finanzverkehr, insbesondere im Rohstoffhandel und bei Finanzdienstleistungen, etablieren.**

*The freer the market, the freer the people.*
**Milton Friedman**

**Eine weitere wichtige Entwicklung, die in Zukunft bis zu 27,4 Mrd. USD an institutionellem Investitionspotenzial freisetzen könnte ist Chinas Anfang Februar in Kraft getretene regulatorische Öffnung des Goldmarktes für Versicherungsunternehmen.** Eine Nachricht, die ihre Schlagkraft erst richtig entfaltet, wenn man bedenkt, dass es sich hierbei nur um ein Pilotprojekt handelt und die Allokation noch auf 1% limitiert ist. Der Bank of America nach, machen das Niedrigzinsumfeld und sinkende Anleiherenditen, mit denen die chinesischen Versicherer konfrontiert sind, wahrscheinlich, dass von dieser Möglichkeit auch Gebrauch gemacht wird. Konkret könnten diese Käufe etwa 300 t Gold ausmachen und so etwa 6% des jährlichen physischen Marktes absorbieren.

**Gold (lhs), in CNY, und CN 10Y (rhs, invertiert), 01/2015–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Gold! Gold! Gold! Bright and yellow, hard and cold!*
**Thomas Hood**

**Mit diesem Schritt wird einer weiteren Integration von Gold in das chinesische Finanzsystem der Weg geebnet.** Hierfür spricht auch, dass Verträge über die Shanghai Gold Exchange, also die Börse des physischen Goldmarktes, abgewickelt werden sollen.

**Abschließend sei festgehalten, dass all diese Entwicklungen bei der Goldnachfrage einen bereits länger existierenden Trend verfestigen, der sich in die Nachfrageentwicklung des letzten Jahres einreiht und von Goldanlegern nicht verkannt werden darf.** Ein fundiertes Verständnis der zugrunde liegenden Fundamentalfaktoren ist unerlässlich, um im Rahmen des *Big Long* profitieren zu können.

# Sprott

Edelmetalle | Kritische Rohstoffe | Investitionen

# Neue Maßstäbe

## im Edelmetall-Investment™

Seit mehr als vier Jahrzehnten agieren wir entschlossen jenseits des Konventionellen und erweitern unsere Investmentstrategien. Dabei bleiben wir unseren zentralen Stärken treu:
**Investitionen in Gold- und Silberbarren und Bergbauunternehmen.**

Sprott ist ein weltweit aktiver Vermögensverwalter, der Anlegern Zugang zu Anlagestrategien in den Bereichen Edelmetalle und kritische Rohstoffe bietet.

Wir sind Spezialisten. Unser Wissen, unsere Erfahrung und unsere Beziehungen heben uns von den Generalisten ab.

---

**Weitere Informationen erteilt Ihnen das Sprott-Team unter**
**invest@sprott.com ▪ 888.622.1813 ▪ sprott.com**

Contrarian. Innovative. Aligned.®

©2025 Sprott Inc. Alle Rechte vorbehalten.

**sprott.com**

# Status quo von Gold – Fazit

*Gold is unique in the financial system, as it offers neither bankruptcy risk nor a counterparty risk. Gold is genuinely the ultimate riskless asset.*

**Charles Gave**

- **Die US-dominierte Welt- und Währungsordnung steht auf dem Prüfstand. Zentralbanken weltweit stocken ihre Goldreserven auf, um sich gegen geopolitische Risiken und die schwindende Stabilität des Finanzsystems abzusichern.**
- **Gold bleibt in Zeiten erhöhter Inflationsvolatilität und erwarteter Stagflation attraktiv. Starke Zuflüsse der ETFs in den letzten Monaten bestätigen die (späte) Rückkehr westlicher Investoren.**
- **Trotz nominalem Rekordhoch weist die Goldpreisentwicklung in der inflationsbereinigten Betrachtung weiterhin Aufwärtspotenzial auf.**
- **Rohstoffe sind historisch extrem günstig bewertet und könnten vor einem Comeback stehen.**
- **Angesichts der Marktstimmung und saisonaler Muster erwarten wir kurzfristige Verschnaufpausen beim Goldpreis, aber keine tiefgreifende Korrektur – vielmehr bleibt die „Buy the Dips"-Mentalität prägend.**
- **Die Incrementum Gold-Ratios (Wiesnbier, iPhone, Skiticket und Benzin) zeigen: Gold steigert kontinuierlich seine Kaufkraft und behauptet sich als stabiler Wertspeicher auch gegenüber Alltagsgütern.**

**Nach unserer Tour de Force durch das vielfältige Golduniversum wollen wir die wichtigsten Gedanken abschließend zusammenfassen.**

*Gold is simply permanent units of energy, labour, and time. Gold emanates from the canceling of those 3 but then forever represents them.*
**Roy Sebag**

**Die vergangenen Jahre zeigen, dass das Vertrauen in die US-zentrische Geld- und Weltordnung zunehmend schwindet.** Die Zentralbanken der Welt sprechen ihr *Vertrauen* – ganz im Sinne unseres *In Gold We Trust*-Reports – mehr und mehr Gold aus. Nicht zuletzt aufgrund seiner hohen Goldreserven behält der Westen derzeit noch die Dominanz im globalen Währungssystem. Diese Dominanz wird jedoch zunehmend infrage gestellt.

*Gold is a zero percent yielding, risk-free bond, with finite issuance and infinite duration.*
**Luke Gromen**

**Der Anteil von Gold an den Währungsreserven der Zentralbanken kann für Privatanleger ein geeigneter Bezugspunkt für die Gewichtung von Gold im eigenen Portfolio sein.** Die Zentralbanken der Industriestaaten halten rund 18% ihrer Währungsreserven in Gold.

**Goldreserven, Q4/2024**

| | Pro Kopf, in USD | % der Währungsreserven | % des BIP |
|---|---|---|---|
| China | 135,55 USD | 5,5% | 1,0% |
| Eurozone | 2.582,57 USD | 62,4% | 5,5% |
| Japan | 569,92 USD | 5,8% | 1,8% |
| Kanada* | 0,00 USD | 0,0% | 0,0% |
| Russland** | 1.217,10 USD | 29,5% | 8,1% |
| Schweiz | 9.814,85 USD | 9,6% | 9,3% |
| UK | 380,81 USD | 14,9% | 0,7% |
| USA | 2.037,16 USD | 75,0% | 2,3% |
| Welt* | 379,12 USD | 18,2% | 2,8% |

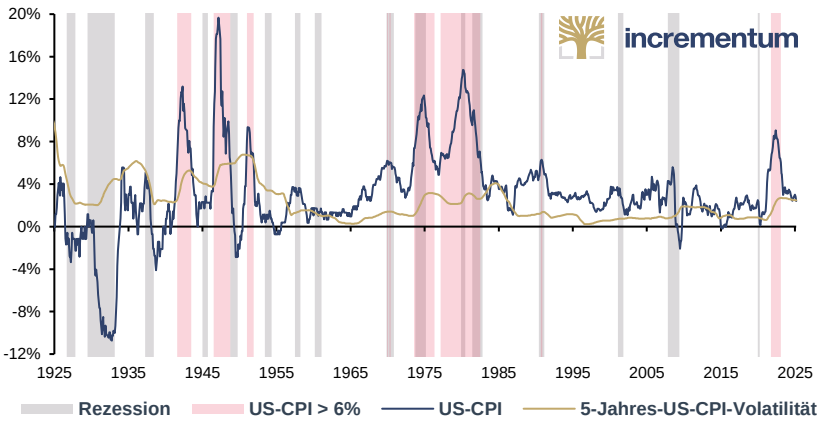
Quelle: IWF, Weltbank, World Gold Council, Incrementum AG
*Q3/2024, **Q2/2024

Auch unsere eigene quantitative Langzeitanalyse für den Zeitraum 1970 bis 2024, die wir im letztjährigen *In Gold We Trust*-Spezial „The Optimal Gold Allocation" vorgestellt haben, bestätigt diesen Befund: **Die idealen Goldquoten bewegen sich je nach Risikoaversion zwischen 14 und 20%.**

*Our New World Disorder will be characterised by greater volatility, higher inflation and deeper financial repression.*
**Alexander Chartres**

**Spät aber doch scheinen nun auch westliche Finanzinvestoren Gold wiederzuentdecken. Das zeigt das markante Anziehen der ETF-Nachfrage in den vergangenen Monaten.** Ein wesentlicher Grund dafür scheinen die latenten Inflations- bzw. Stagflationssorgen zu sein. Wie wir zuvor erläutert haben, erwarten wir in den nächsten Jahren eine erhöhte Inflationsvolatilität und mindestens eine weitere Inflationswelle. Die Hoffnung, wonach die Teuerung bereits besiegt sei und wir in die wohlige Zeit der *Great Moderation* zurückkehren werden, ist an den Klippen der Realität zerschellt. **Aufgrund der erhöhten Inflationsvolatilität dürfte die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen weiterhin positiv bleiben, was die Argumente für negativ korrelierte Portfolio-Hedges wie Gold umso stärker untermauert.**

**US-CPI, yoy, und 5-Jahres-US-CPI-Volatilität, 01/1925–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Nach Gold werden vermutlich auch Rohstoffe aus ihrem Dornröschenschlaf erwachen. Fundamental spricht nichts gegen eine Rally bei den Rohstoffen, kurzfristig sind die Aussichten infolge der Rezessionssorgen aber noch getrübt. **Grundsätzlich bietet eine Rohstoffallokation Investoren drei potenzielle Vorteile:**

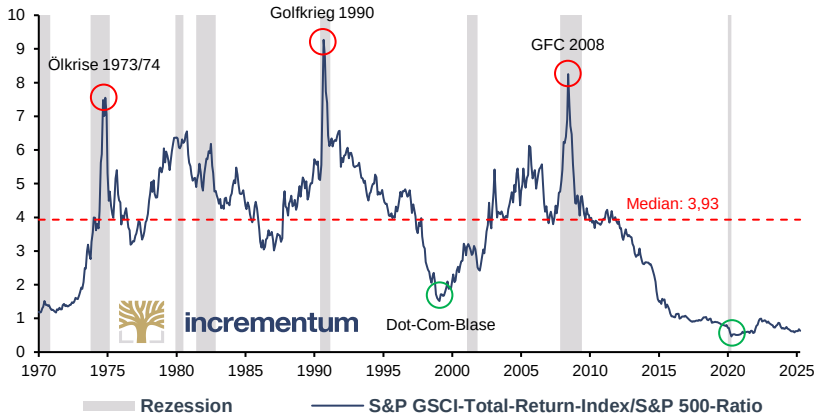
- langfristig positive Renditen
- geringe Korrelationen zu Aktien und Anleihen
- Absicherung gegen Inflationsdruck

*In terms of natural resource investing, you're either going to be a contrarian or you are going to be a victim. There isn't much by way of middle ground.*
**Rick Rule**

**Sehen wir uns nun die Entwicklung der Rohstoffe relativ zum Aktienmarkt an. Treue Leser wissen, dass der folgende Chart in den vergangenen Jahren einer der meistzitierten im *In Gold We Trust*-Report war.**[26] Er zeigt, dass die relative Bewertung von Rohstoffen gegenüber Aktien weiterhin historisch extrem günstig ist. Im Vergleich zum S&P 500 hat sich der *GSCI-Commodity-Index* (TR) von seinem historischen Tiefststand im April 2020 bislang kaum erholt. Das Ratio beträgt aktuell 0,63. Damit liegt es meilenweit von den Höchstständen entfernt und weiterhin deutlich unterhalb des langfristigen Medians von 3,93.

[26] Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin bedanken, der die Idee zu diesem Chart hatte.

**S&P GSCI Total Return Index/S&P 500-Ratio, 01/1971–04/2025**




Quelle: Torsten Dennin, Lynkeus Capital, LSEG, Incrementum AG

## Zur Bewertung des Goldpreises: Schon zu teuer oder immer noch günstig?

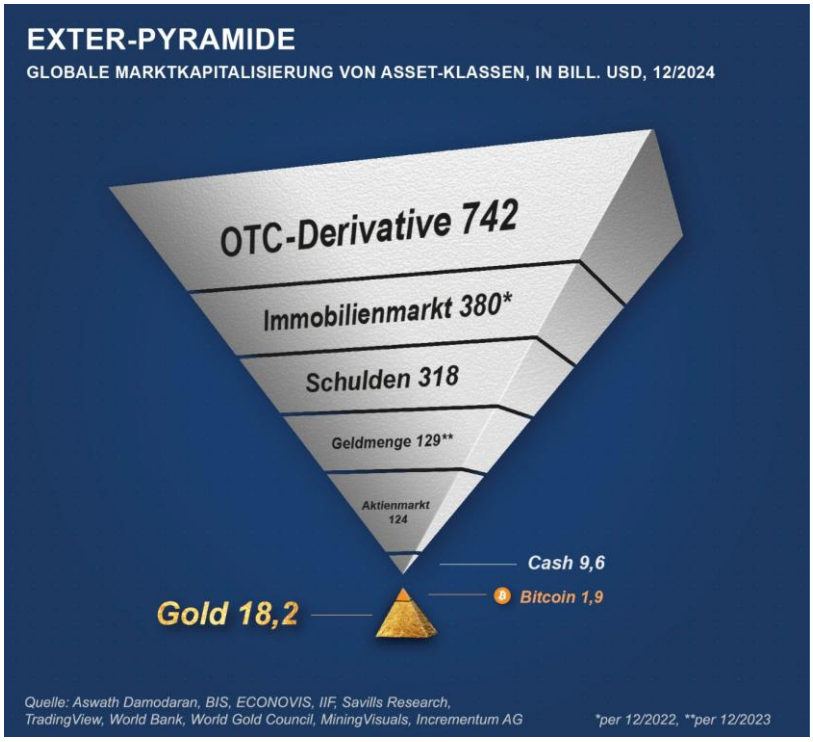
*Value does not exist outside the consciousness of men.*
**Carl Menger**

**In Folge des markanten Goldpreisanstiegs drängt sich nun die Frage auf: Ist Gold nun bereits zu teuer? Treue Leser unseres Reports wissen: Wert ist subjektiv.** Objektive Faktoren wie zum Beispiel die Produktionskosten spielen bei der Bewertung nur eine untergeordnete Rolle. So liegt der Marktwert eines Meisterwerks von Vincent van Gogh weit über dessen Herstellungskosten, ein Glas Wasser inmitten der Wüste wird anders bewertet als am Ufer des Wolfgangsees, und das erste Bier nach einer ausgedehnten Wanderung hat einen höheren Stellenwert als das fünfte. Dennoch wollen wir einige absolute und relative Preisvergleiche anstellen, um ein besseres Gespür für die Bewertung von Gold zu erhalten.

*Confidence is suspicion asleep.*
**John Exter**

Im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“ haben wir uns im Kapitel „Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide“ ausführlich mit den Thesen von John Exter befasst. Er sah Gold als „Spitze“ einer umgekehrten Schuldenpyramide, die in Wahrheit jedoch gar nicht Teil dieser Pyramide ist: Während sämtliche Elemente der Pyramide Schulden sind – selbst Bargeld stellt eine Verpflichtung der Zentralbank dar – ist Gold völlig frei von Verbindlichkeiten und damit die einzige echte Alternative zu Fiat-Geld.

**Bis dato führten Krisen eher zu einer Flucht in US-Staatsanleihen als in Gold, was die Schuldenpyramide stabil hielt.** Dies hat sich im Zuge der Marktturbulenzen nach dem Liberation Day grundlegend geändert. Trotz starker Verluste an den Börsen wurden zeitgleich auch US-Treasuries abgestoßen, Gold wurde hingegen akkumuliert. Ob diese Entwicklung eine nachhaltige Veränderung der Reaktionsfunktion bedeutet, ist aktuell noch nicht absehbar. Doch schwindet einmal das Vertrauen in US-Staatsanleihen, so würde die Pyramide kollabieren, und Gold würde zum letzten Zufluchtsort aufsteigen.




*What's the difference between a liquidity and a solvency event? Usually about an hour and a half.*
**Russell Napier**

**Exter war überzeugt, dass Papiergeld nur dann funktioniert, wenn es jederzeit vollständig in Gold einlösbar ist – andernfalls sei ein Zusammenbruch vorprogrammiert**. Die wachsende Kluft zwischen Geldmenge und Goldreserven verdeutlicht, wie sehr sich das Finanzsystem bereits von einer soliden Basis entfernt hat. In Zeiten monetärer Experimente ist Exters Warnung aktueller denn je: Was würde passieren, wenn Finanzwerte, von denen geglaubt wird, dass sie stets liquide sind, eines Tages ihre *Geldigkeit* einbüßen und es für sie plötzlich keine Nachfrage mehr gibt? Dann dürfte das Kartenhaus, wie von Exter beschrieben, in sich zusammenfallen.

*In reality there is no such thing as an inflation of prices, relatively to gold. There is such a thing as a depreciated paper currency.*
**Lysander Spooner**

**Ein absoluter Preisvergleich eines Gutes, das in einer Fiat-Währung denominiert ist, ist insbesondere über längere Zeiträume irreführend.** Qualität und Kaufkraft eines US-Dollars heute unterscheiden sich maßgeblich von einem US-Dollar des Jahres 1980. Als der Goldpreis sein finales Allzeithoch im Jänner 1980 bei einem Preis von 850 USD markierte, lag das durchschnittliche US-amerikanische Haushaltseinkommen bei rund 17.000 USD pro Jahr. Heute würde man mit einem solchen Haushaltseinkommen bereits weit unterhalb der Armutsgrenze leben. Auch der Verschuldungsstand hat sich seitdem signifikant verändert. Waren die USA zum Zeitpunkt des damaligen Allzeithochs 1980 noch mit 863 Mrd. USD verschuldet, so sind es aktuell bereits mehr als 36 Bill. USD. Damit ist die US-Staatsverschuldung um den Faktor 42 angewachsen.

**Eine Möglichkeit, das Problem der Unvergleichbarkeit von Preisen im Zeitverlauf zu lösen, sind inflationsbereinigte Zeitreihen.** Nachfolgend stellen wir den Goldpreis sowohl nominell als auch inflationsbereinigt dar. Um zwei unterschiedliche Perspektiven zu berücksichtigen, bereinigen wir den Goldpreis im Folgenden sowohl mit dem „amtlichen" CPI als auch mittels der *Shadow-Stats*-Inflationsdaten. In der inflationsbereinigten Betrachtung auf Grundlage der offiziellen CPI-Zahlen hat Gold das reale Allzeithoch auf

Monatsendbasis von 2.684 USD aus dem Jahr 1980 im Oktober 2024 überschritten. Auf Basis der Shadow-Stats-Inflationsberechnung wurde das inflationsbereinigte Allzeithoch von 25.480 USD bei Weitem noch nicht erreicht. **Die Wahrheit liegt – wie so oft – vermutlich in der goldenen Mitte.**

Gold, (Nominal) and (US-CPI-bereinigt (Offiziell) – 03/2025) (lhs), und (US-CPI-bereinigt (Shadowstats) – 03/2025) (rhs), in USD, 01/1970–03/2025

Quelle: Shadowstats, LSEG, Incrementum AG

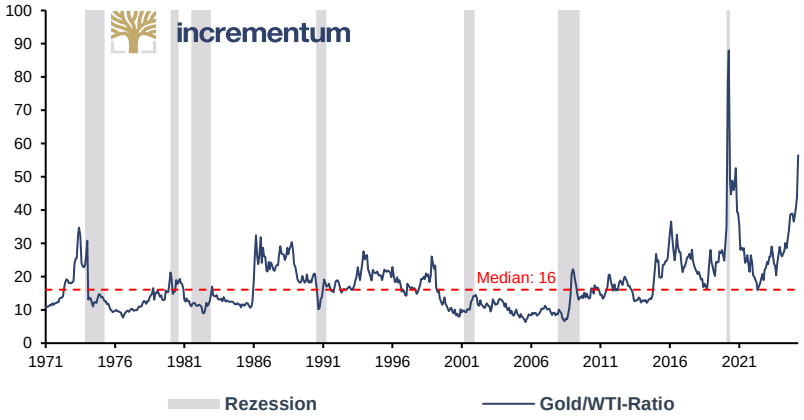
**Eine andere Möglichkeit der Bewertung sind relative Preisvergleiche, also Ratios.** Diese geben die Tauschverhältnisse zweier Güter im Laufe der Zeit an. Diese Darstellung ist insbesondere dann vorteilhaft, wenn man das Austauschverhältnis zweier Güter mit normierter Qualität über die Zeit vergleicht.

## Das Gold/Öl-Ratio: Extremwert erreicht

*The most important of these rules is the first one: the eternal law of reversion to the mean (RTM) in the financial markets.*
**John Bogle**

**Während Gold ein monetärer Rohstoff ist, ist Öl der wichtigste Verbrauchsrohstoff der Welt.** Nach dem Kollaps des Ölpreises im Zuge des Ausbruchs des Zollkonflikts und der damit verbundenen Konjunktursorgen erhält man per Ende April für eine Unze Gold über 55 Barrel Öl. Dies liegt deutlich über dem langfristigen Median in Höhe von 16. **Öl scheint in Relation zu Gold klar unterbewertet zu sein.**

Gold/WTI-Ratio, in USD, 01/1971–04/2025




Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

*Oil fuels the world, gold calms it.*
**Börsenweisheit**

**Was steckt hinter dieser Diskrepanz zwischen „aktueller Energie“ (Öl) und „gespeicherter Energie“ (Gold)?** Hauptgrund ist offenbar die veränderte Wahrnehmung von Gold als Wertspeicher, denn von 1970 bis 2015 schwankte das Ratio meist zwischen 9 und 20, ab 2015 hingegen zwischen 20 und 40.

*Gold itself is nothing but energy transformed.*
**Charles Gave**

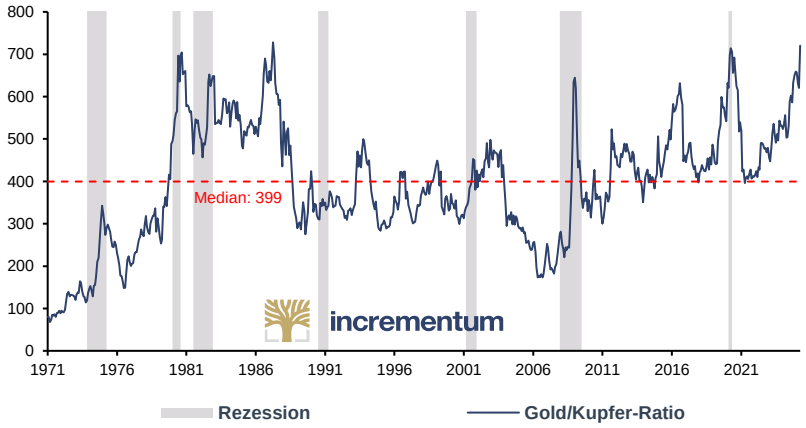
**Bei einem Goldpreis von 3.288 USD per Ende April und einer Normalisierung des Gold/Öl-Ratios in Richtung des Medians von 16 läge der Ölpreis bei 205 USD.**

## Das Gold/Kupfer-Ratio: Ein Konjunktur-Ratio

*If Dr. Copper has a PhD in economics, and is an expert on the business cycle, then gold is a professor with a Nobel Prize in monetary debasement.*
**Charlie Morris**

**Kupfer ist *das* Industriemetall schlechthin**. Es findet zahlreiche Anwendungsgebiete in diversen Bereichen der Wertschöpfungskette. Interessant ist dabei, dass sich in der Vergangenheit Höchststände sowohl in Zeiten inflationärer als auch deflationärer Krisen ausbilden konnten. Das Ratio befindet sich seit 2006 in einem Aufwärtstrend. Der Median liegt bei 399 und somit deutlich unterhalb des aktuellen Wertes, der die historischen Extremwerte um 700 kürzlich erreicht hat. **In der langfristigen Betrachtung scheint Kupfer gegenüber Gold somit deutlich unterbewertet zu sein.**

Gold/Kupfer-Ratio, in USD, 01/1971–04/2025




Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

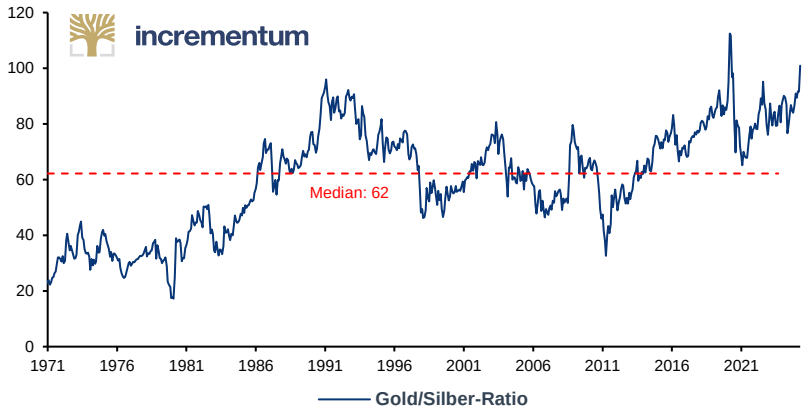
## Gold/Silber-Ratio: Der Inflations-Deflationsindikator

*The ratio between gold and silver has been a market barometer for thousands of years.*
**James Rickards**

**Die bisherigen Ratios waren konjunktursensible Indikatoren.** Das von uns alljährlich im *In Gold We Trust*-Report thematisierte Gold/Silber-Ratio ist ein Spezialfall, denn es dient als exzellenter Indikator für die Wechselwirkungen zwischen Inflation und Deflation.[27] Denn Silber weist einen Hybridcharakter auf, mit einerseits monetären Eigenschaften und andererseits konjunktursensitiver industrieller Nachfrage[28] Der verhältnismäßig kleine Silbermarkt reagiert sensibel auf Geldflüsse aus den Finanzmärkten, weswegen der Silberpreis während Goldbullenmärkten meist noch stärker steigt als der Goldpreis.[29] **Insofern kann man das Gold/Silber-Ratio auch als Deflations/Reflations-Ratio bezeichnen. Aktuell signalisiert es, dass der deflationäre Druck und zudem die rezessiven Kräfte zugenommen haben.** Das seit 2011 ansteigende und mittlerweile extrem hohe Gold/Silber-Ratio von leicht über 100 signalisiert eine klare Präferenz der Marktteilnehmer für den großen Bruder Gold.

[27] Siehe „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?“, „Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2015
[28] Für unsere Analyse des Silbermarkts, siehe „Die Suche nach der Silver Bullet: Eine Analyse der Silberpreiskatalysatoren“ in diesem In Gold We Trust-Report
[29] Siehe „Silbers goldene Ära?“, In Gold We Trust-Report 2023

**Gold/Silber-Ratio, 01/1971–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Fazit: Einige Parallelen zwischen The Big Short und The Big Long

*I may be early, but I'm not wrong.*
**Michael Burry**

**Die Parallelen zwischen *The Big Short* und *The Big Long* sind frappierend: Beiden liegt eine fundamentale Fehlbewertung der Märkte zugrunde.** Während 2008 eine kleine Gruppe von Wallstreet-Außenseitern erkannte, dass der Immobilienmarkt auf einem Trugbild aus systematisch falsch bepreisten Risiken und exzessiver Verschuldung basierte, stehen wir heute vor einer noch weitaus größeren Fehlbewertung: dem Wert der Fiat-Währungen, der globalen Schuldenlast und letztlich von Gold selbst.

*The hot hand fallacy occurs when people expect random sequences to exhibit systematic reversals less frequently than they actually do, causing them to perceive streaks as predictive of future success.*
**Richard Thaler**

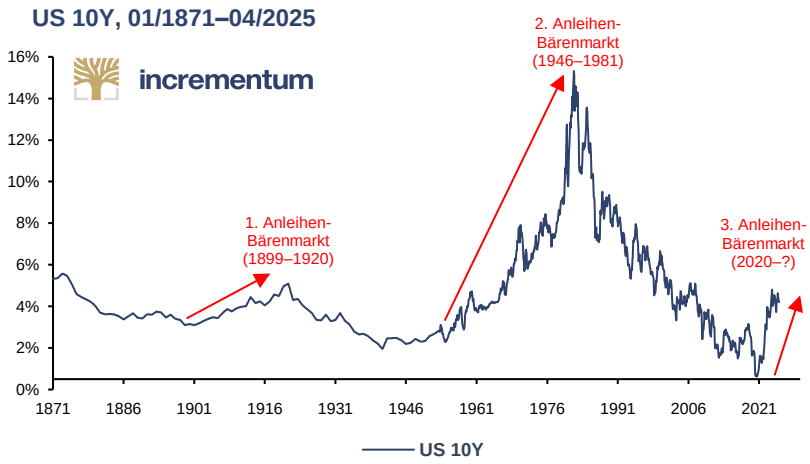
**Ein weit verbreiteter Denkfehler, der auch im Film „The Big Short" anschaulich und humorvoll erklärt wird, ist die sogenannte *Hot-Hand-Fallacy*.** Dieser von Nobelpreisträger Richard Thaler erforschte Irrglaube beruht auf der Annahme, dass sich vergangene Entwicklungen mit hoher Wahrscheinlichkeit in der Zukunft fortsetzen. Gerade im Kontext eines beginnenden Paradigmenwechsels an den Finanzmärkten wird deutlich, wie trügerisch und gefährlich dieser Denkfehler sein kann.

**Ein Beispiel dafür ist die vermeintliche Unfehlbarkeit der Mag7-Aktien.** Ein weiteres Paradebeispiel für die Hot-Hand-Fallacy ist die Dominanz des US-Dollars im globalen Finanzsystem. Die vergangenen Jahrzehnte haben gezeigt, dass der US-Dollar als weltweite Leitwährung unangefochten war. Doch daraus zu schließen, dass dieser Status ewig währt, blendet die Geldgeschichte völlig aus. Leitwährungen wie der florentinische Fiorino d'Oro, der spanische Real, der holländische Gulden bis zum britischen Pfund kamen und gingen. Die schrittweise De-Dollarization reiht sich nahtlos in dieses Auf und Ab ein.[30]

[30] Siehe „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold", In Gold We Trust-Report 2024; „From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce – Debatte zwischen Brent Johnson und Louis-Vincent Gave", In Gold We Trust-Report 2024; „De-Dollarization: Der finale Showdown?", In Gold We Trust-Report 2023; „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order", In Gold We Trust-Report 2023; „Eine neue Weltordnung entsteht", In Gold We Trust-Report 2022

Ein weiteres Beispiel für die Hot-Hand-Fallacy ist die vermeintlich unumstößliche negative Korrelation zwischen positiven Realzinsen und der Goldpreisentwicklung. Jahrzehntelang galt als gesetzt: Steigende Realzinsen schwächen Gold, während negative Realzinsen Gold beflügeln. Doch dieses eherne Gesetz scheint nicht mehr gültig.

**An diesem Punkt setzt das von uns im *In Gold We Trust*-Report 2024 präsentierte „Neue Gold Playbook“ an:** Die alten Korrelationen und Anlagegewissheiten verlieren zunehmend an Aussagekraft. Die Annahme, dass US-Staatsanleihen risikofrei sind, wurde in den letzten Wochen erschüttert. Ebenso zeigt sich, dass die Inflation keineswegs nur ein kurzfristiges Phänomen war, das durch aggressive Zinserhöhungen wieder in den Griff zu bekommen ist. Die Mechanismen, die Gold früher bremsten, könnten sich in der neuen Ära der finanziellen Repression sogar ins Gegenteil umkehren.




Quelle: Yale.edu, Incrementum AG

*I'm standing in front of a burning house, and I'm offering you fire insurance on it.*
**Steve Eisman**

**Gold – der historische Antagonist ungedeckter Währungen – ist der große Profiteur dieser Entwicklung.** Als Asset ohne Ausfallsrisiko bietet Gold einen echten Wertspeicher, während Fiat-Geld und andere Währungssysteme auf Schulden basieren – Schulden, die stetig wachsen müssen.

# In Gold We Trust-Extra: Incrementum Gold/Wiesnbier-Ratio[31]

Mit freundlicher Genehmigung von:
Exithamster

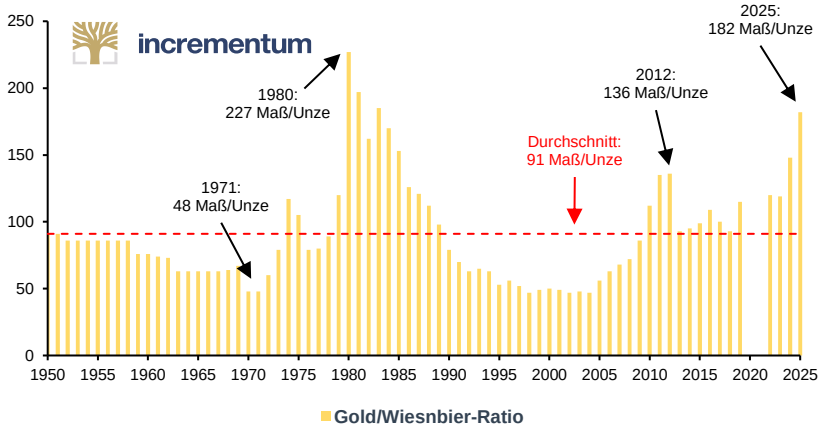
**Am 20. September wird es wieder heißen: „O'zapft is!".** Und auch wenn der Preis der Maß Bier am Oktoberfest 2025 noch nicht feststeht, ist eines sicher: Der goldanlegende Volksfestliebhaber wird aufgrund der massiv gestiegenen Bierkaufkraft des Goldes aufpassen müssen, seine Gesundheit nicht aufs Spiel zu setzen. Denn der Goldpreisrausch ermöglicht einen Bierrausch der Sonderklasse, auch wenn der Preis für eine Maß Wiesnbier ebenfalls weiter steigt. Im vergangenen Jahr wurde zum ersten Mal die Marke von 15 EUR für eine Maß gebrochen.

*Without question, the greatest invention in the history of mankind is beer. Oh, I grant you that the wheel was also a fine invention, but the wheel does not go nearly as well with pizza.*
**Dave Barry**

Mit 182 Maß Wiesnbier pro Unze Gold zu von uns geschätzten 15,70 EUR pro Maß[32] wird sich der Goldanleger beim kommenden Oktoberfest gleich um 34 Maß mehr gönnen können als im vergangenen Jahr und sogar um 63 Maß mehr als 2023.

**Ist Gold auf der Wiesn somit bereits *maßlos* überteuert?** Trotz der markanten Steigerung der Bierkaufkraft des Goldes liegt das aktuelle Ratio noch immer deutlich unter dem absoluten Hoch von 227 Maß im Jahr 1980. Allerdings befindet sich die aktuelle Wiesnbierkaufkraft mittlerweile schon deutlich über dem 76-jährigen Durchschnitt von 91 Maß.

**Gold/Wiesnbier-Ratio, 1950–2025**




Quelle: Statista, LSEG, Incrementum AG

*Alcohol is like Photoshop for real life.*
**Will Ferrell**

**Wer in den vergangenen Jahren auf Gold setzte, sitzt beim Oktoberfest definitiv nicht auf dem Trocknen.** Zumal er angesichts der ausgeprägten Goldpreisrally zu seinen Maß Bier auch die anderen kulinarischen Köstlichkeiten des Oktoberfests wie Brathendl, Obatzda und Bierradi genießen kann.

---

[31] Ausführlicher widmen wir uns dem Gold/Wiesnbier-Ratio alljährlich im Herbst in einem In Gold We Trust-Special. Für das In Gold We Trust-Special aus dem Vorjahr siehe „O'zapft is! – Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2024", In Gold We Trust-Spezial, Oktober 2024

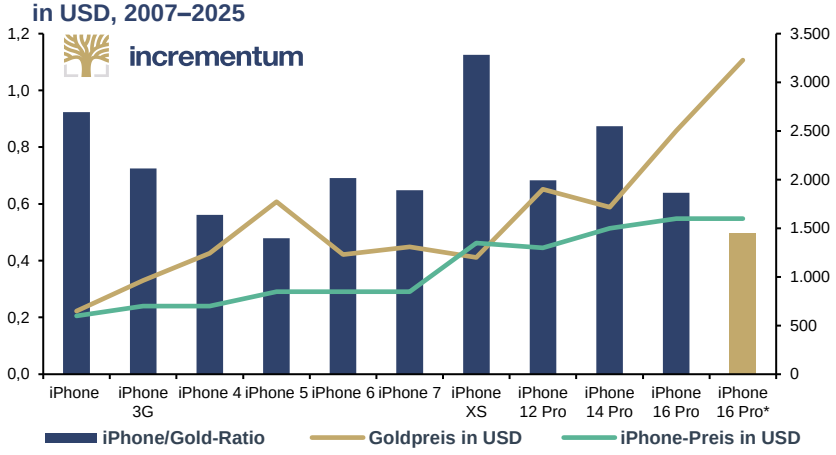
[32] Unterstellt haben wir, dass sich der Preis für die Maß Bier heuer wie im Vorjahr um 2,7% erhöht.

# In Gold We Trust-Extra: Incrementum iPhone/Gold-Ratio[33]

*You realize how old you are when you tell a kid you had phones attached to the wall. They look at you like you just said you rode dinosaurs to the iPhone store.*
**Chris Rock**

**„Was nichts kostet, ist nichts wert!" – oder anders gesagt: Qualität hat ihren Preis. Gemäß dieser Devise könnte für Goldanleger mittlerweile der Eindruck entstehen, dass das iPhone an Qualität eingebüßt hat. Schließlich ist, in Gold ausgedrückt, der Preis eines iPhones in den vergangenen Jahren in den Keller gerasselt.** Mitte April kostete das aktuelle Modell, das *iPhone 16 Pro* mit 1 TB Speicher, nur mehr 0,50 Unzen Gold. Bei der Markteinführung im Herbst waren es noch 0,64 Unzen gewesen. Für das allererste iPhone mussten 2007 überhaupt noch 0,92 Unzen Gold aufgewendet werden. Der Durchschnittspreis seit 2007 liegt bei 0,74 Unzen Gold.

**iPhone/Gold-Ratio (lhs), und Goldpreis und iPhone-Preis (rhs), in USD, 2007–2025**




Quelle: venturebeat.com, LSEG, Incrementum AG
*Goldpreis per 15/04/2025

Für deutlich weniger an Gold erhält der Käufer allerdings deutlich mehr iPhone. Die Leistungsfähigkeit des iPhones 16 ist eine völlig andere als die der ersten iPhone-Generation.

| | 2007 | 2012 | 2017 | 2024 | 2024 vs. 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| | iPhone | iPhone 5 | iPhone X | iPhone 16 Pro | |
| Arbeitsspeicher | 128 MB | 512 MB | 4 GB | 8 GB | 64 x |
| Speicher | 16 GB | 16 GB | 512 GB | 1 TB | 64 x |
| Megapixel | 2,0 | 8,0 | 12,0 | 48,0 | 24 x |
| Kameras | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 x |
| Akku | 1150mAh | 1440mAh | 3174mAh | 3577 mAh | 3,1 x |
| Auflösung | 480 x 320 (163 ppi) | 640 x 1136 (326 ppi) | 2436 x 1125 (458 ppi) | 2622 x 1206 (460 ppi) | 2,8 x |

*They've done it again. The new iPhone is thinner, lighter, and faster. Because what we all really need in life is less physical presence and more speed.*
**Conan O'Brien**

Gänzlich anders stellt sich hingegen die Entwicklung in US-Dollar dar. Für das Einführungsmodell von 2007 wurden noch 599 USD verlangt, heute sind es 1.599 USD und damit um über 150% mehr. Das entspricht einer jährlichen iPhone-Inflationsrate von 5,9%. **Man sieht: Gold erhöht seine Kaufkraft sogar bei Produkten, die technologisch weiterentwickelt werden.**

[33] Ausführlicher widmen wir uns dem iPhone/Gold-Ratio wieder in diesem Herbst in einem In Gold We Trust-Special, wenn das neue iPhone präsentiert wird. Für das In Gold We Trust-Special aus dem Vorjahr siehe „Das iPhone/Gold-Ratio-2024", In Gold We Trust-Spezial, September 2024

## In Gold We Trust-Extra: Incrementum Gold/Skiticket-Ratio[34]

*Und wann der Schnee staubt / Und wann die Sunn' scheint / Dann hob' i ollas Glück in mir vereint / I steh' am Gipfel, schau' obe ins Tal / A jeder is glücklich, a jeder fühlt sich wohl.*
**Schifoan, Wolfgang Ambros**

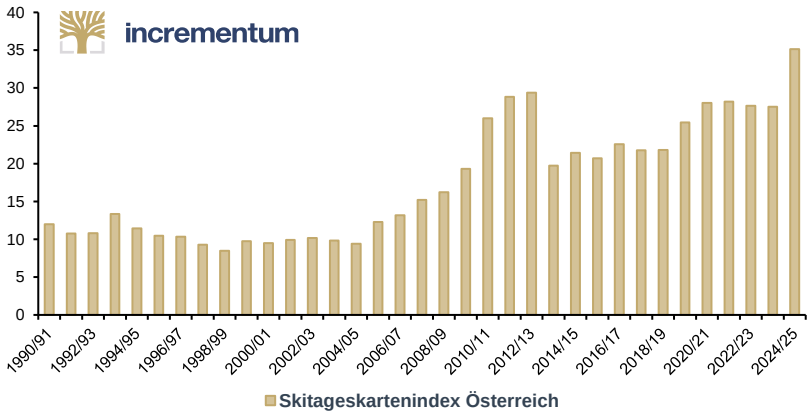
**Die Wintersaison 2023/24 war zwar – zumindest in den Alpen – keine besonders schneereiche, dafür eine mit überdurchschnittlich viel Sonnenschein. Diese Flut an Sonnenschein war für all jene, die ihre Skitickets mit Euro bezahlten, sicher eine Entschädigung dafür, dass auch heuer die Skiticketpreise in Euro deutlich stiegen.** Ein gleichgewichteter Index aus 11 Skigebieten in Salzburg, Tirol und Vorarlberg[35] legte im Vergleich zur Wintersaison 2023/24 im Schnitt um 6,0% zu. Das ist weniger als die 10,2% im Vorjahr und die 8,1% in der Wintersaison 2022/23, aber weiterhin deutlich mehr als der langjährige Durchschnitt von 3,5%.

Goldanleger erfreuten sich diese Wintersaison nicht nur an der Sonne, sondern auch an den stark gefallenen Preisen. **Kaufte in den beiden vergangenen Wintersaisonen eine Unze Gold noch 27,6 Tageskarten, waren es dieses Jahr mit 35,2 Tageskarten gleich um 7,6 Karten oder 27,5% mehr.** Dem kräftigen Anstieg des Goldpreises in Euro um 35,6% im Kalenderjahr 2024 sei Dank.

*No friends on powderdays!*
**Englische Pistenweisheit**

**Mit großem Abstand war die Wintersaison 2024/25 somit die ausgiebigste Skisaison für Goldanleger.** Der bisherige Höchstwert von 29 Tageskarten aus der Wintersaison 2012/13 wurde pulverisiert. Im Vergleich zur Wintersaison 1998/99, in der man für eine Unze Gold lediglich 8,5 Tageskarten erhielt, konnte man heuer mehr als vier Mal so lange die Pisten runterwedeln. Weiters sollte auch berücksichtigt werden, dass sich die Qualität in den österreichischen Skigebieten (Liftanlagen, Pistenkilometer, mechanische Beschneiung etc.) Jahr für Jahr verbessert.

**Gold/Skiticket-Ratio, WS1990/91–WS2024/25**




Quelle: ZUKUNFT SKISPORT, LSEG, Incrementum AG

[34] Für das In Gold We Trust-Special aus diesem Winter siehe „Schifoan – Das Gold/Skiticket-Ratio 2025", In Gold We Trust-Spezial, Jänner 2025. Ein Update publizieren wir nächstes Jahr wieder pünktlich zu den Hahnenkammrennen in Kitzbühel Ende Jänner.
[35] Die elf Skigebiete sind: Stubaier Gletscher, Kitzbühel, Obertauern, Kleinwalsertal, Arlberg, Wilder Kaiser, Sölden, Wagrain/Snow Space, Fiss, Steinplatte und Schmittenhöhe. Wir danken Günther Aigner von ZUKUNFT SKISPORT für die Daten. Mag. Aigner ist einer der renommiertesten Experten und ein Top-Speaker zum Thema.

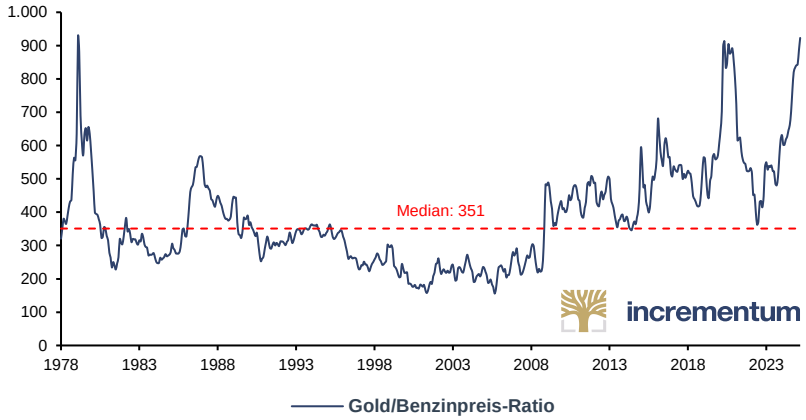
# In Gold We Trust-Extra: Incrementum Gold/Benzinpreis-Ratio[36]

*The one thing that unites all human beings, regardless of age, gender, religion, or ethnic background, is that we all believe we are above-average drivers.*
**Dave Barry**

**In wenigen Wochen ist es wieder so weit. Zu den 4.-Juli-Feierlichkeiten werden unzählige Menschen quer durch die USA reisen, um diesen Feiertag mit Freunden und Verwandten zu begehen.** Das Auto ist und bleibt das wichtigste Transportmittel in den USA, somit hat der Benzinpreis einen starken Einfluss auf die Zufriedenheit mit der Politik. Denn je weniger Geld für Benzin ausgegeben werden muss, desto mehr Geld bleibt für andere Ausgaben.

Das gilt erst recht für Goldanleger, denn für diese ist Benzing so billig wie schon lange nicht mehr. **Eine Unze Gold kaufte im März bereits 923 Gallonen Sprit.** Damit wurde der alte Rekord aus dem Februar 1978 knapp nicht übertroffen.

**Gold/Benzinpreis-Ratio, 01/1978–03/2025**




Quelle: Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG

*The freedom of the open road is seductive, serendipitous, and absolutely essential to the American spirit.*
**Jack Kerouac**

**Für den Autofahrer ist allerdings nicht entscheidend, wie viele Gallonen er mit einer Unze kaufen kann, sondern wie weit er damit fahren kann.** Und die Reichweite pro Unze Gold ist abhängig vom – stark fallenden –Durchschnittsverbrauch. Kam man Ende der 1970er-Jahre mit einer Gallone knapp 17 Meilen weit, sind es heute fast doppelt so viele. Das bedeutet: Konnte man 1978 mit einer Unze Gold rund 5.200 Meilen zurücklegen, so waren es im März mit über 30.000 Meilen fast sechs Mal so viele.

**Für Goldanleger zeigt sich einmal mehr:** Egal ob auf dem Oktoberfest, im Apple Store, auf den Skipisten oder an der Tankstelle – wer in Gold anlegt, erhält überall einen Sonderrabatt auf die Euro- bzw. die US-Dollar-Preise. Anders gesagt: Er bekommt deutlich mehr für sein Gold als jeder andere für sein (Papier-)Geld.

[36] Eine ausführliche Darstellung veröffentlichen wir pünktlich vor den Feierlichkeiten zum US-Unabhängigkeitstag am 4. Juli. Für das In Gold We Trust-Special aus dem Vorjahr siehe „On the Road again – Das Gold/Benzin-Ratio 2024“, In Gold We Trust-Spezial, Juli 2024

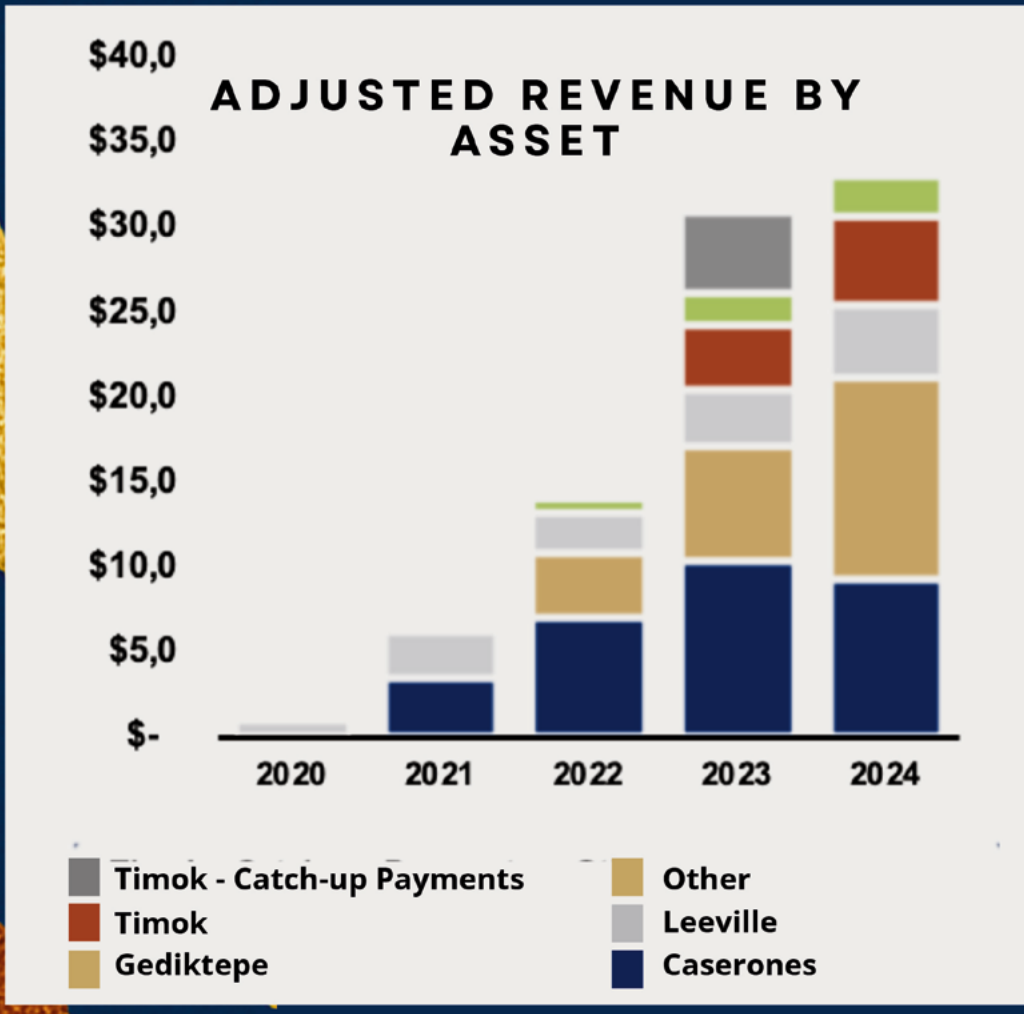
EMX® ROYALTY CORP

THE ROYALTY GENERATOR®

# Growing cashflow from 7 producing royalties

## Pre-Production Payments from 40 Royalties

## Total of 140 Royalties worldwide





Isabel Belger
Investor Relations Manager
Office: +1 (303) 973-8585
Mobile: +49 178 490903
email: ibelger@emxroyalty.com


WWW.EMXROYALTY.COM

# 1970er, 2000er, 2020er…: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt

*The chase is better than the catch.*

**H.P. Baxxter**

- **Goldene Aussichten für eine Fortsetzung des Bullenmarkts: Zahlreiche enantiodromische Entwicklungen schaffen ein Umfeld geprägt von Unsicherheit, Volatilität und Vertrauensverlust, das Gold begünstigt. Was für das klassische 60/40-Portfolio zur Belastungsprobe wird, ist für Gold die ideale Bühne seiner relativen Stärke.**
- **Ein Blick in die Vergangenheit unterstreicht das Potenzial der kommenden Jahre: Sowohl in den 1970er- als auch in den 2000er-Jahren konnte sich der Goldpreis nach der ersten Dekadenhälfte jeweils vervielfachen.**
- **Insbesondere Performance-Gold in Form von Silber und Goldminenaktien könnte im Fahrwasser von Gold überproportional profitieren und neben Gold zum Big Long der zweiten Dekadenhälfte avancieren.**
- **Das bislang moderate Abschneiden des Rohstoffsektors in der aktuellen Dekade eröffnet Spielraum, vor allem, wenn sich strukturelle Engpässe, geopolitische Fragmentierung und Investitionszurückhaltung weiter zuspitzen.**
- **Nach der jüngsten Rally nähert sich das 2020 ausgerufene Dekaden-Ziel von 4.800 USD im Basisszenario mit rasanter Geschwindigkeit. Je nach makroökonomischer Entwicklung dürfte sich der Goldpreis bis Dekadenende in einem Korridor zwischen 4.800 und 8.900 USD – dem inflationären Szenario – einpendeln.**
- **Das neue 60/40-Portfolio konnte das alte 60/40-Portfolio seit der Veröffentlichung des letztjährigen In Gold We Trust-Reports deutlich outperformen. Die aktuellen Rahmenbedingungen lassen erwarten, dass diese Entwicklung auch künftig Bestand haben dürfte.**

## Der Enantiodromie-Moment von Gold

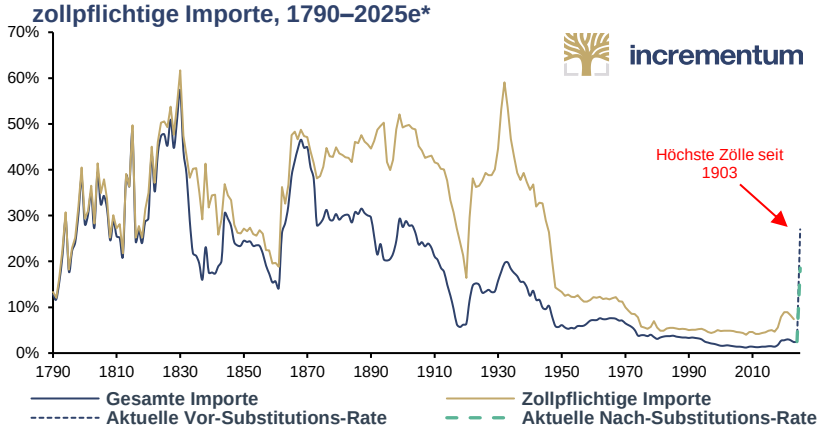
*Alles fließt, nichts bleibt.*
*Panta rhei, ouden menei.*
**Heraklit**

Die Geschichte lehrt uns mit leiser, aber eindringlicher Stimme: Wo Extreme herrschen, wächst das Potenzial zur Umkehr. Zustände, die überdehnt oder erschöpft sind, kippen in ihr Gegenteil. **Dieses von Heraklit als „*Enantiodromie*" benannte Prinzip zeigt sich heute in zahlreichen politischen, gesellschaftlichen und ökonomischen Entwicklungen. Wir erleben das Umschlagen eines alten Drehbuchs in ein neues Kapitel.**

*The state is that great fiction by which everyone tries to live at the expense of everyone else – especially through tariffs.*
**Frédéric Bastiat**

Globalisierung, einst der unaufhaltsame Pulsschlag der Weltwirtschaft, wird zunehmend vom Takt des Protektionismus überlagert. Paradebeispiel hierfür sind die neuen Zollbestimmungen der USA. **So wird erwartet, dass der durchschnittliche Zollsatz auf US-Importe laut dem Yale Budget Lab mit 27% (Vor-Substitutions-Rate per 9. April) ein Niveau erreichen könnte, das zuletzt vor über 100 Jahren zu beobachten war.** Die Berechnungen sind allerdings mit Vorsicht zu genießen, da sowohl eine Rücknahme der angekündigten und verzögerten Zölle als auch die Einführung neuer Handelsbarrieren nicht auszuschließen ist. Die Nach-Substitutions-Rate, also jene Rate, die nach geschätzten Substitutionseffekten realisiert werden würde, liegt per 9. April laut Berechnungen des Yale Budget Labs bei 18,54%.

**Durchschnittlicher US-Zollsatz auf gesamte Importe und zollpflichtige Importe, 1790–2025e***

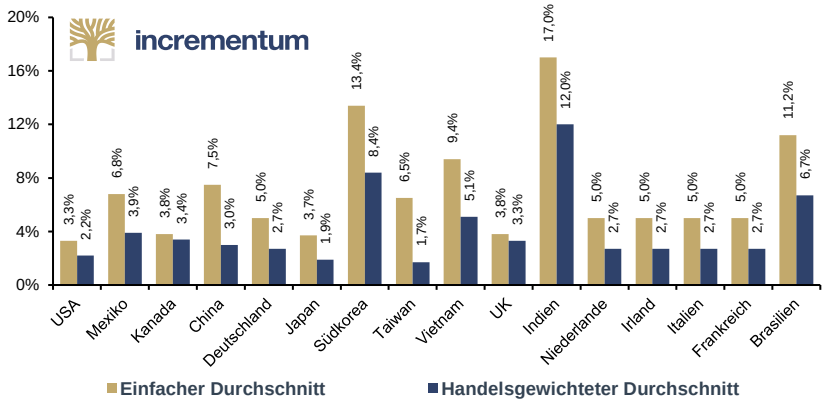



Quelle: Douglas A. Irwin, Tax Foundation, Yale University The Budget Lab, Incrementum AG
*Prognose für 2025 berücksichtigt die bis zum 9. April angekündigten Zölle.

*Deals are my art form. I like making deals, preferably big deals.*
**Donald Trump**

**Im selben Atemzug ist festzuhalten, dass die USA bis zuletzt zu den westlichen Ländern mit den niedrigsten durchschnittlichen Importzöllen zählten.** Insofern lässt sich die Neuausrichtung der Handelspolitik auf den ersten Blick zumindest teilweise als Versuch einer reziproken Politik deuten. Allerdings greift dieser Gedanke in der Realität nur bedingt: Die neuen Maßnahmen schießen deutlich über das Ziel hinaus und orientieren sich nicht an den tatsächlichen Zollsätzen anderer Nationen, sondern nehmen das amerikanische Handelsbilanzdefizit als politischen Maßstab. Damit wird Reziprozität weniger zum Ausgleichsmechanismus, sondern zur Begründung einer weitreichenden, strukturell aggressiveren Handelspolitik.

**Durchschnittliche Zollsätze der USA und ihrer 15 wichtigsten Handelspartner, 2024**




Quelle: David Lawder, WTO, Incrementum AG

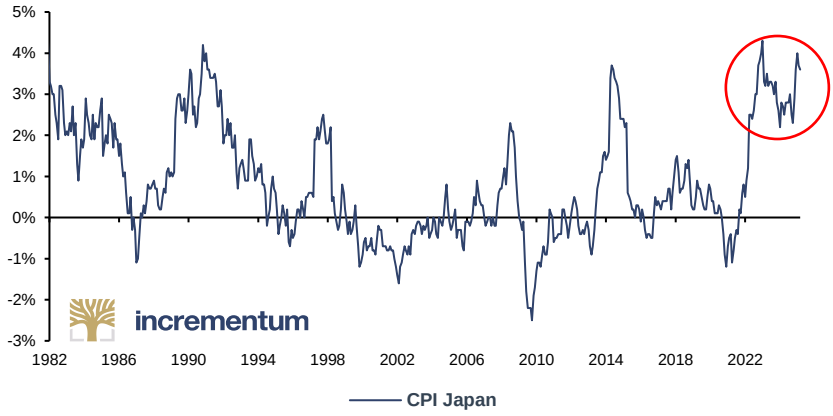
*Auge um Auge und die ganze Welt wird blind.*
**Mahatma Gandhi**

**Anhand dieses Charts lässt sich ablesen, dass die US-Importzölle für die größten 15 US-Handelspartner vor dem *Liberation Day* am 2. April fast ausnahmslos niedriger waren als die Zölle für Importe aus den USA, sowohl beim einfachen Durchschnitt (3,3%) als auch beim handelsgewichteten Durchschnitt (2,2%). Somit waren die USA im Schnitt offener für Importe als die meisten anderen großen Volkswirtschaften.** Wichtig ist hierbei anzumerken, dass es sich um die Zollsätze im Rahmen der Meistbegünstigungsklausel handelt, also um die regulären WTO-Zollsätze, nicht um die tatsächlich geltenden, bilateralen Zölle. Letztere liegen im Falle bestehender Freihandelsabkommen, etwa mit Kanada und Mexiko, für die erfassten Produktgruppen faktisch bei null.

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

**Das makroökonomische Klima ist im Begriff sich tiefgreifend zu verändern, während die Furcht vor Deflation, die wie ein Schatten über Jahrzehnten der Geldpolitik lag, für die Realität einer neuen Inflationsvolatilität Platz macht, selbst im sonst so strukturell deflationsgeplagten Japan.**

**CPI Japan, yoy%, 01/2000–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Nicht nur das Niveau, sondern auch die Dauer der Inflation ist historisch. **Seit nunmehr 36 aufeinanderfolgenden Monaten bewegt sich die CPI-**

**Inflationsrate Japans über der 2%-Marke – die längste Phase seit über 40 Jahren.**

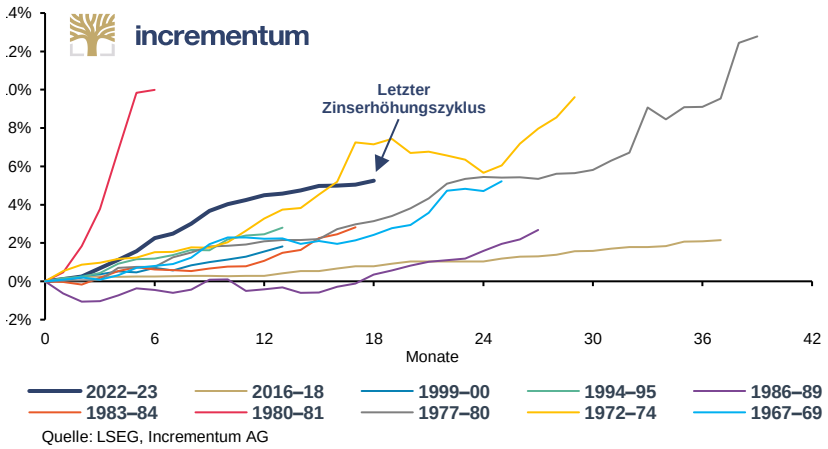
*How real can your music be if you wake up in the morning hearing birds and crickets? I never hear birds when I wake up. Just a lot of construction work, the smell of Chinese takeout, children screaming, and everybody knocking a different track from 'Ready to Die' as they pass down the street.*
**The Notorious B.I.G.**

Das finanzielle und geldpolitische Gefüge bleibt von der sich selbst regulierenden Erschöpfung nicht unberührt. **Wo lange Zentralisierung und Regulierung dominierten, regt sich nun das Pendel zur Dezentralisierung. Das zeigt sich in der digitalen Revolution von Bitcoin & Co., aber auch in politischen Debatten um nationale Souveränität und die Entschlackung des Staatsapparates.** Als prominentestes Beispiel dieser Entwicklung gilt das „Departement of Government Efficiency" (DOGE), dessen erklärtes Ziel es ist, den Bürokratieabbau in den USA maßgeblich voranzutreiben. Dass sich dieser Wandel der politischen Grundhaltung nicht auf die USA beschränkt, zeigt ein Blick nach Argentinien: Dort verfolgt Präsident Javier Milei einen vergleichbaren Kurs, allerdings mit deutlich strengeren Zügeln und mit einer ideologisch kompromissloseren Rhetorik. Und sogar Österreich hat nun mit Sepp Schellhorn gewissermaßen seinen „DOGE-Vater", der als Staatssekretär die Bürokratie im Alleingang schrumpfen lassen soll, wobei davon auszugehen ist, dass der Erfolg dieses Vorhabens, dem einer Sonnenlicht-Diät bei *The Notorious B.I.G.* gleichen wird.

*I'm not afraid of death; I just don't want to be there when it happens.*
**Woody Allen**

**Gerade an den Finanzmärkten entfaltet die Enantiodromie ihre eigentümliche Dramatik.** Märkte durchlaufen extreme Boom-Bust-Zyklen – von überbewerteten Tech-Aktien bis zu vernachlässigten Rohstoffen. **Auf Zeiten geringer Volatilität folgen Phasen, in denen geopolitische Spannungen und Inflationsängste das Ruder übernehmen. Die Ära der Nullzinspolitik, genährt von unerschöpflich scheinender Liquidität, ist vorbei. Stattdessen erlebten wir zuletzt einen der rasantesten Zinswendezyklen der US-Geschichte.**

Zinserhöhungszyklen der Fed, US-Leitzins, 1967–2023




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Während Zentralbanken mit multipolaren Währungsarchitekturen experimentieren, wächst die Sehnsucht nach Stabilität. Der jahrzehntelange Vertrauensvorschuss für Papiergeld wird zusehends aufgezehrt. Und so tritt ein vermeintlich aus der Zeit gefallenes Gut zurück ins Licht und erlebt dadurch seine eigene Enantiodromie: **Gold. Vom „unverzinsten Relikt" zum ruhenden Pol im Sturm der Makro-Turbulenzen und ultimativer Wertspeicher**

**für Investoren und Institutionen in einer Welt, die sich neu ordnet oder es zumindest versucht.**

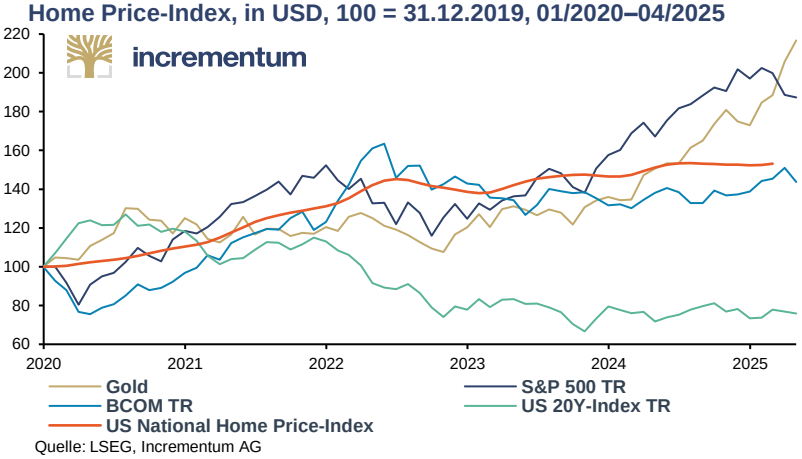
## Im Bann der Unsicherheit

*Einen Menschen seinem Schatten gegenüberzustellen, heißt ihm auch sein Licht zu zeigen. Wenn man einige Male erlebt, zwischen beiden Gegensätzen zu stehen, beginnt man, zu verstehen, wer man ist. Wer zugleich seine Schatten und sein Licht wahrnimmt, sieht sich von zwei Seiten und damit kommt er in die Mitte.*
**Carl G. Jung**

**Die Vielzahl enantiodromischer Entwicklungen schafft ein Umfeld, das Gold in besonderer Weise begünstigt, denn das aktuelle Umfeld ist vor allem eines: geprägt von Unsicherheit.** Inflationsängste, eine durch fiskalische Sorglosigkeit explodierende Schuldenlast, persistente geopolitische Spannungen und die regelmäßig wiederkehrende Furcht vor einer Rezession formen ein Klima, das für klassische Vermögenswerte einem Super-GAU gleichkommt. Nicht so für Gold. **Was für das klassische 60/40-Portfolio eine Belastungsprobe darstellt, ist für Gold die ideale Bühne.**

Es ist daher kaum verwunderlich – oder sollte es zumindest nicht sein –, dass sich Gold in dieser Dekade zur führenden Anlageklasse unter den großen Asset-Kategorien entwickelt hat. **Seit 2020, als wir im *In Gold We Trust*-Report titelgebend den „Aufbruch in eine goldene Dekade“ postulierten, hat Gold nicht nur Immobilien oder den breiten Rohstoffmarkt übertroffen, sondern auch US-Staatsanleihen und sogar US-Aktien – und das selbst nach Berücksichtigung von Dividenden.**

**Gold, S&P 500 TR, BCOM TR, US 20Y-Index TR, und US National Home Price-Index, in USD, 100 = 31.12.2019, 01/2020–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

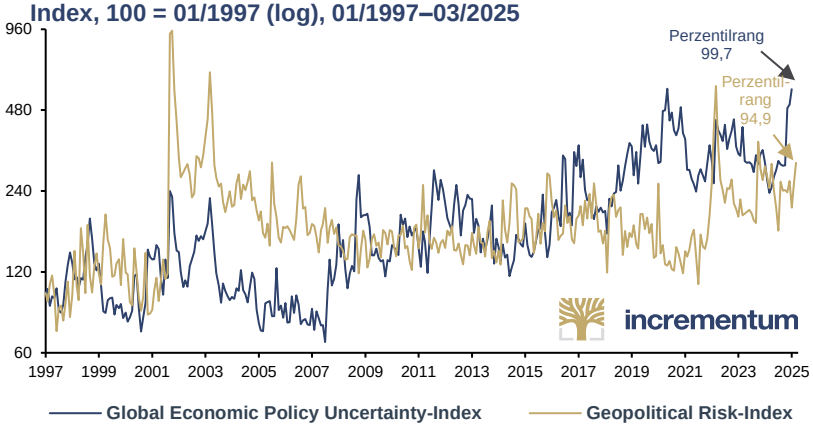
*Der Mensch plant, und Gott lacht.*
**Jüdisches Sprichwort**

**Dennoch scheint es viele Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt zu haben.** Selbst der Kursverlauf der vergangenen 12 Monate überraschte zahlreiche institutionelle Investoren. Ein Blick auf die Prognosen der World Bank Group in ihrer Veröffentlichung des „Commodity Markets Outlook im April 2024“ unterstreicht dies: **Für 2024 wurde ein durchschnittlicher Goldpreis von lediglich 2.100 USD erwartet, für 2025 sogar ein Rückgang auf 2.050 USD prognostiziert.** Die Erwartungen in Bezug auf den Goldpreis waren also rückblickend ähnlich realitätsnahe wie der Zeit- und Budgetplan des Berliner Flughafens.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Ein verlässliches Maß für die Unsicherheit auf globaler Wirtschafts- und geopolitischer Ebene bieten der *Economic Policy Uncertainty-Index* und der *Geopolitical Risk-Index*. Die Kombination beider Indikatoren verdeutlicht: **Das aktuelle Marktumfeld ist von außergewöhnlich hoher Unsicherheit geprägt, sowohl wirtschafts- als auch geopolitikgetrieben.**

**Global Economic Policy Uncertainty-Index, und Geopolitical Risk-Index, 100 = 01/1997 (log), 01/1997–03/2025**



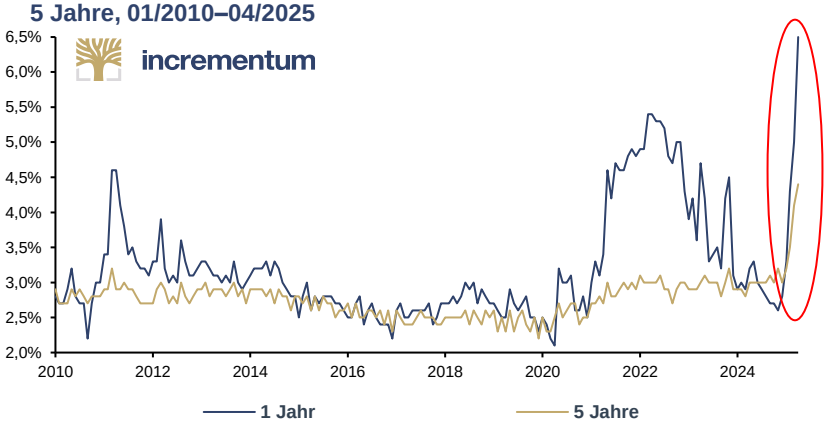

Quelle: Economic Policy Uncertainty, Incrementum AG

## Monetärer Exodus

*Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.*
**Milton Friedman**

In einem System, das sich lange auf dauerhaft niedrige Zinsen und stetige Liquidität verlassen hat, droht die Enantiodromie zu einer systemischen Belastungsprobe zu werden. **Aktuelle Daten der Universität Michigan zeigen, dass die Inflationserwartungen der Verbraucher für den April 2026 auf 6,5% gestiegen sind. Das ist ein markanter Anstieg gegenüber 2,8% per Jahresende 2025. Die langfristigen Erwartungen für die nächsten fünf Jahre kletterten auf 4,4%, den höchsten Wert seit den frühen 1990er-Jahren.**

**Inflationserwartungen in den USA (Median) für die nächsten 1 und 5 Jahre, 01/2010–04/2025**



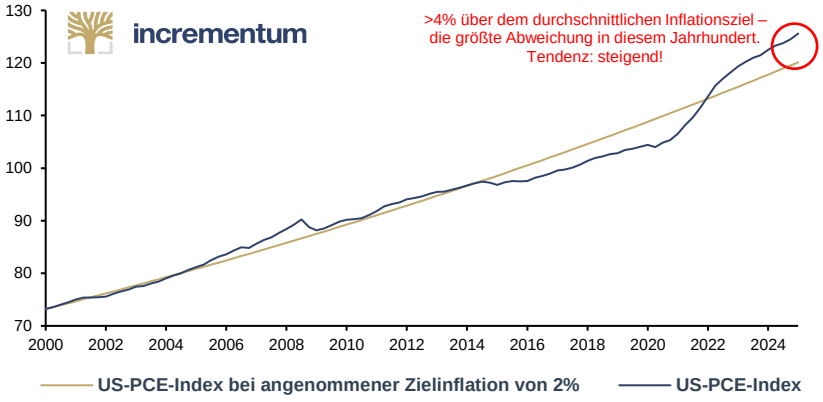

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*The fact that an opinion has been widely held is no evidence whatever that it is not utterly absurd.*
**Bertrand Russell**

Auch wenn Umfragewerte und Prognosen zu makroökonomischen Kennzahlen stets mit Vorsicht zu interpretieren sind, zeichnet sich dennoch ein klares Bild ab: **Die Wahrnehmung von Geldentwertung und die damit verbundene Unsicherheit sind derzeit tief im kollektiven Bewusstsein verankert und dürften entsprechend auch einen maßgeblichen Einfluss auf finanzielle Entscheidungen, insbesondere im Bereich der Geldveranlagung, ausüben.**

Trotz zwischenzeitlicher Zinserhöhungen gelingt es der Federal Reserve bislang nicht, das Inflationsziel von 2% dauerhaft zu verankern. Langfristig befindet sich der PCE-Inflationspfad aktuell über dem von der Federal Reserve ausgesprochenen Durchschnittsziel von 2%. Die Notenbank befindet sich dadurch in einer misslichen Lage: **Der Versuch, Stabilität über Jahre hinweg durch billiges Geld zu sichern, verkehrt nun in sein Gegenteil.**

**US-PCE-Index bei angenommener Zielinflation von 2 %, und Tatsächlicher US-PCE-Index, Q1/2000–Q1/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Lenin was certainly right. There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency. The process engages all the hidden forces of economic law on the side of destruction, and does it in a manner which not one man in a million is able to diagnose.*
**Lyn Alden**

Gleichzeitig erreicht die US-Staatsverschuldung neue Rekordhöhen. Anfang März 2025 belief sie sich auf 36,56 Bill. USD oder rund 124% des BIP. Das rapide Schuldenwachstum erhöht die Zinsbelastung des Bundeshaushalts erheblich. **Für das Haushaltsjahr 2024 betrugen die Zinszahlungen rund 1,1 Bill. USD, was etwa 16% der gesamten Staatsausgaben ausmachte.**

Diese Entwicklungen setzen die Federal Reserve unter Druck, ihre Geldpolitik anzupassen. Steigende Inflationserwartungen könnten den Spielraum für Zinssenkungen einschränken, während die hohe Schuldenlast die fiskalpolitischen Handlungsmöglichkeiten limitiert. Gleichzeitig sitzt mit Donald Trump ein Präsident im Weißen Haus, der ein Befürworter niedriger Zinsen und eines schwachen US-Dollars ist und regelmäßig versucht, mit allen Mitteln in dem unabhängigen Entscheidungsprozess mitzumischen.

*Not a sound but the wind. There are no goblins near, or my ears are made of wood.*
**Gimli**

**Eines steht jedenfalls fest: Der monetäre Exodus hat begonnen. Nicht als Panikflucht, sondern als rationaler Marsch, getragen von der Erkenntnis, dass Systeme sich nicht ewig gegen ihr inneres Gleichgewicht stemmen können.** Wer den Wind wahrnimmt, bevor der Sturm losbricht, kann zeitgerecht die Segel entsprechend setzen: in Richtung Stabilität, in Richtung Substanz, **in Richtung Gold.**

## Neues Playbook trifft altes Playbook

*The key to winning is poise under stress. We prepare for that. We have a playbook, and we trust it.*
**Nick Saban**

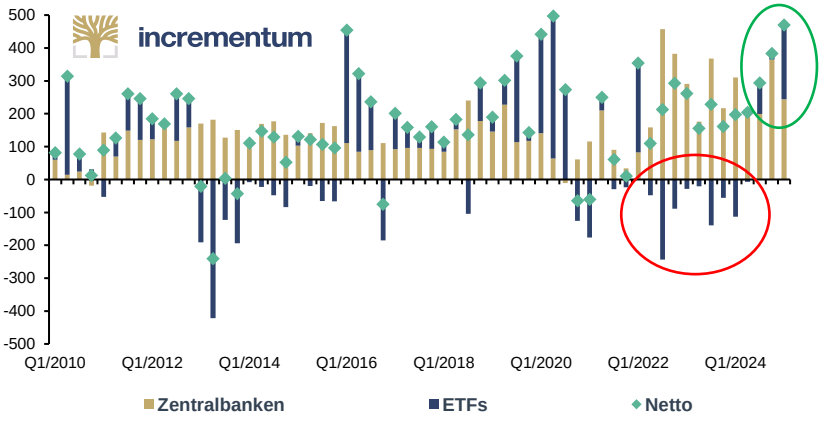
Lange Zeit folgte der Goldmarkt einer fast schon mechanischen Logik: Fielen die Realzinsen, stieg der Goldpreis; stiegen die Zinsen, geriet der Goldpreis unter Druck. Dieses „alte Playbook" prägte das Verhalten westlicher Finanzinvestoren über Jahrzehnte hinweg. **Was sich aktuell am Goldmarkt abzeichnet, geht über diese linearen Zusammenhänge hinaus. Die fundamentalen Veränderungen haben wir in „Das neue Gold-Playbook" beschrieben.**

Getrieben durch die Erwartung fallender Realzinsen und wachsender geopolitischer Unsicherheit steigen Kapitalzuflüsse westlicher Finanzinvestoren in physische Goldprodukte, ETFs und Futures-Positionen wieder deutlich an. **Nach Jahren der Zurückhaltung beginnt der institutionelle Westen, seine strategische Goldallokation zu überdenken – und in weiterer Folge auszubauen.**

*I was seldom able to see an opportunity until it had ceased to be one.*
**Mark Twain**

So zeigen die jüngsten Daten des World Gold Council, dass bei den ETF-Zuflüssen in Q3/2024 erstmals seit Q1/2022 wieder Netto-Zuflüsse zu verzeichnen waren. Damit ergibt sich ein klarer Aufwärtstrend bei den aggregierten Netto-Zuflüssen aus Zentralbank-Nachfrage, die zuletzt vor allem durch die Nachfrage asiatischer Notenbanken gespeist wurde, und der westlich dominierten ETF-Nachfrage.

**Zentralbank-, ETF-, und Netto-Gold-Flows, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2025**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*The road not taken looks real good now.*
**Taylor Swift**

Gepaart mit der weiterhin konstanten Goldnachfrage aus dem Osten, die wir als eine der Schlüsselfaktoren des neuen Gold-Playbooks im *In Gold We Trust*-Report 2024 beschrieben haben, dürfte es durch die Rückkehr der westlichen Goldinvestoren auf der Nachfrageseite künftig so lebhaft zugehen wie in der ersten Reihe eines Taylor-Swift-Konzerts, wenngleich man am Goldmarkt weniger auf Glitzer und Fangirls trifft, sondern tendenziell auf sterile Notenbanker und graumelierte Vermögensverwalter.

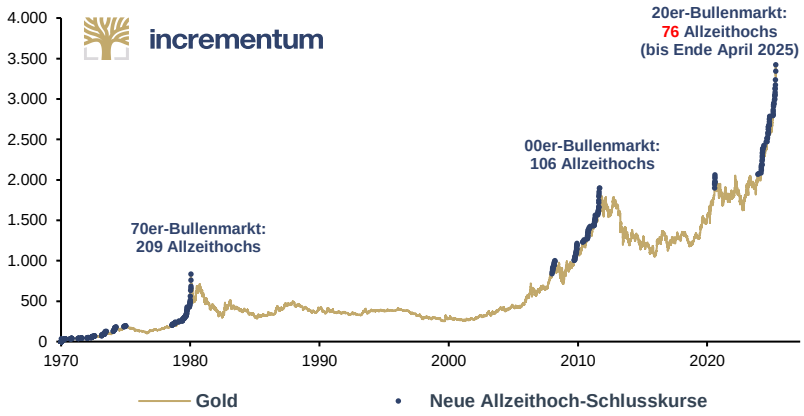
## Gold bei 4.800 USD – Bestimmung oder Illusion?

Die Geschichte wiederholt sich – zumindest in Teilen. Diese Nachricht dürfte Gold-Anleger aktuell erfreuen: **Gemeint ist das Déjà-vu einer „goldenen Dekade", wie wir sie bereits in den 1970er- und 2000er-Jahren erlebt haben.** Bereits im Jahr 2020, zu Beginn der aktuellen Dekade, hatten wir auf die zunehmenden Anzeichen hingewiesen, dass Gold erneut vor einem strukturellen Aufschwung stehen könnte, als wir im *In Gold We Trust*-Report „Aufbruch in eine goldene Dekade" schrieben:

> *„So unangenehm die Dynamiken im Allgemeinen sind, für Gold könnten die Voraussetzungen besser nicht sein: massiv überschuldete Volkswirtschaften, welche als letzten Ausweg die Entwertung ihrer Währungen zur Finanzierung der Defizite heranziehen. Wir vertreten aus diesem und einer Reihe anderer Gründe mit breiter Brust die Ansicht, dass wir uns im ‚Aufbruch in eine goldene Dekade' befinden."*

Nun, zur Halbzeit der 2020er-Jahre, zeigt sich: Unsere Einschätzung war berechtigt. Der Goldpreis hat sich in US-Dollar seither mehr als verdoppelt und in sämtlichen Währungen zahlreiche neue Allzeithochs markiert.

**Gold, in USD, und neue Allzeithoch-Schlusskurse, 01/1970–04/2025**




Quelle: 3Fourteen Research, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG

*The thrill isn't in the winning, it's in the climb, the struggle, the highs and lows of the journey.*
**Billie Jean King**

Dass der aktuelle Gold-Bullenmarkt womöglich noch weit von seinem Ende entfernt ist, lässt sich aus dem oberen Chart ablesen, der alle täglichen Gold-Allzeithochs in US-Dollar auf Schlusskursbasis darstellt. **Mit Stichtag 30. April 2025 zählt Gold bereits 76 neue Allzeithochs seit Beginn der goldenen Dekade. Zum Vergleich: Im Bullenmarkt der 1970er-Jahre waren es 209 neue Höchststände, in jenem der 2000er-Jahre immerhin 106. Ein Blick auf diese Relationen legt nahe: Der aktuelle Zyklus könnte sein Potenzial noch längst nicht ausgeschöpft haben.**

Sowohl das Marktumfeld als auch das Sentiment erscheinen heute noch vorteilhafter als zu Beginn der Dekade – ein Fundament, das den Weg für den zweiten Akt dieser goldenen Phase ebnen könnte. **Gold steht damit im Begriff, sich als strategisches *Big Long* der kommenden Jahre zu etablieren.** Ob

sich das Déjà-vu fortsetzen wird und wenn ja, mit welchem Goldpreis am Ende dieser goldenen Dekade zu rechnen sein wird, werden wir im Laufe des Kapitels versuchen zu beantworten.

In diesem Zusammenhang werden wir unser im *In Gold We Trust*-Report 2020 vorgestelltes *Incrementum Goldpreismodell* als Bewertungsmaßstab heranziehen und **eine Aktualisierung unseres damals formulierten Basisszenarios mit einem Zielpreis von 4.800 USD bis zum Ende dieser Dekade vornehmen.**

*People don't remember books; they remember sentences.*
**Morgan Housel**

Im weiteren Verlauf dieser Analyse richten wir den Blick jedoch zunächst in die Vergangenheit: Welche Parallelen und Unterschiede lassen sich zwischen den Goldbullenmärkten der 1970er- und 2000er-Jahre und dem aktuellen Zyklus erkennen? Wie sah das jeweilige ökonomische und politische Umfeld aus? Und wie entwickelte sich der Goldpreis unter vergleichbaren Rahmenbedingungen? Darüber hinaus beleuchten wir die Dynamik von Performance-Gold, also Silber, und Minenaktien sowie Rohstoffen im Dekadenvergleich, um zu analysieren, ob nicht auch sie das Potenzial besitzen, zu den „Big Longs" der zweiten Dekadenhälfte zu avancieren.

## Goldbullenmarkt: damals wie heute!?

*Life can only be understood backwards, but it must be lived forwards.*
**Søren Kierkegaard**

Jede der goldenen Dekaden war von markanten makroökonomischen Entwicklungen geprägt. Insbesondere Inflation und Zinsen, die Geldmengenentwicklung sowie allgemeine Konjunkturtrends spielten eine zentrale Rolle für den Goldpreis. **Um einen geordneten Überblick zu gewinnen, analysieren wir nachfolgend die fünf für den Goldpreis bedeutendsten makroökonomischen Faktoren: Inflation, M2-Geldmengenwachstum, Schuldenentwicklung, Realzinsen und das reale BIP-Wachstum.**

Der Fokus unserer Analyse liegt auf den USA, da hier die beste Datenverfügbarkeit und statistische Vergleichbarkeit gegeben ist. Dennoch waren die historischen Goldbullenmärkte keineswegs auf die USA beschränkt, sondern entfalteten ihre Wirkung global. In den 1970er-Jahren litten zahlreiche Länder unter hoher Inflation und Währungsturbulenzen. In diesen Jahren verzeichnete Gold in nahezu allen Landeswährungen deutliche Preissteigerungen. Auch während der 2000er-Jahre war die Goldhausse weltweit sichtbar, selbst wenn die Aufwertung in Euro, Pfund & Co. durch die Dollarabwertung phasenweise etwas gedämpft wurde.

*If bonds are the benchmark, gold is not just in a bull market but in a super bull market.*
**Charlie Morris**

Der aktuelle Bullenmarkt reiht sich nahtlos in dieses Muster ein: Gold erreichte in sämtlichen Währungen neue Allzeithochs. **Ein starkes Indiz dafür, dass die zugrunde liegenden Treiber – Pandemie, Inflation, Überschuldung und geopolitische Spannungen – globaler Natur sind und den Goldpreis nicht nur regional, sondern weltweit beeinflussen.**

### Inflation

*When it comes to money, everyone is of the same religion.*
**Voltaire**

Die 1970er-Jahre waren geprägt von der „Great Inflation", einer langanhaltenden Phase hoher Teuerungsraten. Nach dem ersten Ölpreisschock im Jahr 1973 stieg die Inflation in den zweistelligen Bereich. **In den USA lag sie über mehrere**

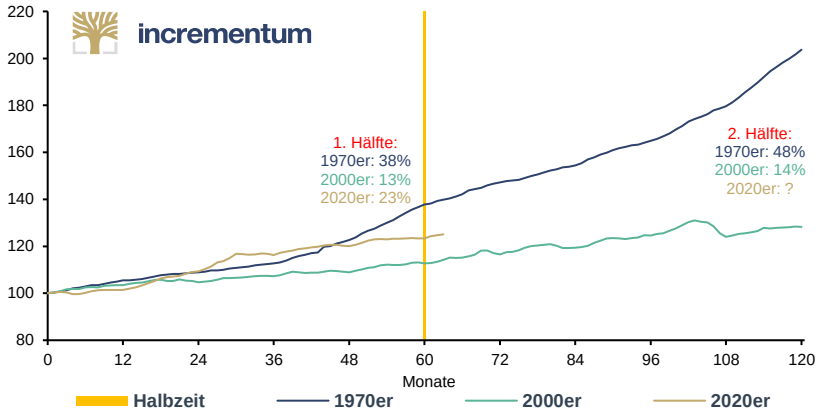
**Jahre hinweg bei über 10% und erreichte im März 1980 mit 14,8% ihren Höhepunkt und damit den höchsten Wert der Nachkriegszeit.**

In den 2000er-Jahren war die Inflation demgegenüber moderat. Getragen von Globalisierung, technologischer Effizienzsteigerung und disziplinierter Geldpolitik pendelte sich die Inflationsrate in den USA meist zwischen 2 und 3% ein. Erst im Zuge des Rohstoffbooms Mitte der 2000er-Jahre kam es zu einem moderaten Anstieg, bei dem die Inflation mit 5–6% im Sommer 2008 ihren höchsten Stand seit den 1990er-Jahren erreichte. Nach der globalen Finanzkrise rutschte die Inflationsrate allerdings sogar kurz in den deflationären Bereich.

*I'm back. I don't know if this is a good thing or not.*
**Mario Lemieux**

**Die 2020er erlebten ein Comeback der Inflation:** Anfangs noch als „vorübergehend" abgetan, schnellte die Teuerung 2021/22 infolge von Lieferkettenproblemen, pandemiebedingten Nachholeffekten und massivem Stimulus auf den höchsten Stand seit 40 Jahren. **In den USA wurden im Juni 2022 9,1% erreicht, was den kräftigsten Preisanstieg seit 1981 bedeutete. Und auch in Europa lagen die Inflationsraten 2022/23 zeitweise im Bereich von 10%.**

US-CPI, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–03/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Betrachtet man den bisherigen Verlauf der 2020er-Jahre im Kontext des Dekadenvergleichs, so zeigt sich ein bemerkenswertes Muster: Zwischenzeitlich lag die kumulierte Geldentwertung in der laufenden Dekade sogar über jener der 1970er-Jahre – also jenem Jahrzehnt, das gemeinhin als Synonym für Inflation gilt. Zur Halbzeit der Dekade bewegt sich die kumulierte Inflation nun zwischen dem Niveau der 1970er- und jenem der 2000er-Jahre. Auffällig ist: **In beiden historischen Vergleichszeiträumen war die zweite Dekadenhälfte inflationsreicher als die erste, sei es durch geopolitische Schocks, Rohstoffengpässe oder fiskalische Impulse.**

*The first panacea for a mismanaged nation is inflation of the currency.*
**Ernest Hemingway**

Nachdem die Inflation zuletzt merklich zurückgegangen ist, bleiben die Kerninflationsraten auf hartnäckig erhöhtem Niveau und werfen die Frage auf, ob sich die Inflation ähnlich wie in den 1970er-Jahren „festfressen" könnte. **Aktuell sprechen mehrere Entwicklungen dafür, dass sich dieses Muster wiederholen könnte:**

- **Geopolitische Spannungen** nehmen von anhaltenden Konflikten in Osteuropa und Nahost bis hin zur wachsenden Rivalität zwischen den USA und China weiter zu.
- **Reindustrialisierung und Deglobalisierung** führen zu steigenden Produktionskosten und struktureller Angebotsverknappung.
- **Die Lohn-Preis-Spirale gewinnt an Dynamik**: In den USA, aber auch in Europa steigen Tarifabschlüsse deutlich, während Unternehmen höhere Kosten zunehmend weitergeben.
- **Energiepreise bleiben volatil**, nicht zuletzt durch Investitionszurückhaltung im fossilen Sektor und Unsicherheiten in der globalen Energiearchitektur.
- **Wachstumsorientierte Fiskalpolitik** in vielen Industrieländern, die trotz hoher Schuldenstände neue Ausgabenprogramme auflegt, etwa im Verteidigungs-, Energie- und Sozialbereich.
- **Steigender politischer Druck auf Zentralbanken**, Zinsen zu senken, bevor die Inflation vollständig eingedämmt ist.

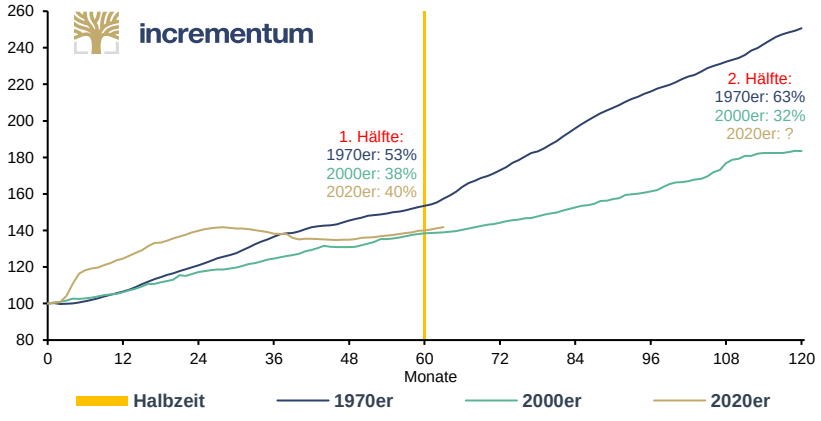
## Geldmengenwachstum

*Giving money and power to government is like giving whiskey and car keys to teenage boys.*
**P. J. O'Rourke**

Hinter der Inflation steht auch die Entwicklung der Geldmenge und der Verschuldung. In den 1970er-Jahren wuchs die Geldmenge deutlich, nicht zuletzt durch die Finanzierung von Vietnamkrieg und Sozialprogrammen sowie die Abkehr vom Goldstandard (die eine weniger gebundene Geldschöpfung ermöglichte). Dennoch waren die Zuwächse von ca. 10-12% jährlich nicht so außergewöhnlich wie jene, die wir zu Beginn der 2020er-Dekade gesehen haben. **Die Jahre 2020/21 verzeichneten historische Rekorde: M2 in den USA wuchs zeitweise um 27% gegenüber dem Vorjahr – schneller als jemals in den inflationsgetriebenen 70er-Jahren oder unter QE1-3.**

Dieser beispiellose Liquiditätsschub zeigte sich nicht nur in den USA, sondern auch in vielen anderen Ländern und legte den Grundstein für die darauffolgende Inflationswelle. Im Jahr 2022 kam es dann zur historischen Zäsur: Die US-Geldmenge schrumpfte erstmals seit den 1950er-Jahren. **Zur Halbzeit der Dekade liegt das kumulierte Wachstum der Geldmenge seit 2020 damit in etwa auf dem Niveau der 2000er-Jahre – trotz des massiven Anstiegs zu Beginn.**

US-M2, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–03/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

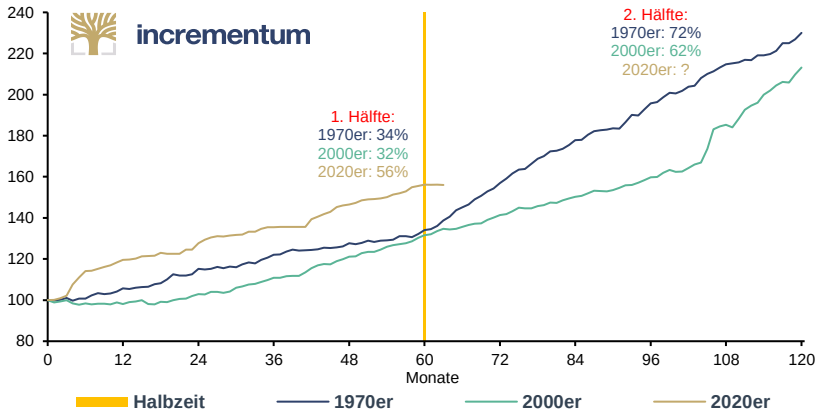
Die 2000er-Jahre erlebten anfänglich moderate Geldmengensteigerungen. Erst mit den QE-Programmen nach 2008 beschleunigte sich das Geldmengenwachstum etwas.

## Schuldenentwicklung

*Houston, we have a problem.*
**Jim Lovell**

**Die 1970er-Jahre begannen mit vergleichsweise niedrigen Schuldenquoten – die US-Staatsverschuldung lag bei rund 35% des BIP.** Zwar entwertete die hohe Inflation die bestehenden Schulden real, doch zugleich stiegen die Zinskosten signifikant. Wie im folgenden Chart ersichtlich ist, entlud sich die Schuldenbombe ab Mitte der Dekade, als die US-Regierung auf ein stagnierendes Wirtschaftswachstum (Stagflation), strukturell hohe Arbeitslosigkeit und steigende Verteidigungsausgaben unter Präsident Carter mit expansiver Fiskalpolitik reagierte. Auch die massiven Zinsanhebungen unter Paul Volcker zur Eindämmung der Inflation trugen über die gestiegenen Finanzierungskosten zur Schuldenausweitung bei.

**US-Verschuldung, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

In den 2000er-Jahren hingegen stieg die Verschuldung bis zur globalen Finanzkrise 2007/08 relativ stetig an, bevor sie dann infolge der Rettungspakete und Konjunkturprogramme regelrecht explodierte.

*You cannot be serious!*
**John McEnroe**

In den 2020er-Jahren jedoch erlebten wir die Schuldenexplosion bereits ganz zu Beginn der Dekade: getrieben durch einen historisch beispiellosen fiskalischen Stimulus im Zuge der COVID-19-Pandemie, verbunden mit Notfallprogrammen, Helikoptergeld und massiven Staatsausgaben. **Damit liegt die Schuldenentwicklung der laufenden Dekade bereits deutlich über dem Niveau der 1970er- und 2000er-Jahre zur jeweiligen Halbzeit.** Auffällig ist zudem: In beiden vorangegangenen Dekaden nahm die Verschuldung in der zweiten Hälfte etwa doppelt so stark zu wie in der ersten – ein Muster, das sich auch in der laufenden Dekade fortsetzen könnte?

## Realzinsen

*How many millionaires do you know who have become wealthy by investing in savings accounts? I rest my case.*
**Robert G. Allen**

**In allen betrachteten Perioden waren die Realrenditen über weite Strecken nur knapp positiv oder sogar negativ.** In den 1970er-Jahren fraß die zweistellige Inflation in der zweiten Dekadenhälfte die reale Rendite festverzinslicher Anlagen regelrecht auf. Auch in den 2000er-Jahren fielen die realen Wertzuwächse für Sparer äußerst mager aus – selbst wenn moderate

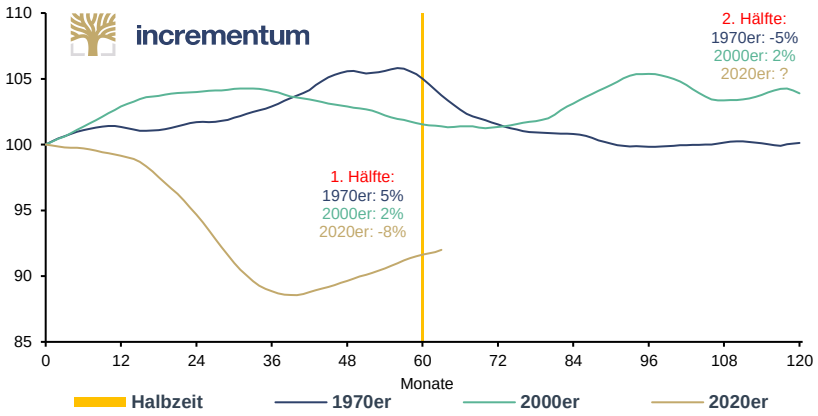
Inflationsraten und eine vergleichsweise gemäßigte Geldpolitik bis zur Weltfinanzkrise 2007/08 für eine Zeit lang für stabile Verhältnisse sorgten.

**Zu Beginn der aktuellen Dekade waren die Realzinsen infolge der Inflationswelle bei gleichzeitig anhaltend niedrigem Zinsniveau tief negativ – zeitweise zwischen -5 und -7%. Ein solches Umfeld gilt in der Marktlogik nicht ohne Grund als „Raketentreibstoff" für Gold.**

*What makes something special is not just what you have to gain, but what you feel there is to lose.*
**Andre Agassi**

Das zeigt auch die nachfolgende Grafik anhand der Entwicklung des US-Realzins-Index, normiert auf 100 zu Beginn jeder Dekade. In der ersten Hälfte der 2020er-Dekade fiel der Realzinsindex um rund 8%, während die reale Verzinsung in der ersten Hälfte der 1970er- und 2000er-Jahre knapp positive Renditen brachte. **Damit markiert die aktuelle Dekade bislang die deutlich negativste Realzinsphase im historischen Vergleich.**

US-Realzins-Index, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–03/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Learn how to see: Realize that everything connects to everything else.*
**Leonardo Da Vinci**

In den späten 1970er-Jahren gelang es den Zentralbanken, allen voran der Fed unter Paul Volcker, die Zinsen schließlich deutlich über die Inflationsrate anzuheben. Allerdings um den Preis einer tiefen Rezession. **In den 2020er-Jahren ist dieser geldpolitische Spielraum deutlich eingeschränkter: Die stark gestiegene Verschuldung sowie die hohe Anfälligkeit der Finanzmärkte machen starke Zinsanhebungen riskanter.**

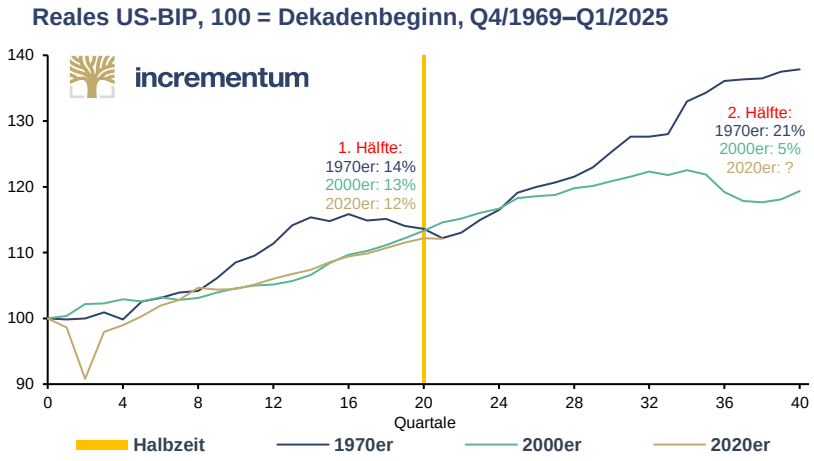
## Reales BIP-Wachstum

Die 1970er-Jahre gelten als wirtschaftlich verlorenes Jahrzehnt: Mehrere Rezessionen, hohe Inflation und strukturelle Wachstumsschwäche führten zu Stagflation. Auslöser waren unter anderem die Ölpreisschocks 1973 und 1979, eine ineffiziente Angebotsseite sowie politische Unsicherheit. Das reale BIP wuchs in der ersten Dekadenhälfte zwar um 14%, jedoch mit starker Volatilität. Die zweite Hälfte brachte mit 21% realem Wachstum eine dynamischere Entwicklung – allerdings unter erheblichem Inflations- und Zinsdruck.

Die 2000er-Jahre begannen mit stabilem globalem Wachstum, begünstigt durch Technologisierung, eine moderate Zinspolitik und den wirtschaftlichen Aufstieg Chinas. Der Rohstoffsektor florierte, Gold profitierte. In der ersten Hälfte der Dekade wuchs das reale US-BIP um 13%, bevor die Finanzkrise 2007/08 das kumulierte Wachstum in der zweiten Hälfte auf 5% einbrechen ließ.

*I work all night, I work all day,*
*to pay the bills I have to pay.*
*And still there never seems to be*
*a single penny left for me.*
*That's too bad.*
**ABBA**

Die 2020er-Jahre zeigen bislang ein hybrides Bild: Auf den pandemiebedingten Einbruch folgte eine kräftige Erholung durch fiskalischen und monetären Stimulus – mit Überhitzungseffekten, Lieferengpässen und Inflationsdruck. Inzwischen mehren sich Anzeichen einer erneuten Abschwächung. **Das kumulierte, reale BIP-Wachstum liegt in der ersten Hälfte bei 12% etwas unter dem Niveau der Vergleichszeiträume.**



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*If it´s debt financed, you cannot increase GDP. You can only increase components of GDP.*
**Lacy Hunt**

Während die 1970er und 2000er in der zweiten Hälfte jeweils starke konjunkturelle Gegensätze aufwiesen – die 1970er mit einem Aufschwung unter Inflationsstress, die 2000er mit einem abrupten Absturz – bleibt für die 2020er offen, ob sich die zweite Hälfte als wachstumsstärker oder fragiler erweisen wird. Die Ausgangslage ist historisch einmalig: **Hohe Verschuldung, geopolitische Unsicherheit, demografischer Gegenwind und eine geldpolitisch begrenzte Manövrierfähigkeit bilden ein Spannungsfeld, das den weiteren Dekadenverlauf maßgeblich prägen dürfte.**

## Im Wandel der Zeit: Weitere Prägungen dreier Dekaden

Neben den klassischen makroökonomischen Treibern wie Inflation, Geldmengenausweitung, Schuldenentwicklung, Realzinsen und Wirtschaftswachstum spielen weitere strukturelle und psychologische Faktoren eine wesentliche Rolle für die Dynamik der laufenden Golddekade:

**1. Schocks und Krisen als Katalysatoren:**
Jeder historische Goldbullenmarkt wurde von exogenen Schocks begleitet, die Gold als Krisenwährung aufwerteten. In den 1970er-Jahren waren es die Ölpreiskrisen, der Vietnamkrieg und die Spannungen des Kalten Krieges. Die 2000er-Jahre wurden geprägt von den Terroranschlägen am 11. September und der globalen Finanzkrise. In den 2020ern schließlich dominierten die Corona-Pandemie, der Ukrainekrieg und die zunehmende geopolitische Fragmentierung. In all diesen Phasen zeigte sich ein wiederkehrendes Muster: **Gold profitiert vom Unsicherheitsmodus der Investoren – je größer das Misstrauen, desto stärker die Nachfrage nach stabilen Wertspeichern.**

*Nothing is as fast as the speed of trust... when it's lost.*
**Stephen M.R. Covey**

**2. Vertrauensverluste im Geld- und Finanzsystem:**
Jede Dekade war auch von einer Erschütterung des Vertrauens in das bestehende Währungssystem begleitet. In den 1970ern fiel die Entscheidung zur Aufhebung der US-Dollar-Goldbindung (1971), verbunden mit politischen Vertrauenskrisen. Die 2000er sahen Bankenkollapse, Lehman-Pleite und massive Rettungspakete durch Zentralbanken – die Begriffe „Nullzinsen" und „Helikoptergeld" wurden salonfähig. In den 2020ern erreichte die geldpolitische Expansion eine neue Qualität und Quantität: massives Gelddrucken in Friedenszeiten, explodierende Defizite und eine zunehmende Polarisierung und Dysfunktionalität politischer Institutionen. **In allen Fällen wächst das Bedürfnis nach einer wertbeständigen, systemunabhängigen Reserve: Gold.**

*That's not writing, that's typing.*
**Truman Capote**

**3. Marktreife und Anlegerzugang:**
Auch die Struktur und Zugänglichkeit des Goldmarkts selbst hat sich über die Jahrzehnte stark verändert. In den 1970ern war der Goldmarkt nach jahrzehntelangem Verbot noch jung, illiquide und volatil. In den 2000ern wurde Gold zunehmend institutionalisiert, unter anderem durch die Einführung von ETFs wie dem SPDR Gold Shares (ab 2004), wodurch mehr Kapital in den Markt floss. In den 2020ern ist Gold weltweit rund um die Uhr handelbar, über Derivate, Online-Plattformen und digitale Anlageformen. Gleichzeitig konkurriert es heute mit Bitcoin, als digitales Gold, um die Rolle des alternativen Wertaufbewahrungsmittels. **Das kann zu schnelleren Reaktionen führen – aber möglicherweise auch zu weniger explosiven Preisbewegungen, wie sie in den 1970ern noch möglich waren.**

*The man who removes a mountain begins by carrying away small stones.*
**Chinesisches Sprichwort**

**4. Zentralbanknachfrage:**
Während Gold in früheren Dekaden oft gegen den Widerstand oder zumindest die Gleichgültigkeit der Zentralbanken steigen musste, wird es heute von einer zweiten Käuferfront unterstützt, die politisch motiviert, strategisch ausgerichtet und systemisch bedeutsam ist. **Damit wird die Zentralbanknachfrage zu einem der entscheidenden strukturellen Unterschiede der laufenden Golddekade. Dieser Trend verleiht dem Goldmarkt ein völlig neues Fundament: Statt antizyklischer Verkäufe sehen wir heute strategische Akkumulation.**

**5. Rohstoffumfeld und Superzyklen:**
Gold entwickelte sich in der Vergangenheit oft nicht isoliert, sondern im Kontext eines breiten Rohstoffbooms. In den 1970ern stiegen nicht nur Edelmetalle, sondern auch Öl, Industriemetalle und Agrarrohstoffe deutlich an, wodurch sich ein wahrer Inflations- und Rohstoffsuperzyklus bildete. Ähnlich verliefen die 2000er, angeführt vom chinesischen Wachstumswunder, das die weltweite Rohstoffnachfrage explodieren ließ. In den 2020ern hingegen ist das Bild uneinheitlich: Zwar kam es 2021/22 zu Preisrekorden bei Energie und Metallen, doch Nachfrageschocks, geopolitische Eingriffe und die Energiewende wirkten infolgedessen dämpfend. **Sollte sich jedoch ein neuer, struktureller Rohstoffbullenmarkt etablieren – etwa durch Angebotsverknappung, Investitionszurückhaltung oder geopolitische Lagerbildung – könnte dies Gold erneut in einen inflationsgetriebenen Kollektivaufstieg mit**

**anderen Rohstoffen katapultieren. Bleibt dieser jedoch aus, steht Gold unter den Hard Assets möglicherweise relativ allein auf weiter Flur.**

## The Big Long: Sicherheitsgold, Performance-Gold oder doch Rohstoffe?

Nach der fulminanten Rally der vergangenen zwölf Monate stellt sich im Austausch mit Investoren und Marktteilnehmern zunehmend die Frage: **„Lohnt sich ein Einstieg in Gold noch, oder ist es dafür nicht bereits zu spät?“**

*The big money is not in the buying and selling, but in the waiting.*
**Charlie Munger**

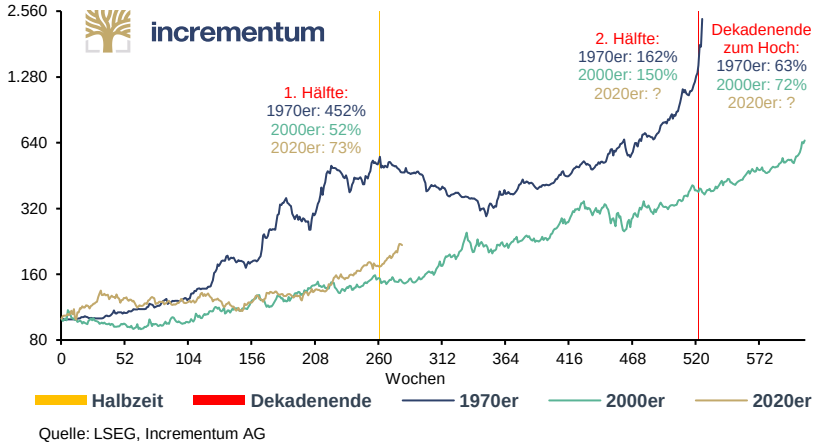
Um dieser Frage nachzugehen, werfen wir im weiteren Verlauf einen Blick auf die Goldpreisentwicklung in der aktuellen Dekade und setzen sie in Relation zu den großen Goldhausse-Phasen der 1970er und 2000er. Ziel ist es, die bisherige Performance historisch einzuordnen und eine Einschätzung darüber zu gewinnen, welches Potenzial Gold in der zweiten Hälfte der laufenden Dekade unter Berücksichtigung der zuvor diskutierten makroökonomischen Einflussfaktoren noch entfalten könnte. Im Anschluss erweitern wir die Perspektive und analysieren, ob auch Silber, Goldminenaktien und Rohstoffe vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen das Potenzial besitzen, sich als *Big Long* der zweiten Dekadenhälfte zu entpuppen.

### Gold

*Buy the ticket, take the ride.*
**Hunter S. Thompson**

Die erste Hälfte der aktuellen Golddekade ähnelt in ihrer Dynamik auffallend jener der 2000er-Jahre. Die Performance der vergangenen fünf Jahre lag mit +73% dennoch deutlich über der damaligen Entwicklung von +52%. Im Vergleich dazu war die erste Dekadenhälfte der 1970er-Jahre mit einem Anstieg von 452% außergewöhnlich stark. Ausschlaggebend dafür waren neben einer drastischen Geldmengenausweitung und einer hohen Inflation vor allem die Liberalisierung des Goldmarkts, die dem Goldpreis neue Spielräume eröffnete.

**Gold (log), in USD, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

In der zweiten Hälfte der beiden vergangenen Goldbullenmärkte zeigte sich eine bemerkenswert ähnliche Preisdynamik: In den 1970ern stieg der Goldpreis um 162%, während er in den 2000er-Jahren um 150% zulegen konnte. **Sollte sich der aktuelle Zyklus in ähnlicher Weise fortsetzen, würde der Goldpreis ausgehend von 2.624 USD zur Dekadenhalbzeit Ende Dezember 2024 bis zum Dekadenende auf etwa 6.800 USD steigen.**

*Gold has worked down from Alexander's time. When something holds good for two thousand years, I do not believe it can be so because of prejudice or mistaken theory.*
**Bernard Baruch**

Die zwei vergangenen Goldhausse-Phasen erstreckten sich über grob ein Jahrzehnt und endeten in einem parabolischen Anstieg kurz nach dem Ende der Dekade. Dabei traten Zwischenphasen mit starken Korrekturen in den Jahren 1975–76, 2008 bzw. 2021 auf, ohne den übergeordneten Aufwärtstrend zu brechen. Im Fall des 1970er-Bullenmarktes wurde das Hoch lediglich drei Wochen nach Dekadenende erreicht. Diese drei Wochen hatten es jedoch in sich, denn der Goldpreis legte um weitere 63% zu. Im Bullenmarkt der 2000er-Jahre fiel das Plus nach Beendigung der Dekade mit 72% sogar noch positiver aus. Allerdings erstreckte sich der 2000er-Bullenmarkt noch bis September 2011. **Sollte der Goldpreis nach Abschluss der 2020er-Dekade eine ähnliche Preisdynamik an den Tag legen, würde er sogar auf über 11.000 USD steigen.**

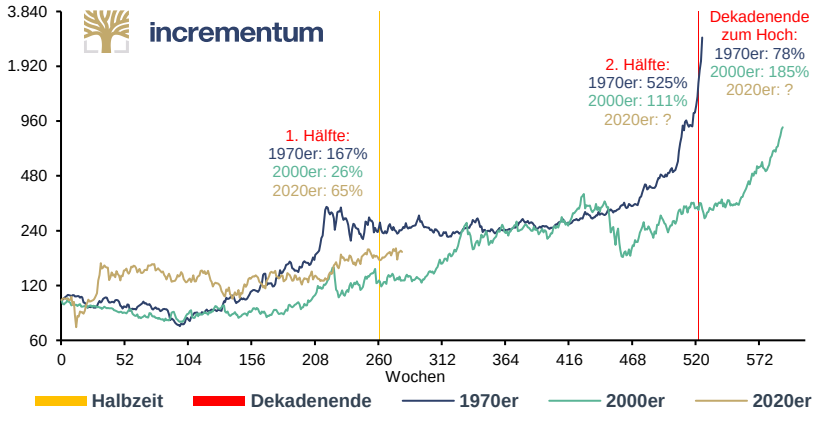
## Silber

Ein Blick auf die Silberpreisentwicklung in den drei großen Goldbullenmarkt-Dekaden zeigt ein wiederkehrendes Muster: **Die stärkste Dynamik entfaltet sich typischerweise in der zweiten Dekadenhälfte, häufig begleitet von einem parabolischen Grande Finale.**

*When silver moves, it moves like it's on steroids.*
**David Morgan**

In der ersten Hälfte der aktuellen Dekade konnte Silber um 65% zulegen und damit um deutlich mehr als in den 2000er-Jahren (26%). Die Dynamik in den 1970er-Jahren war deutlich ausgeprägter, in denen Silber bereits in den ersten fünf Jahren um 167% anstieg. Dieser solide, aber noch nicht explosive Verlauf lässt Raum für eine potenziell stärkere zweite Hälfte. Die historischen Vergleichswerte unterstreichen diese Perspektive: **In der zweiten Dekadenhälfte stieg der Silberpreis in den 1970er-Jahren um beeindruckende 525%, in den 2000er-Jahren immerhin um 111%.**

**Silber (log), in USD, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–04/2025**




Quelle: LSEG, LBMA, Incrementum AG

*Trading silver is a tough way to make an easy living.*
**Rich Ross**

Bemerkenswert ist zudem der Blick auf das Geschehen nach dem offiziellen Dekadenende: In den 1970er-Jahren legte Silber in einer nur wenige Wochen andauernden Schlussphase um weitere 78% zu. In den 2000er-Jahren kam es nach dem Jahr 2010 sogar zu einem Anstieg von 185% bis zum zyklischen Hoch im Frühjahr 2011. Solche Überschussbewegungen sind typisch für späte Bullenmarktphasen und unterstreichen die Neigung von Silber zu extremen Ausschlägen in kurzer Zeit.

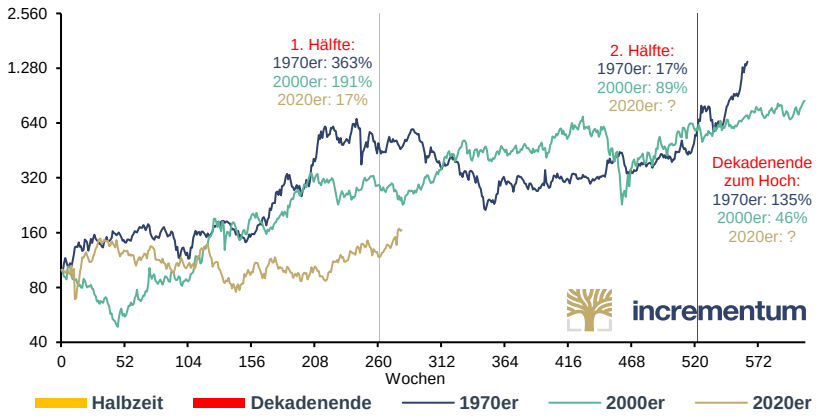
**Sollte sich die weitere Preisentwicklung an den Verlauf der 2000er-Jahre anlehnen, würde Silber ausgehend vom Halbzeit-Schlusskurs von 28,87 USD bis zum Ende der Dekade auf rund 60 USD steigen und damit ein neues Allzeithoch erreichen. Inklusive eines vergleichbaren parabolischen Schlussspurts wie 2011 wäre sogar ein Anstieg auf etwa 170 USD denkbar.** Orientiert man sich hingegen am deutlich dynamischeren Verlauf des 1970er-Bullenmarktes, läge das Preisniveau von Silber am Dekadenende bereits bei rund 180 USD und könnte bis zum Höhepunkt des Zyklus auf etwa 320 USD klettern. Diese historischen Vergleichswerte verdeutlichen das erhebliche Aufhol- und Ausbruchspotenzial, das Silber in einer fortgeschrittenen Phase eines Rohstoffzyklus entfalten kann.

## Minenaktien

*You get the biggest bang for your buck with miners – but only if you can stomach the volatility.*
**Doug Casey**

Ein Blick auf die Entwicklung der Goldminenaktien über die vergangenen drei großen Goldbullenmarkt-Dekaden zeigt teils stark differierende Phasen. Während die erste Dekadenhälfte der 1970er-Jahre mit einer Performance von +363% von einem Kursfeuerwerk geprägt war, legten die Minenaktien in den 2000er-Jahren immerhin um 191% zu. In der aktuellen Dekade hingegen verlief der Auftakt bislang deutlich verhaltener: **Lediglich ein Plus von 17% steht zur Halbzeit zu Buche, was eine deutliche Underperformance gegenüber früheren Zyklen darstellt.**

**Goldminenaktien* (log), in USD, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–04/2025**




Quelle: LSEG, Nick Laird, Incrementum AG
*BGMI 12/1969–05/1996, HUI 05/1996–

*All investing is value investing, the rest is speculation.*
**Joel Greenblatt**

Die zweite Hälfte der beiden historischen Bullenmärkte war hingegen weniger dynamisch. In den 1970er-Jahren fiel der Zuwachs mit 17% überraschend gering aus, während die Minenaktien in den 2000er-Jahren immerhin um 89% zulegen konnten. **Dies offenbart, dass eine starke erste Hälfte nicht zwangsläufig in einer ebenso starken Fortsetzung münden muss. Umgekehrt kann eine schwache erste Phase, wie derzeit, durchaus Raum für Nachholeffekte bieten.**

*Historically, gold stocks have been among the most cyclical and speculative assets. When they run, they run wild.*
**James Dines**

Besonders auffällig ist die finale Phase nach dem offiziellen Dekadenende. In den 1970er-Jahren explodierten die Kurse um weitere 135%. In den 2000er-Jahren legten sie immerhin um 46% bis zum Hoch im Jahr 2011 zu. Diese späten Übertreibungen waren jeweils Ausdruck spekulativer Überlagerungen. Daraus lässt sich einmal mehr ableiten, dass die traditionell als zyklischer Hebel auf den

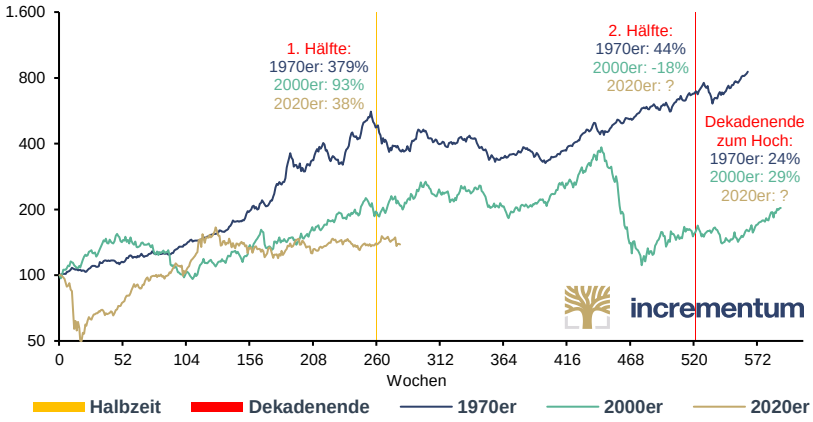
Goldpreis geltenden Goldminenaktien oft verzögert reagieren, dann dafür aber überproportional.

**Ausgehend vom Halbzeit-Schlusskurs des Gold-Bugs-Index (HUI) von 275 würde sich am Ende des Bullenmarktes auch für den Minenaktienindex ein neues Allzeithoch abzeichnen. In beiden Vergleichsszenarien würde sich das Kursniveau bis zum Zykluspeak auf rund 760 erhöhen.** Besonders bemerkenswert ist dabei, dass Goldminenaktien – wie bereits dargelegt – in der ersten Hälfte der aktuellen Dekade deutlich hinter den Entwicklungen der vergangenen Dekaden, aber auch deutlich hinter Gold und Silber zurückgeblieben sind. Genau dieser Umstand eröffnet nun erhebliches Aufholpotenzial für die zweite Hälfte des Zyklus. **Die Kombination aus niedriger Ausgangsbewertung, relativer Underperformance und zunehmender Goldpreisstärke könnte sich somit als kraftvoller Hebel für Minenaktien in der finalen Phase des Bullenmarkts erweisen.**

## Rohstoffe

Während die 1970er- und 2000er-Jahre markante Rohstoff-Aufwärtsphasen aufwiesen, zeigt sich der aktuelle Zyklus bislang deutlich verhaltener.

**Rohstoffe* (log), in USD, 100 = Dekadenbeginn, 12/1969–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*GSCI Index TR

*In a world of financial repression, commodities are the last honest asset class.*
**Luke Gromen**

In der ersten Hälfte der 1970er-Jahre stiegen Rohstoffe um beeindruckende 379%, getrieben von Ölpreisschocks, Inflationsdruck und einem breiten Rohstoffsuperzyklus. Auch in den 2000er-Jahren verlief die erste Dekadenhälfte mit einem Zuwachs von 93% dynamisch, getragen vom chinesischen Wachstum, Nachholeffekten nach dem Platzen der Dotcom-Blase und der expansiven Geldpolitik.

**Im Vergleich dazu fiel die Entwicklung in der ersten Hälfte der 2020er-Jahre mit einem Plus von lediglich 38% bislang deutlich moderater aus.** Dies ist ein Ergebnis des komplexeren Marktumfelds: Einerseits gab es Preisschübe infolge der Corona-Disruptionen und des Ukrainekriegs, andererseits wirkten Nachfragesorgen, geldpolitische Straffung und geopolitische Unsicherheiten dämpfend.

*Mal ist man der Hund, mal ist man der Baum.*
**Mario Götze**

**Noch auffälliger ist die Divergenz in der zweiten Dekadenhälfte.** Während Rohstoffe in den 1970ern um weitere 44% zulegen konnten, war der Verlauf in den 2000er-Jahren mit -18% sogar negativ, was vor allem auf die Weltfinanzkrise und die darauffolgende zyklische Schwäche zurückzuführen ist. Für die laufende Dekade bleibt die Entwicklung in der zweiten Hälfte bislang offen, doch die niedrige Ausgangsbasis lässt Potenzial für eine Erholung oder sogar einen Nachzüglerzyklus erkennen. Auch in der Schlussphase nach dem Dekadenende waren die Ausschläge bei Rohstoffen im historischen Vergleich eher begrenzt: +24% in den 1970er- und +29% in den 2000er-Jahren. **Im Unterschied zu Gold und Silber kam es nicht zu einer parabolischen Schlussphase.**

asante
GOLD CORPORATION

# DELIVERING SUSTAINABLE PRODUCTION OF 500K oz/y GOLD

www.asantegold.com

*Neo, sooner or later you're going to realize, just as I did, that there's a difference between knowing the path and walking the path.*
**Morpheus (Matrix)**

Insgesamt zeigt sich: Rohstoffe profitieren historisch oft besonders stark, wenn ein Inflationszyklus einsetzt. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn Angebotsschocks, geopolitische Verwerfungen und eine verhaltene Investitionstätigkeit zusammentreffen. Im Gegensatz zu Gold oder Silber reagiert der Rohstoffkomplex jedoch differenzierter und sektorabhängiger. **Das bislang moderate Abschneiden in der aktuellen Dekade eröffnet erhebliches Kurspotenzial, vor allem, wenn sich strukturelle Engpässe und die geopolitische Fragmentierung weiter zuspitzen.**

## Halbzeitbilanz der proprietären Dekaden-Prognose

*All models are wrong, but some are useful.*
**George Box**

Unser im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade" vorgestelltes proprietäres *Incrementum Goldpreismodell* zielt darauf ab, eine fundierte Projektion des Goldpreises bis zum Ende der Dekade zu ermöglichen. Fünf Jahre nach der ersten Projektion ist es nun an der Zeit, eine Halbzeitbilanz zu ziehen. Dabei beleuchten wir nicht nur die bisherige Goldpreisentwicklung, sondern auch die Entwicklung der zugrunde liegenden Faktoren, um deren Aussagekraft im aktuellen Marktumfeld besser einordnen zu können.

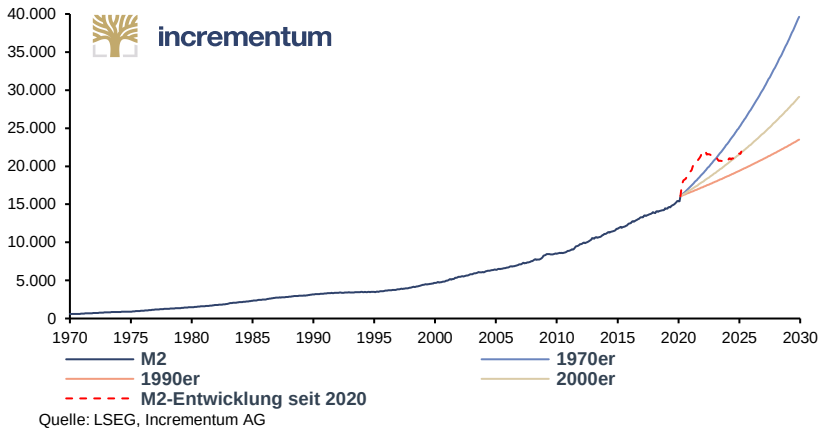
**Das Modell basiert im Wesentlichen auf zwei zentralen Parametern: der Entwicklung der Geldmenge (M2) sowie dem sogenannten impliziten Golddeckungsgrad.** Da der US-Dollar nach wie vor die globale Leitwährung darstellt und damit einen maßgeblichen Einfluss auf den Goldpreis ausübt, erfolgt unsere Analyse auf Basis der US-Daten, woraus wir ein Zielpreisniveau in US-Dollar ableiten.

*The works must be conceived with fire in the soul but executed with clinical coolness.*
**Joan Miró**

Für die künftige Entwicklung der Geldmenge wurden drei M2-Wachstumsszenarien modelliert. Die jeweiligen Wachstumsraten orientieren sich an den Verläufen historischer Dekaden und wurden zusätzlich mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet:

- **hohe M2-Wachstumsrate**:
  **9,7% p. a.** (1970er); Eintrittswahrscheinlichkeit: 15%
- **geringe M2-Wachstumsrate**:
  **3,9% p. a.** (1990er); Eintrittswahrscheinlichkeit 5%
- **durchschnittliche M2-Wachstumsrate**:
  **6,3% p. a.** (2000er); Eintrittswahrscheinlichkeit 80%

M2-Szenarien, in Mrd. USD, 01/1970–12/2029



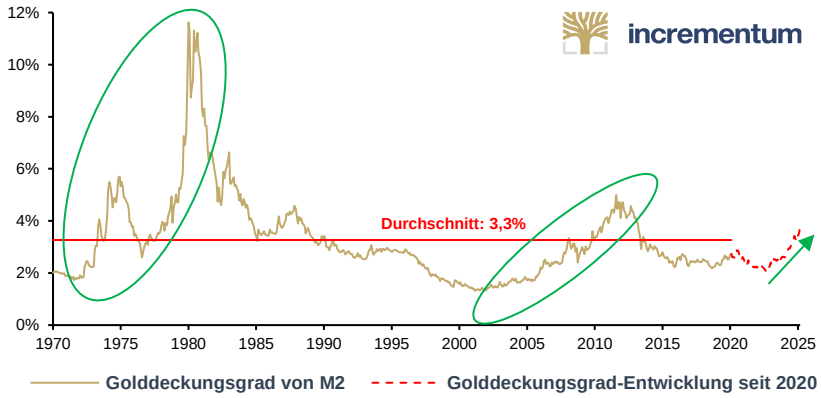

Quelle: LSEG, Incrementum AG

Wie der Chart veranschaulicht, verläuft das aktuelle Wachstum der M2-Geldmenge nach einer kurzen Phase des Überschießens nun weitgehend entlang des Pfades der 2000er-Jahre, dem wir mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 80% mit Abstand das höchste Gewicht beigemessen haben. **Per März 2025 liegt die annualisierte Wachstumsrate bei 7,0% p. a.**

*Black Swan events are characterized by their extreme rarity, severe impact, and the widespread insistence they were obvious in hindsight.*
**Nassim Nicholas Taleb**

Der implizite Golddeckungsgrad gibt an, welcher Anteil der Geldmenge durch die Goldreserven einer Zentralbank gedeckt ist, bewertet zum aktuellen Marktpreis. Historisch pendelt dieser Wert um etwa 3,3%, steigt jedoch in Phasen sinkenden Vertrauens in das Geldsystem deutlich an, etwa während der stagflationären 1970er-Jahre oder der Weltfinanzkrise 2007/08 und der anschließenden Rezession. **Aktuell liegt der implizite Deckungsgrad bei 3,8%, was auf einen bislang moderaten Anstieg hinweist und sich womöglich erst als Anfang eines größeren Trends erweisen wird.**

Golddeckungsgrad von M2, 01/1970–03/2025

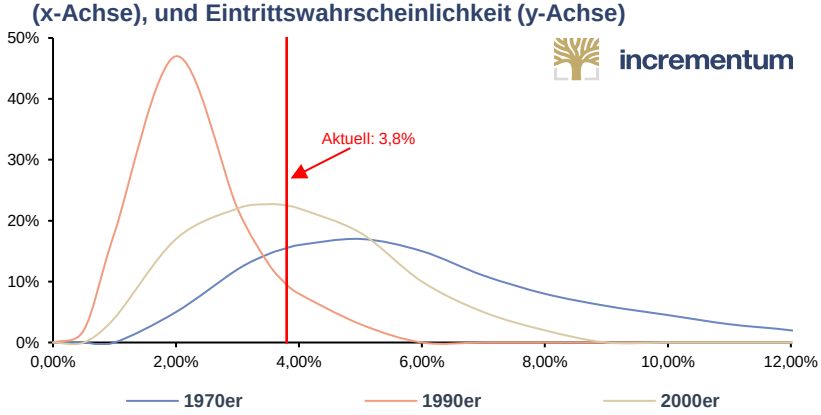



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Without data, you're just another person with an opinion.*
**W. Edwards Deming**

Basierend auf diesen drei Szenarien haben wir eine wahrscheinlichkeitsgewichtete Verteilungsfunktion erstellt, die sich an historischen Daten orientiert. Das wahrscheinlichste Szenario ergibt sich bei einem Golddeckungsgrad zwischen 3 und 4% bei einer M2-Entwicklung wie in den 2000er-Jahren. **Exakt dort befindet sich der aktuelle Wert mit 3,8%, was für die Kalibrierung und Prognosegüte des Goldpreismodells spricht.**

**Wahrscheinlichkeitsfunktion der Szenarien: M2-Golddeckungsgrade (x-Achse), und Eintrittswahrscheinlichkeit (y-Achse)**

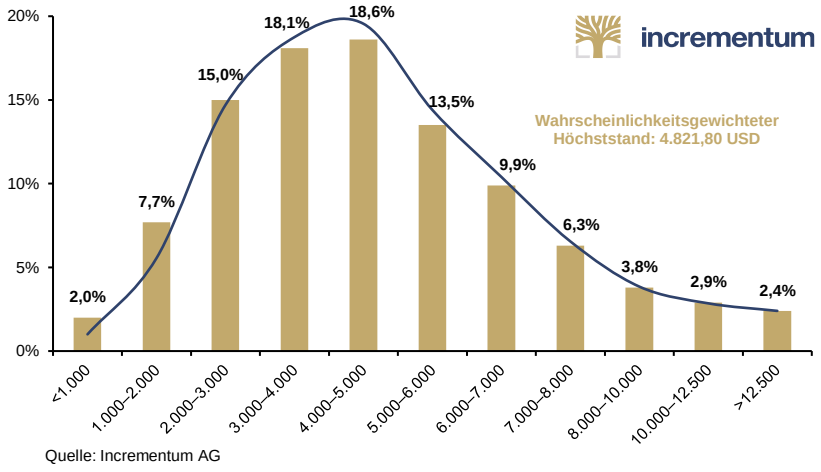



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*People prefer the certainty of misery to the misery of uncertainty.*
**Virginia Satir**

Aus der kumulierten Verteilung ergibt sich ein Goldpreis-Erwartungswert von rund 4.800 USD per Ende der Dekade, das Kursziel, welches wir seit Einführung des Modells im Jahr 2020 konsequent vertreten. **Wichtig ist auf die deutliche Rechtsschiefe der Verteilung hinzuweisen, die höhere Preisniveaus wahrscheinlicher macht als niedrigere. So liegt die Wahrscheinlichkeit für einen Goldpreis über 6.000 USD bei über 25%, ein Preis oberhalb von 4.000 USD hat eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 57,4%.**

**Approximierter Goldpreis im Jahr 2030 nach Verteilungswahrscheinlichkeit, in USD**




Quelle: Incrementum AG

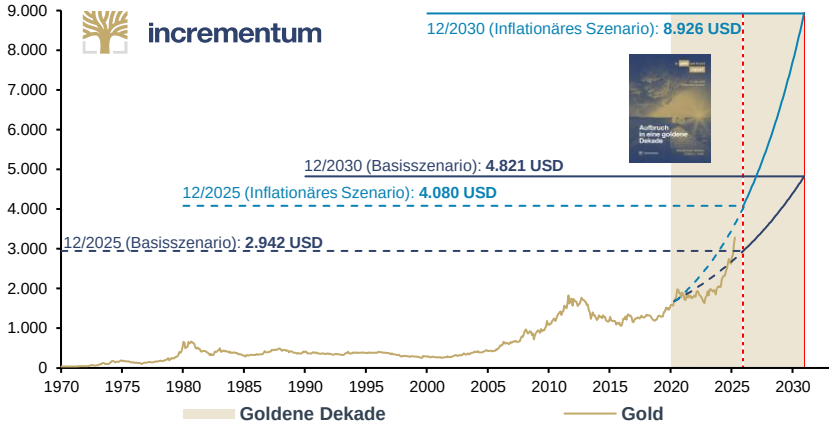
*We don't aim to predict the next tail event. We aim to survive it.*
**Mark Spitznagel**

**Was zu Beginn der Dekade von vielen noch als utopisch, irrational oder gar esoterisch abgetan wurde, erscheint heute weitaus greifbarer. Die Zahl der bullishen Goldprognosen wächst**: Yardeni Research erwartet für Ende 2025 einen Goldpreis von 4.000 USD , für Ende 2026 gar von 5.000 USD – vorausgesetzt, die Goldkäufe der Zentralbanken setzen sich in vergleichbarem Tempo fort. Goldman Sachs hat sein Jahresendziel für den Goldpreis 2025 bereits zum wiederholten Male angepasst und kürzlich von 3.300 USD auf 3.700 USD angehoben. **Für ein mögliches Tail-Risk-Szenario nennt Goldman Sachs ein Preisziel von 4.250 USD bis Jahresende.**

*Der Anfang ist die Hälfte des Ganzen.*
**Aristoteles**

**Per Stichtag 30. April notiert der Goldpreis bereits über dem rechnerischen Zwischenziel von 2.942 USD, das wir für Ende 2025 auf dem Pfad zu unserem Dekadenkursziel von 4.800 USD definiert haben.** Die dafür erforderliche annualisierte Wachstumsrate liegt bei 7% – ein Wert, der unter den gegebenen makroökonomischen Rahmenbedingungen als realistisch einzustufen ist.

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




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Da der Goldpreis zuletzt deutlich an Dynamik gewonnen hat, erscheint es sinnvoll, ergänzend auch den Pfad zu betrachten, der sich in einem Szenario ergäbe, das dem inflationären bzw. stagflationären Umfeld der 1970er-Jahre ähnelt, also einem potenziellen Tail-Risk-Szenario mit starkem Aufwärtsdruck. **In diesem Fall würde der Goldpreis bis zum Ende der Dekade auf rund 8.900 USD steigen, was einer annualisierten Wachstumsrate von etwa 19% entspräche. Das Zwischenziel für Ende 2025 liegt in diesem Szenario bei 4.080 USD.**

## Fazit

*Die ewige Wiederkunft des Gleichen.*
**Friedrich Nietzsche**

**Der Vergleich der drei großen Gold-Bullenmärkte zeigt: Geschichte wiederholt sich nicht, doch sie reimt sich.** Trotz diverser Unterschiede überwiegen die strukturellen Ähnlichkeiten in den Rahmenbedingungen. In den vergangenen beiden analysierten Dekaden erwies sich Gold inmitten von Inflation, wirtschaftlichen Verwerfungen und Vertrauenskrisen als sicherer Hafen und erzielte in diesen „goldenen Dekaden" enorme Wertzuwächse. Viele der damals vorhandenen Zutaten von negativen Realzinsen über exzessive Geldmengenexpansion bis hin zu geopolitischen Spannungen sind in den 2020er-Jahren erneut vorhanden.

### Makroökonomischer Vergleich: 1970er vs. 2000er vs. 2020er

| | 1970er | 2000er | 2020er |
|---|---|---|---|
| **Inflation** | Ø ~7% p. a.; zweistellig ab 1974; Peak 14,8% 03/1980 | Ø ~2–3% p. a.; überwiegend niedrig, Peak 5,6% 07/2008 (Ölpreisboom) | Anfangs moderat, 2021–22 stark steigend; Peak 9,1% 06/2022 (40-Jahreshoch) |
| **Geldmengenwachstum (M2)** | Deutlich erhöht (z.T. >10% p. a.) | Moderat (~5-10% p. a.), steigt nach 2008 durch QE an | Rekordhoch 2020/21: 02/2021 +26,9% yoy (höchster Anstieg seit 1959); 2022 erste M2-Schrumpfung seit >60 Jahren |
| **Verschuldung** | US-Staatsverschuldung steigt vor allem ab Dekadenmitte, bleibt aber unter 40% des BIP | Anstieg der US-Schuldenquote zunächst moderat; ab 2007/08 sprunghafter Anstieg auf ~80% des BIP (Finanzkrise) | Schuldenexplosion (COVID-19-Pandemie); von 106% (Ende 2019) auf über 130%; Schulden steigen 2020 um über 4,5 Bill. USD |
| **Leitzins** | Anfang der 70er ~4%; bis 1980 drastisch auf 20% erhöht (Volcker-Schock) | 2000: ~6,5% → Senkung auf 1% (2003) → Anstieg 5,25% (2006) → 0–0,25% ab Ende 2008 (ZIRP) | 2019: ~2,5% → 0% 2020 (Pandemie) → ab 2022 rasche Anhebungen (höchster Stand seit 2007); aktuell ~4% |
| **Realzins** | Negativ fast die ganze Dekade (Inflation > Zinsen); phasenweise stark negativ (1974–79) | Leichte Schwankungen: teils +1-2% (Mitte 2000er), aber negativ nach 2008 (Nullzins bei ~2% Inflation) | Anfang 2020er extrem negativ (2021: -5 bis -7% p. a.), ab 2023 sukzessive steigend (steigende Zinsen + fallende Inflation) |
| **US-Dollar** | Phasen starker Abwertung (1971 Aufhebung des Goldstandards); schwächste USD-Phasen Anfang/Mitte der 70er | starker USD-Rückgang nach 2002 (~-40% bis 2008), danach moderate Erholung | 2020–2022 starker Anstieg (DXY >110); seit 2023 tendenziell schwächer; geopolitische Herausforderungen für USD-Hegemonie |
| **Wirtschaftswachstum** | Phasen starker Erholung, aber zwei Rezessionen/Stagflation; real BIP-Wachstum 1970er Ø ~3% p. a., jedoch begleitet von hoher Inflation | Solide bis 2007 (~2–3% p. a.), dann tiefer Einbruch 2008/09 (US-BIP 2009: -2,6%); Globale Finanzkrise führte zu längerer Unterauslastung | 2020 Absturz (-3,4% USA, -6,3% EU), 2021 Aufholboom, ab 2022 Abschwungstendenzen; Stagflationsgefahr: schwächeres Wachstum bei hoher Inflation |
| **Rezession** | 27 Monate (+6 Monate von 01/1980–07/1980) | 26 Monate | 2 Monate |

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*It's like déjà vu all over again.*
**Yogi Berra**

**Die bisherigen Entwicklungen stützen die These, dass wir ein Déjà-vu erleben und die 2020er-Jahre zur dritten goldenen Dekade werden könnten.** Bereits jetzt hat Gold in sämtlichen Währungen zahlreiche historische Höchststände markiert. Sollte sich der Zyklus analog zu den früheren Dekaden fortsetzen, wäre im zweiten Akt der 2020er-Dekade mit einer nochmals beschleunigten Aufwärtsbewegung zu rechnen, die in einem Gipfel um das Dekadenende münden könnte. Tatsächlich endeten vergangene Bullenmärkte jeweils in einem Überschießen innerhalb von etwa 9 Monaten mit einer Preisverdopplung.

Die nachfolgende Tabelle liefert einen aufschlussreichen Vergleich der durchschnittlichen jährlichen Wertentwicklung (CAGR) von Gold, Silber, Minenaktien und Rohstoffen über die 1970er-, 2000er- und 2020er-Jahre, jeweils unterteilt in erste und zweite Hälfte sowie für die Gesamtperiode. Auch wenn die Daten für die zweite Hälfte der 2020er-Dekade naturgemäß unvollständig sind, lassen sich einige interessante Muster erkennen.

### CAGR von Gold, Silber, Minenaktien* und Rohstoffe**, in Bullenmarkt-Dekaden, in USD, 12/1969–04/2025

| | 1970er | | | 2000er | | | 2020er | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1. Hälfte | 2. Hälfte | Gesamt*** | 1. Hälfte | 2. Hälfte | Gesamt*** | 1. Hälfte | 2. Hälfte | Gesamt*** |
| **Gold** | 40,66% | 21,24% | 36,88% | 8,78% | 20,11% | 17,46% | 11,63% | 93,02% | 15,65% |
| **Silber** | 21,66% | 44,22% | 39,04% | 4,68% | 16,06% | 21,25% | 10,58% | 35,18% | 12,02% |
| **Minenaktien** | 35,82% | 3,15% | 27,62% | 23,78% | 13,58% | 20,06% | 3,25% | 170,12% | 9,85% |
| **Rohstoffe** | 36,76% | 7,57% | 21,88% | 14,07% | -4,00% | 6,42% | 6,72% | -0,61% | 6,23% |

Quelle: LSEG (per 30.04.2025), Incrementum AG
*BGMI 12/1969–05/1996, HUI 05/1996–. **GSCI Index TR. ***Dekadenbeginn bis zum Hoch.

*In times of uncertainty, gold is not just a safe haven – it's a signal.*
**Jeffrey Gundlach**

**Gold zeigt sich dabei über alle drei Dekaden hinweg als stabilster Performer.** In den 1970er-Jahren erzielte es in der ersten Hälfte ein jährliches Plus von über 40%, in der zweiten Hälfte immer noch 21%. In den 2000er-Jahren kehrte sich das Muster leicht um. Hier verlief die zweite Hälfte mit 20% p. a. deutlich dynamischer als die erste mit knapp 9% p. a. Besonders auffällig ist die bisherige CAGR-Entwicklung in den 2020er-Jahren: Nach einer annualisierten Rendite von knapp 12% in der ersten Dekadenhälfte, erzielt Gold in der zweiten Hälfte bislang eine durchschnittliche jährliche Wertentwicklung von 93% p. a. Diese außergewöhnliche Dynamik ist einerseits dem noch kurzen Beobachtungszeitraum geschuldet, der statistisch anfälliger für Ausreißer ist. **Andererseits lässt sich darin ein klares Zeichen eines zyklischen Momentums erkennen.** Auch wenn nicht davon auszugehen ist, dass Gold das derzeitige Tempo über den gesamten weiteren Verlauf beibehalten wird, unterstreicht die Entwicklung eindrucksvoll die intakte Aufwärtsdynamik und das wachsende Interesse am Edelmetall.

**Silber präsentiert sich traditionell als zyklischer Nachzügler mit Hang zu explosiven Endspurts.** In den 1970ern fiel die zweite Hälfte mit über 44% p. a. deutlich stärker aus als die erste Hälfte mit 21% p. a. In den 2000er-Jahren zeigte sich ein ähnliches Muster. Auch in der aktuellen Dekade ist bisher eine starke Entwicklung zu beobachten, doch die historischen Parallelen deuten darauf hin, dass sich der dynamische Teil des Zyklus möglicherweise erst anbahnt.

*Markets often go from underreaction to overreaction; the pendulum swings, and parabolic moves are the manifestation of that.*
**Howard Marks**

**Goldminenaktien gelten als volatilere Hebelvariante des Goldpreises mit teils spektakulären Ausschlägen.** In den 1970er-Jahren erzielten Goldminenaktien in der ersten Dekadenhälfte über 35% p. a., bevor sie in der zweiten Hälfte stark an Dynamik verloren. Auch in den 2000er-Jahren war die erste Hälfte mit knapp 24% p. a. wesentlich stärker als die zweite. **Die 2020er scheinen dieses Muster zunächst zu brechen: Nach einer enttäuschenden ersten Hälfte mit gerade einmal 3,25% p. a. verzeichnet der Minensektor aktuell ein Comeback mit einem annualisierten Plus von über 170% in der zweiten Dekadenhälfte, was ein starkes Signal für eine Neubewertung ist.**

Rohstoffe zeigen ein stark zyklisch geprägtes Bild. In den 1970ern brillierten sie in der ersten Hälfte mit über 36% p. a., getragen von Ölpreisschocks und inflationärem Druck. In den 2000ern war die Entwicklung insgesamt schwächer, wobei die zweite Hälfte durch die Weltfinanzkrise 2007/08 sogar negativ ausfiel und den Rohstoffsuperzyklus jäh beendete. In den 2020ern verlief die erste Hälfte bislang eher verhalten. **Die zweite Hälfte begann – bedingt durch den Trump-Schock – mit -0,61% p. a. mit einem leichten Rücksetzer.**

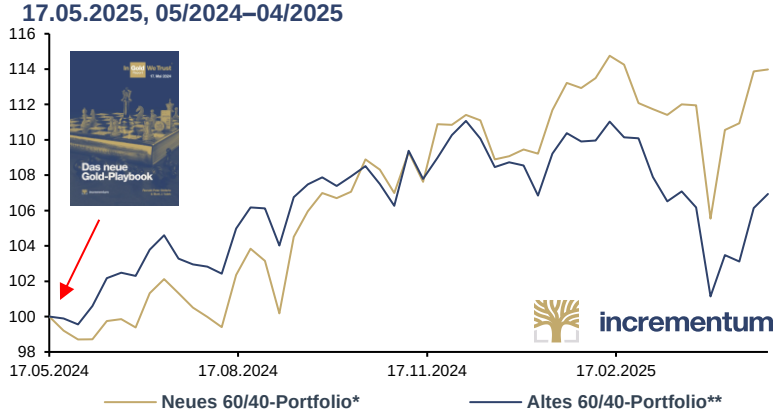
**Die historische Analyse der vergangenen Bullenmärkte zeigt eindrücklich:** Gold, Silber, Minenaktien und Rohstoffe erweisen sich in fragilen makroökonomischen und geopolitischen Phasen als besonders widerstandsfähig. Aus dieser Erkenntnis heraus haben wir im vergangenen Jahr im *In Gold We Trust*-Report „Das neue Gold-Playbook" ein weiterentwickeltes 60/40-Portfolio als moderne, robuster strukturierte Alternative zum traditionellen Modell vorgestellt. Ziel war es, den veränderten Rahmenbedingungen Rechnung zu tragen und eine zeitgemäße Allokationsstrategie zu skizzieren.

*Das Maß ist das Beste.*
**Kleobulos**

Im Gegensatz zur traditionellen Aufteilung von 60% Aktien und 40% Anleihen berücksichtigt das neue Modell bewusst die veränderte Risikolandschaft und erweitert den Allokationsrahmen um liquide, alternative Vermögenswerte, die nicht beliebig inflationierbar sind: **45% Aktien, 15% Anleihen, 15% Sicherheitsgold, 10% Performance-Gold, d. h. Silber und Minenaktien, 10% Rohstoffe sowie 5% Bitcoin.**

Wie sich diese Neugewichtung in der Praxis seit der Veröffentlichung des letztjährigen *In Gold We Trust*-Reports bewährt hat, zeigt ein Blick auf die Performance der letzten zwölf Monate im Vergleich zum klassischen 60/40-Portfolio.

**Neues 60/40-Portfolio*, und altes 60/40-Portfolio**, in USD, 100 = 17.05.2025, 05/2024–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*45% S&P 500 TR, 15% US 10Y TR, 15% Gold, 5% Silber, 5% HUI-Index TR, 10% BCOM TR, 5% Bitcoin
**60% S&P 500 TR, 40% US 10Y TR

*The essence of investment management is the management of risks, not the management of returns.*
**Benjamin Graham**

Der Vergleich der beiden Portfolios über den Zeitraum von Mai 2024 bis April 2025 zeigt: **Das neue 60/40-Portfolio konnte sich über weite Strecken deutlich besser entwickeln als das klassische Pendant.** Nach einem anfänglich verhaltenen Start nahm die Performance des neuen 60/40-Portfolios spürbar an Fahrt auf. **Während das klassische 60/40-Portfolio im weiteren Jahresverlauf zunehmend unter Druck geriet, blieb das neue Modell deutlich stabiler und resilienter, insbesondere in den volatilen Marktphasen im laufenden Jahr.**

Der über den Betrachtungszeitraum hinweg entstandene Performancevorsprung untermauert die These, dass eine moderne Portfolioarchitektur, die auf Sound-Money-Komponenten und inflationsresiliente Vermögenswerte setzt, dem traditionellen Modell überlegen ist, sowohl im Hinblick auf Stabilität als auch auf Renditepotenzial. Während Gold bereits neue Allzeithochs markiert hat, bewegen sich Silber und Minenaktien noch im Windschatten. Erfahrungsgemäß holen diese jedoch in der späten Zyklusphase auf, was zusätzliches Aufholpotenzial bei Performance-Gold mit sich bringt.

*Time is your friend, impulse is your enemy.*
**John Bogle**

Vor diesem Hintergrund bleibt das im Vorjahr vorgestellte neue 60/40-Portfolio nicht nur aktuell, sondern erweist sich als strategisch durchdachte Antwort auf die Anforderungen eines zunehmend komplexen Marktumfelds. Es vereint Sound-Money-Prinzipien und reflektiert jene Erkenntnis, die sich durch alle Bullenmärkte zieht: **Das historische Muster legt nahe: Die erste Hälfte baut auf, die zweite eskaliert und der Vorhang fällt schließlich mitten im Applaus.**

Fortuna Mining

NYSE: FSM | TSX: FVI | Frankfurt: F4S0

2005-2025

fortunamining.com

# Dollar-Milkshake vs. Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung

*A strong nation, like a strong person, can afford to be gentle, firm, thoughtful, and restrained. It can afford to extend a helping hand to others. It is a weak nation, like a weak person, that must behave with bluster and boasting and rashness and other signs of insecurity.*

**Jimmy Carter**

- **Das globale Währungssystem zersplittert zunehmend in konkurrierende Sphären (USA, EU, BRICS+). Einige Mittelmächte pendeln strategisch dazwischen. Trotz unterschiedlicher Strategien erfolgt eine zunehmende Anbindung an Gold als Vertrauensanker.**
- **Die Trump-Administration erwägt ein Mar-a-Lago-Abkommen: eine strategische Neuausrichtung mit Zöllen, Sicherheitszusagen und gegebenenfalls goldgedeckten Anleihen zur Umstrukturierung des Währungssystems und zur Lösung des Triffin-Dilemmas.**
- **Es entsteht ein strategisches Dreigespann: Zölle als Verhandlungsmasse, eine Anpassung der Wechselkurse im Stile eines neuen Plaza-Abkommens und Goldanleihen als harter Anker zur Sicherung der Glaubwürdigkeit.**
- **Unabhängig von der Politik könnten Marktkräfte eine Abwertung des US-Dollars um 20–30% bewirken. Globale Kapitalströme kehren US-Vermögenswerten den Rücken und der Bonus für den US-Exzeptionalismus schwindet.**
- **Die zunehmende geopolitische Fragmentierung bietet Gold doppelte Chancen: Direkter Besitz schützt vor Währungsentwertung und Instabilität, ausgewählte Minenaktien profitieren bei steigenden Goldpreisen und stabilen Kosten. Gold eignet sich aktuell sowohl zur Absicherung als auch zur Performanceerzielung.**
- **The Big Long ist eine asymmetrische Makrowette auf den Paradigmenwechsel von einem kreditbasierten Geldsystem hin zu einem System, das auf realen Werten gründet.**

## Einleitung

*The new administration appears to grasp what previous ones missed: in today's financial system, trade imbalances persist because massive capital flows overwhelm traditional trade relationships.*

*The U.S. runs persistent deficits not because it consumes too much or produces too little, but because it absorbs too much of the world's excess savings.*

*Policy success will require addressing this root cause. Either through negotiated adjustment — a Mar-a-Lago Accord — or unilateral capital flow restrictions, the goal is to reduce foreign purchases of U.S. financial assets and increase their purchases of U.S. goods and services.*

Michael McNair

*I think we're in a long-term bull market in Gold. We're seeing reserve accumulation by Central Banks. I follow it closely. It's my biggest position. Even I was surprised when the Central Bank of Poland said they want to take their Gold reserves to 20%.*
**Scott Bessent**

**De-Dollarization ist ein Prozess.**[37] **Dieser Prozess ist jedoch weder linear noch eindimensional.** Während die BRICS+-Staaten und ihre Verbündeten alternative Zahlungssysteme und Währungs-Swap-Vereinbarungen einführen und die Goldkäufe der Zentralbanken beschleunigen, um ihre Abhängigkeit von den westlichen Finanzmärkten zu verringern, kämpfen die gegnerischen, „dollarisierenden" Kräfte darum, die Dominanz des US-Dollars aufrechtzuerhalten. Da sich jedes Netzwerk zunehmend auf Gold und andere Sachwerte als Stabilitätsanker im Wettlauf um die globale Teilhabe verlässt, entfaltet sich eine breitere Anlagethese: ***The Big Long*** **als eine asymmetrische Makrowette darauf, dass das künftige Geldsystem nicht mehr als Kreditgeld konzipiert sein wird, sondern als Fundament reale Assets haben wird.**

*Basically, if you think of the dollar as a network where the sysadmins are Fed and Treasury, key pieces of that network are getting unbundled.*
**Balaji**

**Obwohl sich die De-Dollarization beschleunigt, ist der endgültige Ausgang dieser Entwicklung noch ungewiss.** Immer klarer erscheint jedoch, dass Gold und andere Sachwerte an Bedeutung gewinnen, während die Welt das reine Fiat-Experiment aufgibt und dadurch die vielleicht bedeutendste monetäre Neuausrichtung unserer Lebenszeit auslöst.

In diesem Kapitel beginnen wir damit, die zerbrechende Weltwirtschaftsordnung durch eine Reihe theoretischer Linsen zu untersuchen und ihre Relevanz und Anwendbarkeit in der Praxis zu bewerten. Zunächst beleuchten wir die zunehmenden Spannungen zwischen der *America-First*-Politik der USA und den BRICS+-Staaten, allen voran Chinas Streben nach größerer Währungsautonomie. Diese Dynamik spiegelt eine tiefgreifende Veränderung in den internationalen

[37] Siehe „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold", In Gold We Trust-Report 2024; „De-Dollarization: Der finale Showdown?", In Gold We Trust-Report 2023; „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order", In Gold We Trust-Report 2023; „Eine neue Weltordnung entsteht", In Gold We Trust-Report 2022

Beziehungen wider, weg von der multilateralen Zusammenarbeit, hin zu bilateralen Engagements.

*We now stand on the brink of a geo-political and monetary rupture.*
**Russell Napier**

Darauf aufbauend untersuchen wir die Möglichkeit einer Neuausrichtung des globalen Währungs- und Handelssystems in Anlehnung an historische Vereinbarungen wie den Plaza- und den Louvre-Akkord.[38] Spätestens seit der Veröffentlichung von Stephen Mirans „A User's Guide to Restructuring the Global Trading System"[39] ist der Begriff *Mar-a-Lago Accord*, benannt nach Donald Trumps Resort in Florida, zum gängigen Begriff für diese Neuausrichtung geworden. Wir werden verschiedene Ideen analysieren, die darauf abzielen, diese Neukalibrierung herbeizuführen, einschließlich unorthodoxer Mechanismen wie goldgedeckte Anleihen.

## De-Westernisierung: Die zerbrechende globale Wirtschaftsordnung

*It may be dangerous to be America's enemy, but to be America's friend is fatal.*
**Henry Kissinger**

**Was als *De-Dollarization* – eine Bewegung zur Verringerung der Abhängigkeit vom US-Dollar – begann, hat sich in Richtung *De-Westernization* entwickelt.** Zwei Kräfte treiben diesen Wandel voran: der Osten und der globale Süden, die sich alternativen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zuwenden.

Ähnlich wie Contrarian-Investoren sich 2007 gegen die vorherrschenden Narrative stellten, überdenken weitsichtige Investoren heute ihre Grundannahmen zu Währungsdynamiken, Handelsbeziehungen und globalen Machtstrukturen. Diese Neuausrichtung wird sich in abrupten Veränderungen der Asset-Allokation und internationalen Kapitalströme widerspiegeln. **Das Vertrauen in das internationale System erodiert nicht mehr nur schrittweise – es bricht schlagartig ein.**

*The West dreamt of the BRICS as a lapdog, that they would accumulate dollars and recycle them into Treasuries, but instead of that they are renegotiating how things are done.*
**Zoltan Pozsar**

**Was einst Ost gegen West war, ist jetzt USA vs. EU vs. BRICS+, wobei sich bestimmte Nationen im Nahen Osten und im globalen Süden als neutrale oder halbverbündete Mittelmächte positionieren.** Während die G7 seit dem Amtsantritt von Donald Trump mit einer noch nie dagewesenen Uneinigkeit konfrontiert sind, drängt der erweiterte BRICS+-Block – Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika sowie Ägypten, Iran, die Vereinigten Arabischen Emirate, Äthiopien und Indonesien – in das neue multipolare System.

[38] Siehe „Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?", In Gold We Trust-Report 2019
[39] Siehe Stöferle, Ronald (@RonStoeferle): "THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System' ist wahrscheinlich das wichtigste Papier, von dem Sie noch nie gehört haben!...", X, März 2025

## America First: bilateral vs. multilateral

*The message is unambiguous: access to the US market is a privilege, not a right – and one that comes at a cost.*
**Macro Alchemist**

**Präsident Trumps wirtschaftspolitischer Ansatz *America First* lehnt die Vorstellung ab, dass die USA den Welthandel stabilisieren müssen.** Indem er bilaterale statt multilaterale Abkommen anstrebt, setzt Trump sein Wahlkampfversprechen in die Tat um. Im Gegensatz zu früheren US-Führungspersönlichkeiten gibt dieser Ansatz kurzfristigen nationalen Vorteilen den Vorzug vor Überlegungen zur langfristigen Stabilität des Systems.

*Want liquidity? Dance!*
**Brent Johnson**

**Der Rückzug aus dem Multilateralismus hat auch Auswirkungen auf die US-Währungsmechanismen. „Swap lines won't be free anymore. They'll come with strings, or maybe chains", schreibt Brent Johnson.** Trump könnte die US-Dollar-Swap-Linien der Federal Reserve, die ausländischen Zentralbanken im Jahr 2020 500 Mrd. USD zur Verfügung stellten, um eine Liquiditätskrise zu verhindern, von einer kooperativen Infrastruktur in ein Verhandlungsinstrument verwandeln. Die Botschaft ist klar: Der Zugang zu US-Dollar-Liquidität erfolgt nicht mehr automatisch, sondern hängt von der Erfüllung bestimmter politischer Anforderungen ab.

*What is the most marketable, least manipulable means of shifting away from the dollar (and possibly back to it, once tensions have abated) with the lowest switching costs? Gold.*
**Peter C. Earle**

Außerdem signalisiert der Rückzug der Trump-Administration aus multilateralen Institutionen wie der WHO, dem Pariser Klimaabkommen und dem UN-Menschenrechtsrat einen Rückzug aus der globalen Kooperation. Diese Schwächung des westlichen Zusammenhalts hat die europäischen Partner zu einer stärker eurozentrischen Strategie gedrängt, wie Deutschlands jüngste Kehrtwende bei den Militärausgaben zeigt. **Der Rest Europas wird folgen, um sich zu remilitarisieren.** Die EZB treibt die Einführung eines digitalen Euros sowohl auf Unternehmens- als auch auf Verbraucherebene weiter voran, insbesondere um die strategische Autonomie der EU durch die Verringerung der Abhängigkeit von der US-Zahlungsinfrastruktur zu stärken. Im Oktober 2025 wird der EZB-Rat entscheiden, ob die nächste Phase eingeleitet wird.

## Der US-Dollar-Milkshake in Aktion

**Die *Dollar-Milkshake-Theorie* bietet einen Rahmen für das Verständnis der aktuellen Marktdynamik.**[40] Sie stammt von unserem Freund Brent Johnson, der sich freundlicherweise bereit erklärte die Essenz der Theorie in seinen eigenen Worten zu beschreiben.

> *„The Milkshake Theory is a realpolitik framework for understanding the global monetary system - a model grounded not in how we might wish the world to operate, but in how capital actually moves through it. It focuses on the hard constraints of liquidity, credit, and sovereign debt - forces that override political idealism and economic theory in moments of crisis. Far from only offering a forecast of specific outcomes, it provides investors with a pragmatic lens for interpreting market behavior when the realities of global debt burdens collide with the structural demand for U.S. dollars. In a world*

[40] Siehe „From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce – Debatte zwischen Brent Johnson und Louis-Vincent Gave", In Gold We Trust-Report 2024

*shaped by self-interest, scarcity, and competition for capital, this is not about what we want to happen - it's about what the mechanics say will happen when stress emerges.“*

*...the US dollar is the world's reserve currency and is likely to remain so—in times of global stress, the world runs to the dollar, not away from it.*
**Christopher Waller**

Die Theorie verdeutlicht, warum der US-Dollar normalerweise bei systemischen Schocks an Stärke gewinnt. Auch wenn – oder gerade weil – das Finanzsystem auf dem US-Dollar basiert, profitiert dieser bei Turbulenzen, da die globalen Finanzströme in Richtung der liquiden Märkte, des robusteren Finanzsystems und der etablierten Rechtsstaatlichkeit der USA fließen.

**Wir haben dies im Februar mit Panamas *BRI-xit* erlebt, als sich Panama auf Druck der Trump-Regierung offiziell aus Chinas Infrastrukturprogrammen der *Belt and Road Initiative* (BRI) zurückzog.** Als erste Volkswirtschaft des globalen Südens gab Panama dem bilateralen Handel mit den Vereinigten Staaten den Vorrang, nachdem es Drohungen ausgesetzt war, weil es den chinesischen Einfluss auf den strategisch wichtigen Kanal nicht verringert hatte. Dieser Fall veranschaulicht, wie der Dollar-Milkshake in der Praxis funktioniert – durch die Erschütterung etablierter Handelsbeziehungen lenken die USA Finanzströme zurück in den Handel mit dem US-Dollar.

*The tension between economic autonomy and global stability in a US-led bilateral trade system represents one of the most consequential economic dilemmas of the modern era.*
**Macro Alchemist**

Dieses Muster geht über Panama hinaus. Seit Trumps Amtsantritt hat ein eskalierender Zollkrieg sogar G7-Mitglieder gezwungen, bilaterale Verhandlungen mit den USA zur Neuordnung der Handelsbeziehungen aufzunehmen. Selbst Kanada und Mexiko, die engsten Handelspartner und Nachbarn der USA, sind von Trumps harter Haltung nicht ausgenommen worden. Die folgenden Indizien sprechen weiter für den Milkshake-Effekt:

- VAE vereinbaren Investitionen in Höhe von 1,4 Mrd. USD in den USA über 10 Jahre hinweg.
- Taiwan Semiconductor (TSMC) sagt 100 Mrd. USD für US-Chipfertigung zu.
- Apple investiert 500 Mrd. USD in den USA.

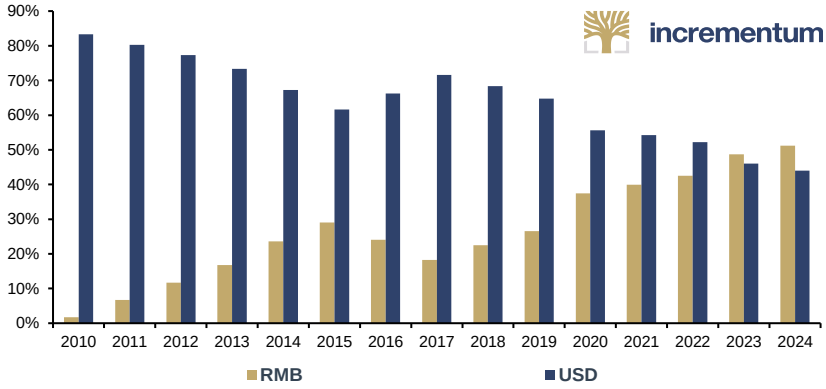
Trumps Zölle bedrohen Handelsströme, die traditionell US-Dollar-Einnahmen generieren, und schaffen eine noch größere Abhängigkeit wenn es um den Zugang zum US-Dollar geht. **Die Frage ist nicht, ob der Milkshake-Effekt existiert, sondern wie er als Instrument in Verhandlungen eingesetzt werden kann.**

Trumps Streben nach einem schwächeren US-Dollar zur Ankurbelung der Exporte steht jedoch im Widerspruch zu seinem Beharren auf der Dominanz des US-Dollars im Welthandel. Diese Spannung destabilisiert die Fähigkeit des US-Dollars, als ökonomischer Anker für den Westen zu dienen, was die Rolle von Gold inmitten von Währungsvolatilität und politischer Unvorhersehbarkeit stärkt.

## Chinas strategische Autonomie

**In der Zwischenzeit verfestigt China seine Autonomie vom westlichen Finanzsystem.** Seit März 2023 werden mehr internationale Transaktionen Chinas im Renminbi als im US-Dollar abgewickelt. „China is not seeking to topple the dollar's global dominance. That comes with a lot of responsibility and accepting certain vulnerabilities... China's motives here are primarily about autonomy and resilience", schreibt Daniel McDowell, Professor an der Syracuse University und *Senior Fellow* des Atlantic Council.

**Währungsanteile bei Chinas grenzüberschreitenden Transaktionen, 2010–2024**



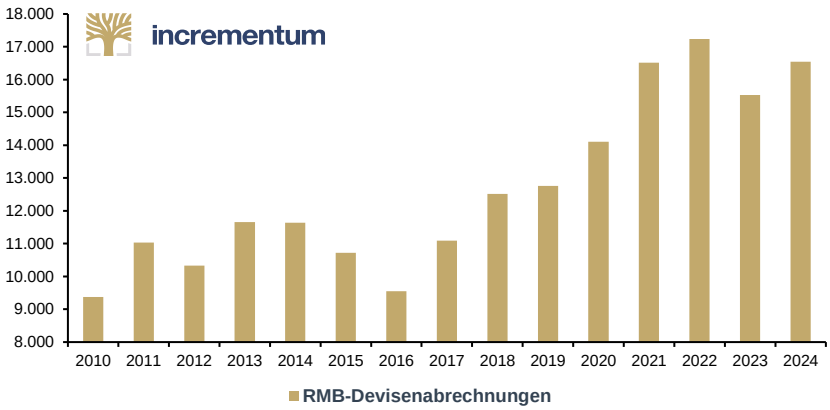

Quelle: Chinese State Administration of Foreign Exchanges (SAFE), Incrementum AG

Die Zweigstelle der People's Bank of China in Shanghai berichtete Anfang 2025, dass allein im Vorjahr 12.400 neue Marktteilnehmer in Shanghai den RMB für grenzüberschreitende Transaktionen wählten. Im Warenhandel der Stadt stiegen diese im Jahresvergleich um 30%, und die Import- und Exportabwicklung von Massengütern wie Edelmetallen, Eisenerz und Getreide in Renminbi verdoppelte sich im selben Zeitraum.

*BRICS was not created to be an instrument of defense, but to be an instrument of attack... Further, we will have our own currency to become independent from the U.S. dollar in our trade relations.*
**Lula da Silva**

Bis September 2023 hatte China bilaterale Swap-Vereinbarungen in lokaler Währung mit 30 Teilnehmerländern der Belt and Road Initiative (BRI) unterzeichnet und RMB-Clearing-Vereinbarungen mit 17 Teilnehmerländern der BRI getroffen. Die Einführung des grenzüberschreitenden Interbank-Zahlungssystems (CIPS) im Jahr 2019 hat die Entwicklung und Verwendung des RMB weltweit entscheidend gefördert. **Über direkte und indirekte Teilnehmer erreicht das CIPS-Netzwerk mehr als 3.000 Bankinstitute in 167 Ländern und Regionen und bietet eine Alternative zum westlich dominierten SWIFT-System.**

**RMB-Devisenabrechnungen, in Mrd. RMB, 2010–2024**




Quelle: Chinese State Administration of Foreign Exchanges (SAFE), Incrementum AG

## Der Nexus zwischen Energie und Rohstoffen

*We are leaving the dollar-dominated space and developing the mechanism and tools for a truly independent financial system.*
**Igor Morgulov, Russischer Botschafter in China**

**Der Energie- und Rohstoffhandel nimmt bei der Umstellung auf alternative Zahlungssysteme eine führende Rolle ein.** Nach Angaben des russischen Botschafters in China wurden 2024 92% der russisch-chinesischen Handelstransaktionen in einer der beiden Landeswährungen abgewickelt.

Die Entscheidung Saudi-Arabiens, sich 2024 der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und dem Projekt mBridge anzuschließen – einer von der BIZ und China geleiteten Kooperation zur Abwicklung von Geschäften mit mehreren digitalen Zentralbankwährungen – ist eine weitere maßgebende Entwicklung. Josh Lipsky, der beim Atlantic Council einen globalen CBDC-Tracker betreibt, stellte fest:

> *„The most advanced cross-border CBDC project just added a major G20 economy and the largest oil exporter in the world… This means in the coming year you can expect to see a scaling up of commodity settlement on the platform outside of dollars."*

*mBridge isn't just a payments rail—it's a Trojan horse for dedollarization. For the first time, the Fed's exorbitant privilege faces a functional alternative.*
**Zoltan Pozsar**

**Das Projekt mBridge ist eine der fortschrittlichsten konkreten Alternativen zu US-Dollar-dominierten Zahlungssystemen.** Mitte 2024 erreichte mBridge das Minimum-Viable-Product-Stadium (MVP), wobei die teilnehmenden Zentralbanken Validierungsknoten einrichten und die Geschäftsbanken Transaktionen mit realem Wert durchführen. Der Beitritt Saudi-Arabiens fiel mit dem wachsenden Interesse des Königreichs an einer Verringerung der Abhängigkeit vom US-Dollar zusammen, wozu auch die Vereinbarung eines Währungsswaps in Höhe von 6,93 Mrd. US-Dollar mit China Ende 2023 gehört. Die bereits auf 31 angewachsene Zahl an Institutionen mit Beobachterstatus, von der Europäischen Zentralbank über die Reserve Bank of India bis zur Bank of Brazil, zeigt, wie ernst führende Währungsinstitutionen die Suche von US-Dollar-Alternativen nehmen. **Diese Entwicklung ist besonders für den Rohstoffhandel von Bedeutung, da sie den Ölexporteuren eine**

**Infrastruktur zur Unterstützung von Petrodollar-Alternativen und zur Umgehung westlicher Zahlungssysteme bietet.**

## Stablecoins: Eine Gegenkraft zur De-Dollarization?

*It seems that stablecoins are here to stay, and will likely continue to grow untrammeled unless policymakers globally launch a coordinated campaign to destroy them... stablecoins will force a rethinking of the standard sanctions toolkit employed for foreign policy objectives.*
**Nic Carter**

Während die BRICS-Länder die De-Dollarization vorantreiben und Alternativen zum US-Dollar forcieren, haben sich Stablecoins als Gegengewicht etabliert – insbesondere im globalen Süden. Als digitale Technologielösung bieten sie eine Einstiegsmöglichkeit in US-Dollar-basierte Liquidität, welche die Nachfrage nach der Weltreservewährung in den Schwellenländern verstärkt.

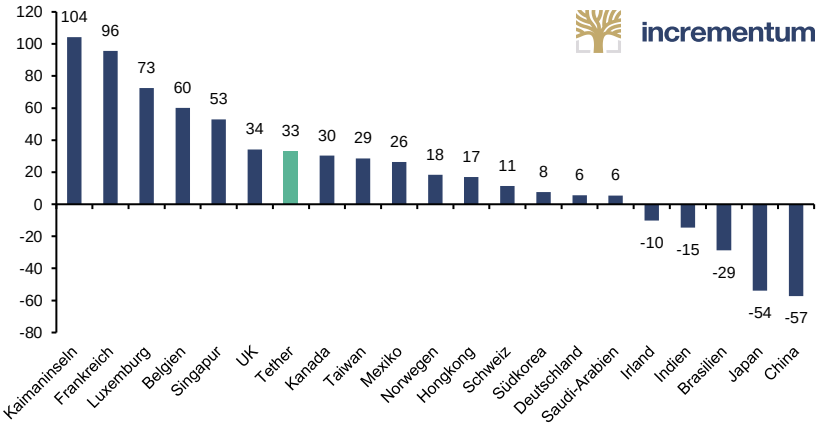
Mit einer Marktkapitalisierung von rund 230 Mrd. USD und der Abwicklung von Transaktionen im Wert von über 10 Bill. USD jährlich, in Form von grenzüberschreitenden Überweisungen, Devisenhandel sowie On-/Off-Ramping in andere Kryptowährungen und Zahlungen, sind Stablecoins bereits jetzt eine wichtige dollarisierende Kraft.

Christopher Waller, Vorstandsmitglied der Federal Reserve, erkannte Anfang 2024 den Aspekt der Dollarisierung durch Stablecoins:

> *„Most trading in decentralized finance (DeFi) involve trades using stablecoins, which link their value one-for-one to the US dollar. About 99 percent of stablecoin market capitalization is linked to the US dollar, meaning that crypto-assets are de facto traded in US dollars. So it is likely that any expansion of trading in the DeFi world will simply strengthen the dominant role of the dollar."*

Die Trump-Administration hat diese Chance erkannt, wie Finanzminister Scott Bessent auf dem White House Digital Asset Summit 2025 ausdrücklich erklärte: „As President Trump has directed, we are going to keep the US the dominant reserve currency in the world, and we will use stablecoins to do that."

**Veränderung der US-Staatsanleihenbestände, in Mrd. USD, 2024**




Quelle: U.S. Department of the Treasury, Coindesk, Incrementum AG

*Russia, China, and Iran are not going to accept a US dollar stablecoin. I predict they will counter the USD stablecoin with a Gold one.*
**Max Keiser**

**Was Stablecoins im Hinblick auf die De-Dollarization so bemerkenswert macht, ist die Zusammensetzung ihrer Reserven.** Tether ist mit ca. 100 Mrd. USD der größte Stablecoin-Emittent und war 2024 der siebtgrößte Käufer von US-Staatsanleihen. Tethers Reserven bestehen zu etwa 82% aus Bargeld und Bargeldäquivalenten, 3,7% aus Edelmetallen, 5,5% aus Bitcoin und der Rest aus anderen Anlagen.

**Auch mit Gold unterlegte Stablecoins sind auf dem Vormarsch.** Tether hat 2024 USD₮ lanciert, einen Stablecoin, der mit einem anderen Tether-Token, genannt XAUt, unterlegt ist. Bei diesem handelt es sich um einen Token, der direkt mit physischen Goldbarren hinterlegt ist und gegen diese eingelöst werden kann. Obwohl der Marktanteil für goldgedeckte Stablecoins im Vergleich zu USD-gebundenen Stablecoins wie USDT bescheiden bleibt, gilt, wie der ehemalige VanEck-Manager Gabor Gurbacs anmerkt: „Tether Gold is what the dollar used to be before 1971."

Caledonia Mining Corporation Plc

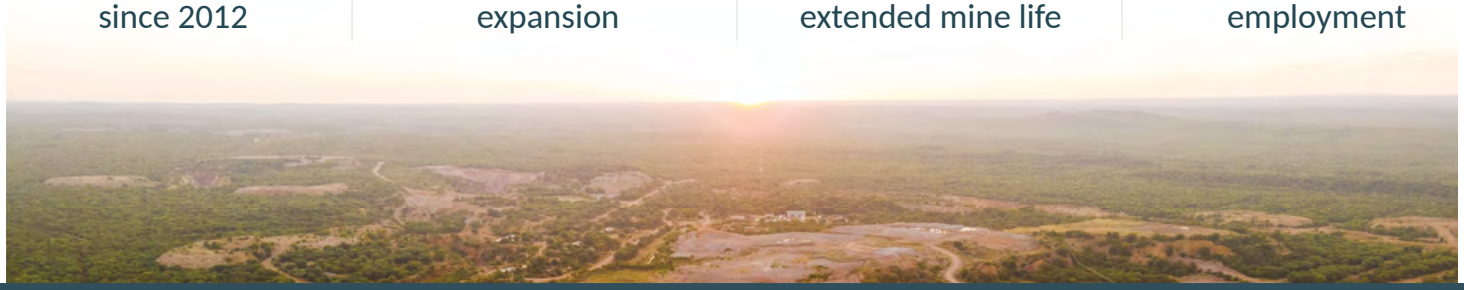
# Investing in Disciplined Gold Growth

**Proven Producer:** Consistent gold production and quarterly dividends since 2012

**Growth Pipeline:** Strategic assets in Bilboes and Motapa for disciplined expansion

**Cash Generation:** Blanket Mine delivers ~75,000 oz annually with extended mine life

**Zimbabwe Experience:** Strong local relationships with 100% in-country employment



## Strategy & Outlook

**1. Maximise Value:** Optimising Blanket operations in high gold price environment

**2. Prudent Development:** Value-focused approach to Bilboes with minimized risk

**3. Exploration Upside:** Promising Motapa results create flexible pathway to multi-asset growth

# Historischer Kontext: Der Plaza-Akkord und der Louvre-Akkord

## Zum Verständnis der Währungsinterventionen der 1980er-Jahre

*If there is trust, trade works. If trust is gone, it doesn't.*
**Dale Copeland**

**Die Gerüchte über einen Mar-a-Lago-Akkord verdichten sich.** Bereits im Juni 2024 deutete Scott Bessent an, dass es in den kommenden Jahren zu einem „grand economic reordering" kommen könnte. Bevor wir uns näher mit diesem Thema befassen, möchten wir einen Schritt zurückgehen und einen Blick auf den Plaza-Akkord vom 22. September 1985 und den Louvre-Akkord vom 22. Februar 1987 werfen.[41]

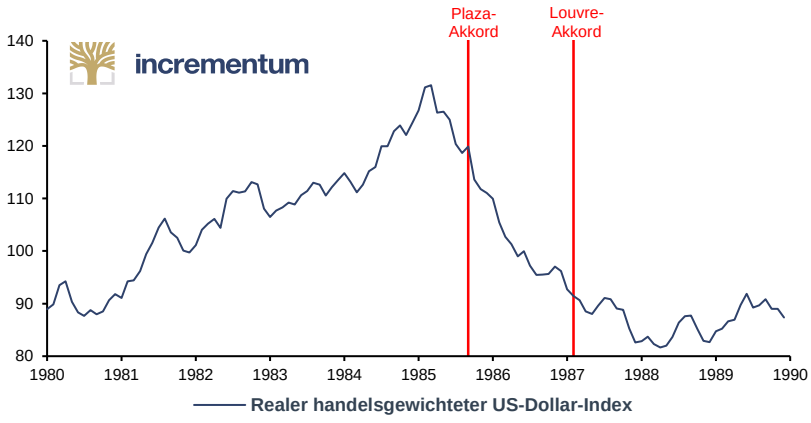
## Der Kontext des Plaza-Akkords

*As far as I know, the Plaza Accord has neither led to changes in fiscal policy nor in trade or structural policy.*
**Paul Volcker**

**Der Plaza-Akkord von 1985 war ein entscheidender Moment in der Entwicklung des internationalen Währungssystems nach Bretton Woods.** Nach Nixons Entscheidung, das Goldfenster Anfang 1971 zu schließen, begann die Epoche flexibler Wechselkurse. Das Fehlen eines externen Ankers führte jedoch zu enormer Volatilität und förderte einen Abwertungswettlauf. Anfang der 1980er-Jahre wertete der US-Dollar unter dem Einfluss der straffen US-Geldpolitik dramatisch auf, und zwar innerhalb von fünf Jahren um 150% gegenüber dem französischen Franc und fast 100% gegenüber der D-Mark.

Der reale handelsgewichtete US-Dollar-Index erreichte Anfang 1985 einen historischen Höchststand, der eine erhebliche Überbewertung des US-Dollars gegenüber den Währungen seiner wichtigsten Handelspartner widerspiegelte. Dieser Anstieg verteuerte die US-Exporte relativ und führte zu einer Verschlechterung der US-Leistungsbilanz, während sich die Leistungsbilanz der Überschussländer wie Deutschland und Japan deutlich verbesserte.

**Realer handelsgewichteter US-Dollar-Index, 01/1980–01/1990**




Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

## Ergebnisse und Beschränkungen des Louvre-Akkords

*Never let the other fellow set the agenda.*
**James Baker**

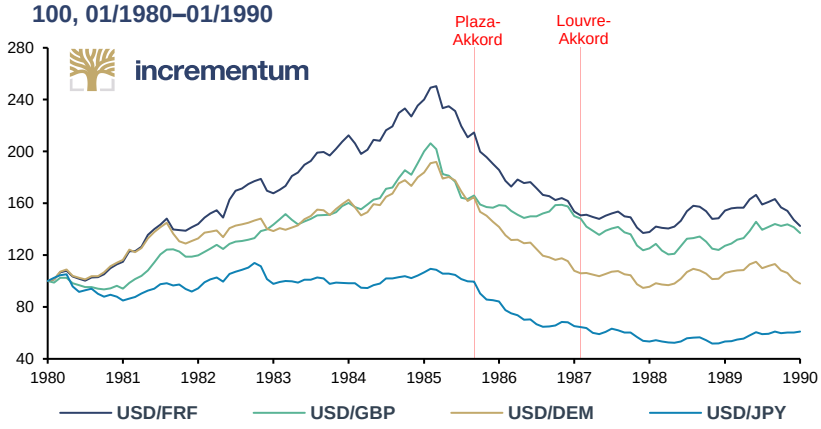
Die damaligen G5-Staaten USA, Japan, Deutschland, Frankreich und das Vereinigte Königreich erkannten die Problematik dieser Ungleichgewichte und trafen sich am 22. September 1985 im *Plaza Hotel* in New York, um eine

[41] Siehe „Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?", In Gold We Trust-Report 2019

strategische Antwort zu koordinieren. Unter der Leitung von US-Finanzminister James Baker einigten sie sich darauf, dass die Wechselkurse wirtschaftliche Fundamentaldaten widerspiegeln sollten und dass eine konzertierte Abwertung des US-Dollars wünschenswert sei. **Der Plaza-Akkord markierte somit ein noch nie dagewesenes Maß an Koordination und verdeutlichte den Zeitgeist multilateraler Ansätze zur Lösung internationaler Probleme.**

Die Ergebnisse des Agreements: Der US-Dollar fiel drastisch, der Yen und die D-Mark werteten auf. Allerdings hatten die Märkte bereits Monate vor der Vereinbarung begonnen, sich darauf einzustellen, und das Tempo der Abwertung hielt auch nach Erreichen der vereinbarten Zielspanne an.

**USD-Wechselkurs gegenüber FRF, GBP, DEM, und JPY, 01/1980 = 100, 01/1980–01/1990**




Quelle: fxtop.com, Incrementum AG

Dies führte zu einer erneuten Besorgnis über unkontrollierte Währungsbewegungen, die im Februar 1987 zum Louvre-Akkord führte. Dieser wurde von derselben Gruppe von Ländern unterzeichnet. Ziel war diesmal, die Talfahrt des US-Dollars zu stoppen und die Wechselkurse zu stabilisieren. Obwohl in einem unveröffentlichten Protokoll geheime Zielbandbreiten von ±5% festgelegt wurden, um Spekulationen zu verhindern, fehlten dem Abkommen geeignete Mechanismen zur Durchsetzung.

*As currency accords are typically named after resorts where they are negotiated, like Bretton Woods and Plaza, with some poetic license I'll describe the potential agreement in the Trump Administration as others have done as the prospective "Mar-a-Lago Accord."*
**Stephen Miran**

**Trotz der Verpflichtung, die Finanz- und Geldpolitik anzugleichen, werteten Währungen wie der Yen und das Pfund weit über diese Bandbreiten hinaus weiter auf.** Wie beim Plaza-Akkord erwies sich auch der direkte Einfluss des Louvre-Akkords als vorübergehend. Beide Abkommen verdeutlichten die Herausforderungen der Wechselkurssteuerung in einer Welt mit freiem Kapitalverkehr und souveräner Wirtschaftspolitik. Letztlich werden Wechselkurse durch Fundamentaldaten wie reale Zinsunterschiede, Handelsbilanzen, Investitionsklima und Haushaltslage bestimmt. Die den Märkten innewohnende Spontanität verhindert, dass sie in eine gewünschte Richtung gelenkt werden können.

Gold erlebte im schwierigen Umfeld positiver Realzinsen der 1980er-Jahren eine Trendwende und erholte sich nach jedem Abkommen, was seinen Status als Absicherung gegen die Unsicherheit des US-Dollars und monetäre Instabilität weiter festigte.

## Zeit für einen Mar-a-Lago-Akkord?

*Such an architecture would mark a shift in global markets as big as Bretton Woods or its end.*
**Stephen Miran**

Die derzeitige Situation weist einige auffällige Parallelen zu der Situation vor dem Plaza-Akkord auf. Beide Perioden sind durch einen anhaltend überbewerteten US-Dollar, wachsende Handels- und Leistungsbilanzdefizite und zunehmende wirtschaftliche Spannungen zwischen den USA und ihren wichtigsten Partnern gekennzeichnet.

### Die handelspolitische Perspektive von Stephan Miran und das Triffin-Dilemma

*The question is no longer "Will the U.S. remain the global hegemon?" It's "How far is the U.S. willing to go to keep it?"*
**Brent Johnson**

Die Trump-Administration hat deutlich gemacht, dass die Handels- und Finanzpolitik künftig von einem einzigen Grundsatz geleitet wird: *America First*. Diese Abkehr vom Kosmopolitismus als Rückfall in überholtes Stammesdenken abzutun, wäre zu kurz gegriffen. Unter dem Deckmantel veralteter merkantilistischer Theorien verbirgt sich eine kalkulierte Strategie, wie sie in „A User's Guide to Restructuring the Global Trading System" von einem der führenden Architekten des wirtschaftspolitischen Kurses von Trump 2.0 dargelegt wird: Stephen Miran, dem Vorsitzenden des *Council of Economic Advisers*.

**Miran stützt seine Analyse auf das sogenannte Triffin-Dilemma, über das wir im *In Gold We* Trust-Report mehrfach geschrieben haben, zum ersten Mal 2016.**[42] Er weist darauf hin, dass der Status der eigenen Währung als globale Reservewährung Segen und Fluch zugleich sein kann. Obwohl die Ausgabe der Reservewährung das Privileg mit sich bringt, in großem Umfang Kredite aufzunehmen, ohne einen starken Anstieg der Renditen befürchten zu müssen, werden durch die starke Währung chronische Zwillingsdefizite provoziert, die zu einer unhaltbaren Anhäufung von Staats- und Auslandsschulden führen. **Die Vertrauenswürdigkeit und der Reservestatus des Hegemons werden somit allmählich ausgehöhlt.**

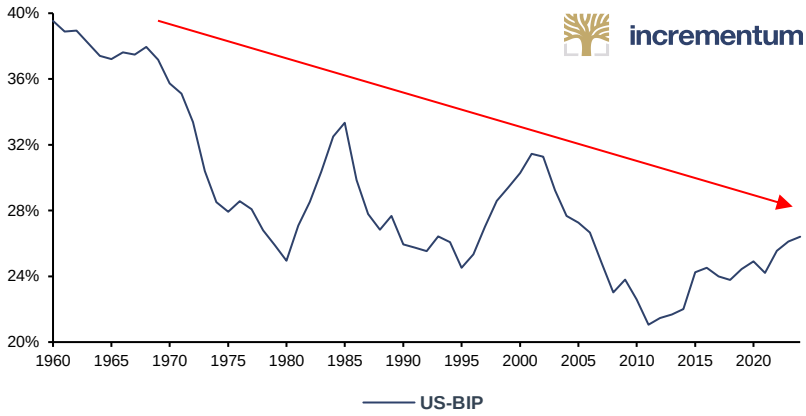
Es sei angemerkt, dass Triffins Theorie einigermaßen umstritten ist. Beispiele wie Deutschland zu Zeiten der D-Mark oder die Schweiz heute zeigen, dass Leistungsbilanzüberschüsse möglich sind, auch wenn eine Währung in großem Ausmaß als Reserve im Ausland nachgefragt wird. In letzterem Fall verschaffen fiskalische Disziplin und der Kauf ausländischer Wertpapiere Abhilfe, weswegen Kritiker eher das enorme Staatsdefizit der USA als Ursache für das hohe Leistungsbilanzdefizit anführen.

*The fate of reserve currencies is to decline over time.*
**Martin Murenbeeld**

Dennoch bleibt eine möglicherweise unerfüllbare Doppelrolle des US-Dollars – er soll das langfristige Handelsgleichgewicht sichern und gleichzeitig als weltweit wichtigste Reservewährung für Ersparnisse und internationale Zahlungsausgleiche dienen. Damit verschärft sich der externe Druck auf die USA, da der Anteil des US-BIP am globalen BIP infolge der stärker expandierenden Weltwirtschaft zurückgeht.

[42] Siehe „Inflation und die Veranlagung", In Gold We Trust-Report 2016

**US-BIP, in % des globalen BIP, 1960–2024**



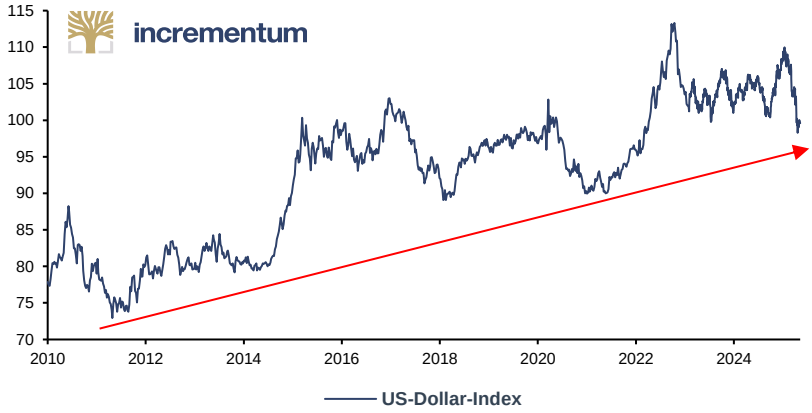

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*...because America today, while it's still a global superpower, is not the unrivaled force it was 20 years ago when it went into Iraq. It's certainly not the hyperpower it was 30 years ago, in no way, shape or form.*

**Michael Every**

Als der Rest der Welt begann, schneller zu wachsen als die US-Wirtschaft, führte der steigende Bedarf an Währungsreserven dazu, dass die Nachfrage nach US-Wertpapieren im Verhältnis zur Größe der US-Wirtschaft überproportional anstieg. Darauf folgte ein unablässiger Aufwertungsdruck auf den US-Dollar, der Anreize für Importe zum Nachteil der Exporte bot, was zu einer allmählichen Demontage der heimischen industriellen Basis führte. Der folgende Chart veranschaulicht die deutliche Aufwertung des US-Dollars in den letzten Jahren.

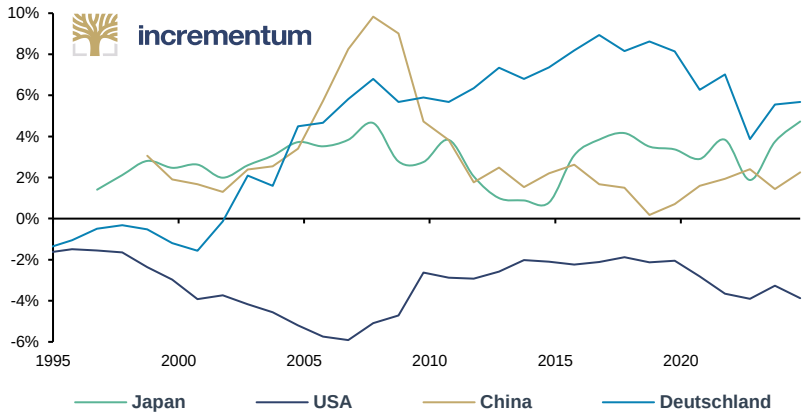
**US-Dollar-Index, in USD, 01/2010–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Wie schon vor dreißig Jahren haben die USA ein erhebliches und anhaltendes Leistungsbilanzdefizit, während Deutschland, Japan – und inzwischen besonders China – erhebliche Überschüsse aufweisen. Der Überschuss Deutschlands, der zeitweise fast 9 % erreichte, ist besonders auffällig.

**Leistungsbilanzssaldo, in % des BIP, 1995–2024**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Der von Triffin anvisierte Kipppunkt, an dem unkontrollierte Zwillingsdefizite schließlich den Hegemonialstatus der Reservewährung untergraben, ist zwar noch nicht erreicht, aber die globale Finanzkrise hat einige der systemimmanenten Ungleichgewichte gemildert und den Anteil der USA am globalen BIP vorübergehend stabilisiert. Die zugrunde liegende Dynamik besteht jedoch fort, und die derzeitige Regierung ist weder bereit, einen plötzlichen Kipppunkt der De-Dollarization zu riskieren, noch die Lasten für die Aufrechterhaltung des Systems zu tragen.

## Aktuelle Ungleichgewichte

*Now, in Europe 20 years ago, Europe had a simple choice. And the simple choice was do we cut back our entitlement spending, or do we sacrifice our armies? And Europe, by and large, made the political choice of let's sacrifice our armies, cut back on military spending dramatically, keep our entitlement spending.*
**Louis-Vincent Gave**

Der jüngste politische Wandel in den USA signalisiert einen Paradigmenwechsel. Der Kompromiss zwischen finanzieller Hegemonie und abnehmender Exportwettbewerbsfähigkeit sowie wirtschaftlicher Nachhaltigkeit und sozialer Stabilität ist für einen Großteil der US-Amerikaner nicht mehr akzeptabel. Aus dieser Perspektive wird argumentiert, dass die Verbündeten der USA die Hauptnutznießer des derzeitigen Systems sind, da sie in den Genuss von US-Sicherheitsgarantien kommen, während der starke US-Dollar die amerikanischen Importe ankurbelt und ihre eigene Produktionsstärke und wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit stärkt.

Selbst bei der Annahme, dass Japan, das Vereinigte Königreich und vielleicht auch Kanada und Mexiko zustimmen und sich zu einer Aufwertung ihrer eigenen Währungen überreden lassen würden, ist die Folgsamkeit der wirtschaftlichen Schwergewichte, Europa und China, fraglich. Da sie von der derzeitigen Situation profitieren, in der die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Produktion durch Subventionen und unterbewertete Währungen im Vergleich zum US-Dollar gefördert wird, werden sie dem Appell des Weißen Hauses nicht bereitwillig folgen.

*The reserve currency status is a massive subsidy to American consumers but a massive tax on American producers.*
**JD Vance**

Aus diesem Grund müssten widerspenstige Handelspartner der USA zur Teilnahme an diesen Verhandlungen gedrängt werden, damit ein Abkommen zustande kommen kann. Mit Hilfe von Zöllen könnte Präsident Trump dieses Druckmittel einsetzen, um sie „more receptive to some manner of currency accord" zu machen.

Ein Mar-a-Lago-Abkommen könnte als Lösung, „to improve America's position within the system without destroying the system", dienlich sein wie Miran erklärte. Der Versuch besteht darin, die Handels- und die Sicherheitspolitik der USA effektiv zu zwei Seiten derselben Medaille zu verschmelzen. **Miran nennt drei zentrale Säulen:**

- Länder, die unter dem Sicherheitsschirm der USA stehen, müssten als Beitrag zur Aufrechterhaltung der Sicherheitszone US-Staatsanleihen kaufen.
- Von diesen Ländern wird erwartet, dass sie kurzfristige Anleihen gegen ultralangfristige *Century Bonds* eintauschen.
- Die Nichteinhaltung würde zu Zöllen führen.

*Those outside the security umbrella will also find themselves outside friendly arrangements for international trade and easy access to the U.S. consumer.*
**Stephen Miran**

**Dieser Ansatz teilt die Welt in Freund und Feind – ohne Zwischentöne.** Entweder ordnen sich Länder der neuen Wirtschafts- und Sicherheitsordnung unter und genießen privilegierten Marktzugang, oder sie werden an den Rand gedrängt: aggressive Zölle, Kapitalverkehrsbeschränkungen und finanzielle Isolation warten dann auf sie. Ein Gipfel in Mar-a-Lago könnte genau hier ansetzen: **Jeder Nation würde unmittelbar vor Augen geführt, wo sie steht – und zwar durch die brutale Klarheit von Zuckerbrot und Peitsche.** Eine solche Taktik wäre nicht nur konträr zum Geist der Plaza- und Louvre-Abkommen; sie würde deren multilaterales Fundament aktiv zerschlagen.

*Bond yields will not be a free market price anymore for at least 15 years. We are in a new structure of how things work. I am not making a business cycle call here, this is a structural call. We are entering a time of financial repression.*
**Russell Napier**

Selbst im Rahmen einer konzertierten Aktion bleibt es ungewiss, ob der für eine wirksame Intervention erforderliche Umfang an Finanzmitteln realistischerweise mobilisiert werden kann. Seit der Unterzeichnung des Plaza-Abkommens im Jahr 1985 hat sich das Volumen des weltweiten Devisenhandels mehr als verzehnfacht und übersteigt nun täglich 5 Bill. USD. Wie bereits erwähnt, war eine der wichtigsten Lehren aus den beiden Abkommen der 1980er-Jahre, dass ökonomische Dynamiken nicht beliebig steuerbar sind.

**Um die Umschichtung der Staatsanleihen in Instrumente mit längerer Laufzeit zu erreichen, müssten auch private Anleger mitspielen.** Wie genau diese Regierung sie dazu bringen will, sich zu fügen, entzieht sich einmal mehr der Vorstellungskraft. Zweifellos muss finanzielle Repression als Mittel wirtschaftlicher Staatskunst ergriffen werden.

*Look, what I have to do is build a strong country. You can't really watch the stock market. If you look at China, they have a 100-year perspective.*
**Donald Trump**

**Präsident Trump riskiert, sich die Finger zu verbrennen, indem er mit dem Feuer von Zöllen und Wechselkurseingriffen spielt.** Obwohl seine Regierung die Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Störungen eingeräumt hat, könnte diese Strategie die Inflation anheizen, die Preise von Vermögenswerten nach unten treiben und stärkere Vergeltungsmaßnahmen provozieren – insbesondere von Ländern, die durch einen schwächeren US-Dollar geschädigt werden, vor allem von China.

Im Zusammenhang mit den Bedenken, weist Miran auf die begrenzte Fähigkeit ausländischer Länder hin, sich vom Handel mit den USA abzuwenden, und bezieht sich auf die Erfahrungen mit Trump 1.0. Einfach ausgedrückt: Da die Währungen der mit Zöllen belegten Exportländer schwächer wurden, wurde die Last der Zölle

von diesen Ländern getragen, sodass die Preise der importierten Waren in den USA relativ konstant blieben.

*The natural tendency of government, once in charge of money, is to inflate and to destroy the value of the currency.*
**Murray Rothbard**

Darüber hinaus argumentiert er, dass die dem US-Dollar aufgrund seines Status als globale Reservewährung innewohnende Unfähigkeit den Handel auszugleichen, Zölle als Instrument zur Annäherung an das Gleichgewicht rechtfertigt. Obwohl dies alles andere als ein konsensfähiger Standpunkt ist, scheint das Weiße Haus ihn dennoch übernommen zu haben, und dadurch möglicherweise „incentivizing too much movement out of dollar reserve assets".

*It was people who took the crucial steps to build the institutions that made the international dollar. And it is people who will ultimately determine whether these same institutions survive or fail.*
**Barry Eichengreen**

**Nicht jeder ist ein Fan von Mirans Plan.** Neben den praktischen Umsetzungshürden bestehen grundlegende Zweifel, ob sich diese Neuordnung der globalen Finanzbeziehungen kontrolliert vollziehen lässt. Barry Eichengreen verweist insbesondere auf Mirans umstrittenen Vorschlag einer „Nutzungsgebühr" für ausländische US-Anleihegläubiger, die de facto einen Teil der Zinszahlungen konfiszieren würde. Diese Maßnahme widerspräche nicht nur dem Prinzip der Gleichbehandlung von Investoren, sondern markierte einen radikalen Bruch mit etablierten finanziellen Spielregeln. **Eichengreen warnt vor einem gefährlichen Dominoeffekt:** Der Versuch, ausländische Anleihekäufe zu beschränken, könnte ungewollt die De-Dollarisierung beschleunigen – statt sie, wie beabsichtigt, zu steuern.

## Instrumente für die globale wirtschaftliche Umstrukturierung

Eine breiter angelegte Strategie, die auf raschen, sich ergänzenden Maßnahmen beruht, ist unerlässlich, um die globalen Wirtschaftsbeziehungen neu zu gestalten und gleichzeitig innenpolitische Ziele voranzubringen. In einem kürzlich erschienenen Artikel von Michael McNair wird überzeugend dargelegt, wie zusätzliche Instrumente zur Umsetzung des Miran-Plans eingesetzt werden könnten. Er bekräftigt eine zentrale Erkenntnis aus Mirans Analyse: dass die USA durch Handels- und Kapitalströme strukturell zu massiven Defiziten gezwungen sind. Diese Ungleichgewichte sind nicht nur auf den Reservewährungsstatus des US-Dollars und die daraus resultierende Aufwertung zurückzuführen, sondern auch auf die einzigartige Position der USA als einziges Land, das sowohl über uneingeschränkte Kapitalmobilität als auch über ein Finanzsystem verfügt, das groß genug ist, um globale Kapitalzuflüsse aufzunehmen.

**McNair geht auf die Wiedereinführung der 1984 abgeschafften 30-prozentigen ausländischen Quellensteuer ein, mit der zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen werden könnten.** Bei geschätzten ausländischen Beständen an US-Wertpapieren in Höhe von 30 Bill. USD könnte eine solche Steuer jährlich etwa 360 Mrd. USD einbringen, oder 3,6 Bill. USD über ein Jahrzehnt. Dies würde nicht nur die voraussichtlichen Kosten für die Verlängerung der Trump'schen Steuersenkungen ausgleichen, sondern auch von einer übermäßigen Anhäufung von Währungsreserven abhalten. Da die meisten Länder bereits ähnliche Steuern erheben, bleibt das Risiko von Vergeltungsmaßnahmen oder groß angelegten Kapitalumschichtungen begrenzt.

Die rechtliche Grundlage für die Einführung dieser „Nutzungsgebühr" für ausländische Inhaber von US-Staatsanleihen besteht bereits im *International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA), der unter Jimmy Carter erlassen wurde und dem Präsidenten die Befugnis verleiht, internationale Transaktionen als Reaktion auf eine Krise ausländischen Ursprungs zu überwachen.

*We're also at a unique moment geopolitically, and I could see in the next few years that we are going to have some kind of a grand global economic reordering, something on the equivalent of a new Bretton Woods or, if you want to go back, like something back to the Steel Agreements […] or the Treaty of Versailles. There's a very good chance that we are going to have that over the next four years, and I'd like to be a part of it.*
**Scott Bessent**

Eine noch wichtigere Rolle könnte Mirans Vorschlag spielen, Währungsreserven als einseitiges Instrument zur Wiederherstellung des Handelsgleichgewichts zu akkumulieren, was die strategische Logik hinter der Einrichtung eines US-Staatsfonds durch die Trump-Regierung offenbart. **Durch den Verkauf von US-Dollar zum Kauf ausländischer Währungen oder Vermögenswerte könnte die US-Regierung die Nachfrage nach diesen Währungen steigern, ihren Wert erhöhen und das Handelsungleichgewicht verringern.**

McNair untermauert diese Idee wie folgt: „The White House's own fact sheet on the SWF explicitly states that its purpose is to pursue President Trump's economic policies — including the pursuit of fair and balanced trade." Diese direkte Verbindung zur handelspolitischen Ausrichtung deutet stark darauf hin, dass der SWF tatsächlich als Instrument zum Ausgleich von Handelsungleichgewichten durch Kapitalströme dienen soll, wie in Mirans Paper dargelegt.

Der Devisenstabilisierungsfonds (ESF) des Finanzministeriums bietet bereits einen legalen Mechanismus für Währungsoperationen. Allerdings verlangt sein begrenzter Umfang – der Fonds ist mit weniger als 40 Mrd. USD ausgestattet – nach innovativen Lösungen zur Kapazitätserweiterung. Darüber hinaus ließe sich durch eine Fusion des SWF mit der *US International Development Finance Corporation* (DFC) ein schlagkräftiges Finanzinstrument schaffen, das Operationen in bisher unerreichtem Maßstab ermöglichen würde.

*We're going to monetize the asset side of the U.S. balance sheet for the American people. There'll be a combination of liquid assets, assets that we have in this country, as we work to bring them out for the American people.*
**Scott Bessent**

**Stellen Sie sich vor, dieser konsolidierte Fonds würde mit den US-Goldreserven besichert, die aktuell einen Marktwert von etwa 840 Mrd. USD haben.** Da die DFC (Development Finance Corporation) mit banküblichen Hebelwirkungen von 10- bis 20-fachem Eigenkapital operieren kann, ließen sich Kreditvergabekapazitäten zwischen 8,4 und 16,8 Bill. USD generieren.

Entscheidend dabei: Dieser Mechanismus würde keine offizielle Neubewertung der US-Goldreserven erfordern, die seit 1973 zu einem festen Buchwert von 42,22 USD pro Unze geführt werden. Da Finanzinstitute ihre Kapitaldeckung auf Basis von Marktpreisen berechnen, könnte die DFC den vollen aktuellen Wert der Goldreserven nutzen – ohne bilanzielle Anpassungen.

Damit würde dieser Ansatz Handels- und Kapitalströme harmonisieren und Mirans Konzept umsetzen, globale Wirtschaftsbeziehungen neu auszubalancieren. McNair erklärt den Mechanismus wie folgt:

> *The U.S. SWF operates through a different mechanism [than traditional SWF's]: instead of recycling trade-earned dollars, it would create new dollar*

> *reserves to purchase foreign assets. However, from a balance of payments perspective, the economic impact is identical to traditional reserve accumulation or sovereign wealth funds. Whether through a central bank converting trade- earned dollars into reserves, a commodity-based SWF reinvesting oil revenues, or the U.S. creating new dollars to purchase foreign assets, all these activities represent capital outflows that must be matched by corresponding trade flows.*

*[This paper is] a recipe book, and I am trying to evaluate how useful or not useful [...] those various recipes are to make. Some of them are easy, some are tough, some are [...] filling, satisfying meals and some will leave you hungry again in half an hour. [...] to be clear, I am not the chef, the president is the chef.*
**Stephen Miran**

**In diesem Zusammenhang lassen sich die jüngsten Entwicklungen am physischen Goldmarkt einordnen: Rekordlieferungen an die COMEX, erschöpfte Goldbestände in London und der Wandel der USA zu einem Netto-Goldimporteur haben Spekulationen genährt, dass das US-Finanzministerium im Verborgenen Gold akkumulieren könnte, um den DFC/SWF zu kapitalisieren.** Solche Käufe wären gemäß 31 USC 5116 rechtlich zulässig, auch wenn das US-Finanzministerium seit 1968 kein Gold mehr erworben hat.

Miran selbst betont, dass er lediglich eine Kosten-Nutzen-Analyse vorgenommen habe und nicht die Agenda von Trump und seinem Team bestimme. Auch wenn die Kohärenz dieser breit angelegten Maßnahmen, die wie Zahnräder ineinander zu greifen scheinen, bemerkenswert ist, sollte man sich nicht über die erheblichen Risiken hinwegtäuschen lassen, die mit ihrer Umsetzung verbunden sind. Wenn überhaupt, könnte eine sorgfältig ausgewogene Kombination von Instrumenten zum Erfolg führen. **Im folgenden Abschnitt werden wir einige der unkonventionelleren Ansätze untersuchen, die derzeit erwogen werden.**

## Goldgedeckte Anleihen

**Schuldengeplagte Staaten fordern heute einen monetären Paradigmenwechsel – und Judy Shelton, eine bekannte Befürworterin der Golddeckung, hat deshalb einen alten Vorschlag wiederbelebt: goldkonvertible Staatsanleihen.**

Früher galt diese Idee als utopisch, doch heute erscheint sie realistisch. Ähnlich wie Michael Burry die Wall Street einst dazu brachte, völlig neue Finanzinstrumente (wie CDS auf Subprime-Hypotheken) zu schaffen, könnten die USA nun goldkonvertible Anleihen einführen. Dies wäre ein strategischer Hebel, um Gold wieder als Anker im Währungssystem zu verankern.

**In diesem Abschnitt geben wir einen Überblick über die Geschichte der goldgedeckten Anleihen.** Wir skizzieren, wie sie aussehen würden, wie sie sich in die umfassendere Umstrukturierung des internationalen Handels- und Währungssystems einfügen würden und ziehen Vergleiche zu früheren Systemveränderungen, die in den 1970er-Jahren stattfanden.

## Der historischer Kontext goldgedeckter Anleihen

*The climax is the worldwide spread of gold as a measure of value that fostered the 18th and 19th century triumphs of the industrial revolution and the British empire. Enabled were 200 years of unprecedented growth and progress and centuries of perpetual government bonds and "consols" in many nations bearing interest rates under 4 percent.*
**George Gilder**

Während der Ära des klassischen Goldstandards waren Staatsanleihen implizit durch Gold gedeckt, da sie in ein System eingebettet waren, in dem die Währungen einen festen Umtauschkurs in Gold hatten. Auch wenn es keine direkte Eintauschbarkeit der Anleihen gab, war die Währungsstabilität durch mittelbare Goldkonvertibilität gewährleistet. Mit Großbritannien als Finanzzentrum galten *konsolidierte Annuitäten*, auch *Consols* genannt, als Benchmark. Die Kaufkraft dieser Anleihen blieb stabil, aufgrund der Golddeckung des Pfund Sterling.

Diese Regelung gab Planungssicherheit und versetzte Regierungen in die Lage, Kredite zu historisch niedrigen Zinssätzen aufzunehmen. Die britische Regierung konnte während eines Großteils des 19. Jahrhunderts ewige Konsol-Anleihen zu Renditen von etwa 2,5–3% begeben, während langfristige US-Anleihen in der Regel 3–4% abwarfen.

**In dieser Zeit floss das internationale Kapital ungehindert.** Britische Investoren kauften US-amerikanische Eisenbahnanleihen, europäische Staatsschulden und koloniale Wertpapiere im Vertrauen darauf, dass die Rückzahlung in Währungen mit stabilem Goldwert erfolgen würde. Das ermöglichte Kapitaltransfers über Grenzen hinweg und fungierte damit als Katalysator der Industrialisierung und des weltweiten Ausbaus der Infrastruktur.

## Der Carter-Anleihen-Notstand

*During the 1976 campaign Carter assured us that "Ah feel yo' pain," and such is his enthusiasm for this empathy that he has gone out of his way to inflict pain ever since.*
**Murray Rothbard**

In der strukturell anfälligeren Dekade zwischen 1971 und 1981 hatte sich die Geldmenge M2 hingegen mehr als verdoppelt und das in Zeiten einer Stagflation, der bis dahin speziell für Keynesianer unvorstellbaren Kombination aus hoher Inflation und wirtschaftlicher Stagnation. Die USA sahen sich mit dem Schlimmsten aus beiden Welten konfrontiert: zweistellige Inflationsraten bei gleichzeitig steigender Arbeitslosigkeit. Die Verbraucherpreisinflation, die in den 1960er-Jahren im Durchschnitt bei knapp über 2% pro Jahr gelegen hatte, schnellte in die Höhe und erreichte 1980 über 14%. Als sich die Inflation beschleunigte, geriet das US-Finanzministerium in eine echte Vertrauenskrise. Ausländische Zentralbanken und Investoren stellten zunehmend US-Dollar denominierte Vermögenswerte in Frage.

**In diesem Zusammenhang gab die Carter-Administration Staatsanleihen aus, die in ausländische Währungen – insbesondere auf Schweizer Franken und Deutsche Mark – denominiert waren.** Diese *Carter-Anleihen* waren ein Eingeständnis der schwindenden Bedeutung des US-Dollars und der Schwierigkeiten des US-Finanzministeriums, Defizite auf den heimischen Märkten zu günstigen Zinssätzen zu finanzieren.

*It's not so unusual to run out of someone else's currency.*
**Jeffrey Sachs**

In den Jahren 1978 und 1979 emittierte das US-Finanzministerium Wertpapiere in Deutscher Mark und Schweizer Franken im Wert von fast 10 Mrd. USD. **Der Emittent der Weltreservewährung räumte damit ein, dass er sich nicht mehr zuverlässig in seiner eigenen Währung finanzieren konnte.** Das war ein Schritt, den man normalerweise mit Bananenrepubliken in Verbindung bringt, nicht aber mit der globalen Finanzsupermacht. Die Marktteilnehmer

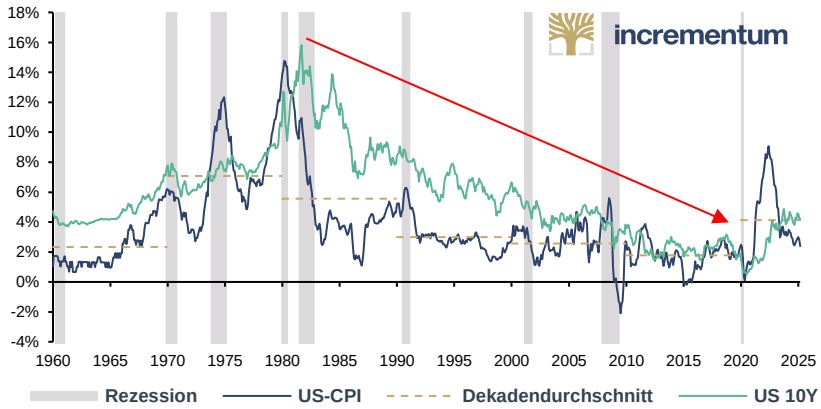
erkannten die Emission, als das, was sie war: eine Notmaßnahme, die eine ernste Notlage der USA widerspiegelte.

## Die Nachwirkungen und die Great Moderation

*The abandonment of the Bretton Woods system and the discipline of gold left us without an anchor. We had to rebuild credibility from scratch.*
**Paul Volcker**

Die Ernennung von Paul Volcker zum Vorsitzenden der Federal Reserve im August 1979 markierte den Beginn einer schmerzhaften Wiederherstellung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit. Volckers aggressive Zinserhöhungen – 1981 stieg der Leitzins auf über 20 % – lösten eine schwere Rezession aus, brachten aber die Inflation unter Kontrolle. Die Verbraucherpreisinflation fiel von 13,5% im Jahr 1980 auf 3,2% im Jahr 1983. Als sich die Inflationserwartungen neu kalibrierten, begannen die Anleiherenditen einen langfristigen Rückgang, der fast vier Jahrzehnte andauern sollte. Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, die im September 1981 einen Höchststand von 15,8% erreichte, löste eine vier Jahrzehnte andauernde Hausse bei Anleihen aus, die auch als *The Great Moderation* bekannt ist.

**US-CPI, yoy, und US 10Y, 01/1960–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Ähnlichkeiten mit den 1970er-Jahren

*We now understand better how little we understand about inflation.*
**Jerome Powell**

**Die jüngsten Entwicklungen auf den globalen Finanzmärkten ähneln denen der 1970er-Jahre.** Die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken hat erheblichen Schaden erlitten. Strukturell haben sich die Haushaltsdefizite in den USA auf einem Niveau verfestigt, das in früheren Jahrzehnten unvorstellbar gewesen wäre. Die Zinskosten für die Bundesschulden übersteigen in den USA inzwischen die Verteidigungsausgaben.

Diese Entwicklungen spiegeln die Erfahrungen der 1970er-Jahre mit geldpolitischer Unsicherheit, Inflationsschüben und der internationalen Hinterfragung der Vorrangstellung des US-Dollar wider, wenn auch in einem anderen Tempo und in einem komplexeren geopolitischen Umfeld.

## Unterschiede zu den 1970er-Jahren

**Trotz der Parallelen unterscheidet sich die heutige Situation in mehreren Aspekten grundlegend von jener der 1970er-Jahre.** Vor allem arbeiten die Vereinigten Staaten heute mit einer Verschuldung, die früher nur in Kriegszeiten möglich war. Die Gesamtverschuldung der öffentlichen Hand lag in

Q4/2024 bei über 120%, während sie in den 1970er-Jahren im niedrigen 30%-Bereich lag. Das schränkt die Geldpolitik erheblich ein.

Darüber hinaus verbuchen die USA heute ein Defizit von mehr als 6% des BIP gegenüber 2–3% im Jahr 1980, einen Nettoauslandsvermögensstatus von -79% des BIP gegenüber +10–15% unter Reagan und einem tatsächlichen Zinsaufwand von insgesamt 108% der bislang erzielten Einnahmen des Haushaltsjahres. **Vor diesem Hintergrund bleibt der Trump-Administration nur ein einziger politischer Weg: eine drastische und rasche Abwertung der Schulden.**

Am wichtigsten ist vielleicht, dass sich das internationale Währungssystem von der relativ einfachen bipolaren Struktur des Kalten Krieges zu einem multipolaren System mit mehreren Währungsblöcken und regionalen Finanzsystemen entwickelt hat. Der Aufstieg Chinas zu einer Wirtschaftssupermacht stellt eine zentrale Veränderung gegenüber der Landschaft der 1970er-Jahre dar. In der Zwischenzeit haben Innovationen wie digitale Zentralbankwährungen, Stablecoins und Bitcoin die Dinge weiter verkompliziert, da sie technologische Alternativen bieten, die in früheren Krisen nicht existierten.

## Rückblende auf 2017

*Ironically, the only thing the IMF explicitly forbids a country from doing is pegging its currency to gold [...] If the next Bretton Woods conference takes place at Mar-a-Lago, I am very happy.*
**Judy Shelton**

Als wir Judy Shelton im *In Gold We* Trust-Report 2017 interviewten,[43] betonte sie, dass es dem heutigen „Nicht-System“ nach 1971, in dem die Währungen nach dem Motto "Mach dein eigenes Ding" schwimmen, an einem verlässlichen Anker fehlt.

Shelton beklagte, dass diese „inkohärente Architektur“ unweigerlich zu Währungsmanipulationen durch große Akteure wie China führe, was die Realwirtschaft in den fortgeschrittenen Ländern – insbesondere die Produktionsbasis der USA – gefährde. Bereits 2017 hatte sie das Konzept einer goldgebundenen Anleihe ins Spiel gebracht:

> *I was recently at a conference [...] I presented a proposal for a gold-linked Treasury bond [...] That would be a vitally important signal that the US intended to move toward a stable dollar. It would suggest an inclination to establish new currency arrangements – and would represent a first step toward building a new international monetary system.*

Shelton betonte, dass es sich nicht von Anfang an um einen reinen Goldstandard handeln müsse; allein die Ausgabe eines in Gold konvertierbaren Teils der Staatsschulden schränke die übermäßige Ausgabe von US-Dollar ein.

In diesen Äußerungen von 2017 erwähnte Shelton auch vorausschauend die Möglichkeit einer neuen Konferenz im Stil von Bretton Woods, bei der die Goldbindung des US-Dollars teilweise wiederhergestellt werden könnte. Wir ahnten nicht, dass 2025 im Zuge eines potenziellen Resets des globalen Währungssystems genau diese Ideen wieder auftauchen würden und Shelton als mögliche Nachfolgerin von Jerome Powell gehandelt wird.

[43] „De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, In Gold We Trust-Report 2017

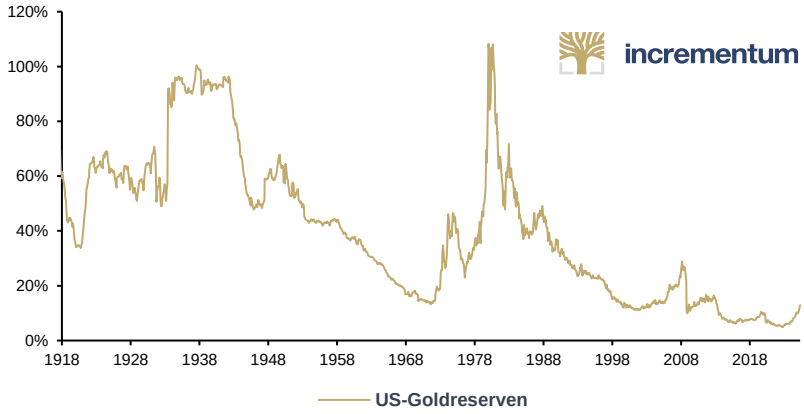
## Kernelemente goldgedeckter Anleihen

*The absence of gold as an intrinsic part of our monetary system makes our century, the one that just passed, unique in several thousand years... I firmly believe gold will be a part of the international monetary system sometime in the twenty-first century.*
**Robert Mundell**

**Sheltons Plan ist einfach und umfasst zwei Hauptkomponenten: die Goldkonvertierbarkeit und die Neubewertung der derzeitigen Goldreserven der Vereinigten Staaten.** Ausgewählte Emissionen des Schatzamtes – z. B. mit 50-jähriger Laufzeit – würden eine Option für den Anleihegläubiger beinhalten, die Anleihe zu einer vorher festgelegten Unzenmenge pro 1.000 USD-Nennwert in Gold einzulösen.

Kommentatoren von Luke Gromen bis Dan Oliver von Myrmikan argumentieren, dass Gold im Verhältnis zur Bilanz der Federal Reserve weiterhin billig ist. In Relation zu den Vermögenswerten der Federal Reserve ist der offizielle Goldbestand auf einem historischen Tiefstand, sogar niedriger als 1969, Monate vor der letzten Bretton-Woods-Krise des US-Dollars.

**US-Goldreserven, in % der Fed-Bilanzsumme, 01/1918–04/2025**




Quelle: Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG

*Why are our neighbors, who live and breathe off our economy, not taking care of America?*
**Howard Lutnick**

Was die Neubewertung der US-Goldreserven betrifft, so halten die USA 261,5 Mio. Unzen Gold. Diese offiziellen Reserven sind auf den Konten des Finanzministeriums zu 42,22 USD/oz und damit weit unter Marktwert verbucht. Bei den derzeitigen Preisen und einem offiziellen Goldbestand von 8.133 t würde sich der Aufwertungsgewinn auf rund 800 Mrd. USD belaufen. Shelton schlägt vor, diesen Vorteil zu nutzen und die Emission von Schulden künftig an neu konzipierte Gold-T-Bonds zu binden.

Darüber hinaus würden goldgedeckte Staatsanleihen in die Vision des oben erwähnten Mar-a-Lago-Akkords als ideales Instrument zur Bindung von Verbündeten an US-Treasury-Bestände mit langen Laufzeiten passen, da sie einen Anreiz zur Umschichtung bieten, der nicht auf Zwang basiert.

## Die Mechanik von Goldanleihen

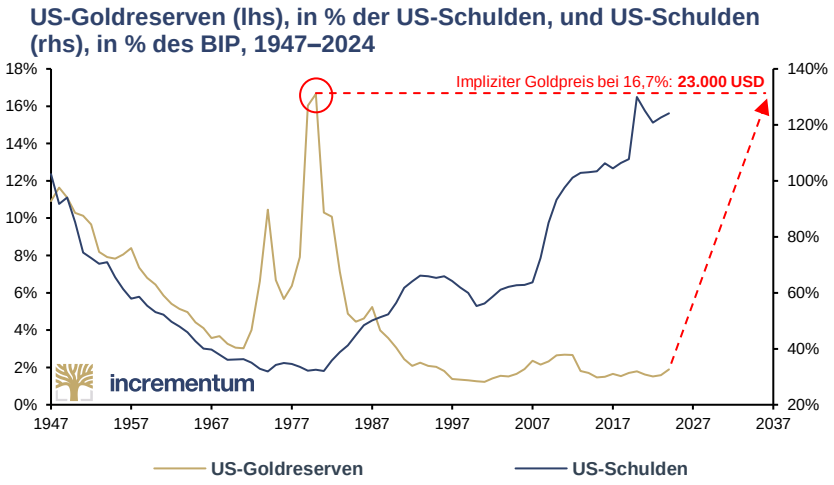
*If the governments devalue the currency in order to betray all creditors, you politely call this procedure 'inflation'.*
**George Bernard Shaw**

**Eine goldgedeckte Staatsanleihe hätte einen Nennwert von beispielsweise 1.000 USD und eine eingebaute Rückzahlungsoption bei Fälligkeit von 50 Jahren. Die Inhaber können entweder die nominale Auszahlung oder eine bestimmte Menge Gold wählen.** Da diese Goldrückzahlungsklausel vor Inflation schützt, kann das Finanzministerium einen niedrigeren Kupon anbieten und so Milliarden an Zinskosten einsparen. Selbst die Ausgabe eines kleinen Teils, z. B. 5–10 %, der gesamten Schulden in

goldgebundener Form könnte die Wahrnehmung der Stabilität des US-Dollars verstärken und so die gesamte Zinskurve beeinflussen.

Diese Diskussion der Goldneubewertung hat vor kurzem an Aufmerksamkeit gewonnen. Cynthia Lummis, die Vorsitzende des Senatsunterausschusses für das Bankwesen für digitale Vermögenswerte, schlug vor, die Neubewertungsgewinne zur Finanzierung einer strategischen Bitcoin-Reserve zu nutzen: „We have reserves at our 12 Federal Reserve Banks including gold certificates that could be converted to current fair market value. They are held at their 1970s value on the books."

**Doch wie unser Freund Tavi Costa vor kurzem ausführte, machen die Goldreserven des US-Finanzministeriums selbst nach der Marktanpassung derzeit nur 2% der gesamten ausstehenden Staatsschulden aus. Dies ist eines der niedrigsten Niveaus in der Geschichte.**




Quelle: Tavi Costa, Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

## Warum es dieses Mal anders sein könnte

*This time could be different, because while the dollar is still the king of currencies, it is becoming clear that gold is the monarch of money.*
**Andrew Hecht**

**Ein Mar-a-Lago-Abkommen könnte Handelsbündnisse, Verteidigungsverpflichtungen und die teilweise Konvertibilität von Gold kombinieren und damit an die Diskussionen um Bretton Woods III anknüpfen.** Präsident Trump hat wiederholt betont, dass die Verbündeten der USA einen größeren Teil der Last für ihre Verteidigung tragen sollen. Vorteile im Bereich Verteidigung und Handel könnten Verbündete der USA im Gegenzug dazu bewegen, Anleihen mit einer Laufzeit von 50 bis 100 Jahren zu halten. Wenn Japan und die EU-Staaten goldgedeckte Anleihen tatsächlich kaufen, wäre dies ein Anschub für die Entstehung eines neuen Systems, das zwar kein echter *Goldstandard* wäre, aber zumindest eine *Goldreferenz* böte.

„What could better symbolize America's vision for a new Golden Age than issuing gold-backed bonds on July 4, 2026 — America's 250th birthday — to mature 50 years later on our country's 300th birthday?", fragt Judy Shelton in einem Kommentar für die New York Sun. Mit seiner Wiederwahl und einem starken Mandat für „fairen Handel" könnte Präsident Trump aggressiver auf eine fiskalische und monetäre Neuausrichtung drängen.

**Zölle, Währungsverhandlungen und goldgedeckte Anleihen bilden eine Dreierkombination.** Erstere bieten ein Druckmittel für Verhandlungen, mögliche Währungsvereinbarungen könnten wie ein neuer Plaza-Akkord schrittweise ausgehandelt werden und die Goldanleihe wäre der *feste Anker*, der sicherstellt, dass die geschlossene Übereinkunft glaubwürdig ist.

Anders ausgedrückt: Goldgedeckte Anleihen könnten ein wichtiger Bestandteil eines *Zuckerbrot-und-Peitsche-Ansatzes* sein, bei dem die USA ihre finanzielle Dominanz und ihr Militär einsetzen, um Länder dazu zu bewegen, ihre kurzfristigen Schulden in langfristige Anleihen umzuschichten. **Die gegenwärtige Schuldenstruktur des US-Finanzministeriums ist durch kurze Laufzeiten geprägt, was sowohl ein beträchtliches Refinanzierungsrisiko, als auch eine erhöhte Sensibilität gegenüber Zinsänderungen mit sich bringt.** Dieses Risikoprofil ließe sich jedoch durch einen gezielten Schuldenaustausch stabilisieren: Indem verbündete Zentralbanken und Staatsfonds Anreize erhalten, ihre kurzfristigen US-Dollar-Anleihen gegen langlaufende goldgedeckte Wertpapiere einzutauschen, könnte die Schuldenstruktur nachhaltig verbessert werden - und dies ohne nennenswerte Marktverwerfungen auszulösen.

*We don't really have a solvency crisis; we're well beyond that. We have a refinancing crisis.*
**Doomberg**

**Ein solcher Schritt würde den USA eine Atempause verschaffen und gleichzeitig ausländischen Gläubigern in einer Zeit währungspolitischer Turbulenzen Sicherheit vermitteln.** Für Verbündete, die eine Abwertung des US-Dollars befürchten, bieten diese Instrumente Schutz. Und für das Finanzministerium bieten sie einen Mechanismus, um die Laufzeiten von Schulden zu potenziell niedrigeren Zinskosten als bei herkömmlichen langfristigen Anleihen zu verlängern.

**In diesem Sinne schlägt Judy Shelton vor, das Gold zu nutzen, um den Niedergang des schuldenbasierten Systems des Westens umzukehren.** Damit würden viele goldfeindliche „Weisheiten" des 20. und 21. Jahrhunderts der Vergangenheit angehören. „At the close of this crisis cycle, the rules surrounding money and banking, and what those systems look like in the future, will have changed", schreibt unser Freund Lawrence Lepard in seinem Buch *The Big Print*.

**2017, als wir Shelton interviewten, klang dieser Vorschlag noch wie eine *Fringe-Idee*, wie Contrarian-Ideen mitunter abwertend genannt werden, fühlt sich im Jahr 2025 fast unvermeidlich an.**

## Fazit

*I told them: Score one, and everything changes. But three? That was madness.*
**Rafa Benítez**

**Immer mehr Staaten erkennen: Der begehrte Status als Reservewährung kann die eigene Wirtschaft destabilisieren.** Dennoch steht eine Neuordnung der Weltwirtschaft bevor. Ob dabei die aufstrebende BRICS+-Gruppe dominieren wird oder die derzeit sehr selbstbewusst auftretenden USA den Ton angeben werden, bleibt abzuwarten. **Ähnlich dem „Wunder von Istanbul" für Liverpool im CL-Finale 2005 glauben wir an ein Comeback von Gold in diesem neuen Währungssystem.**

## Praktische Überlegungen für Investoren

„We may be on the cusp of generational change in the international trade and financial systems“, stellt Stephen Miran unverblümt fest. Mit einer Long-Position in Gold sind Anleger in der Lage, anderen Marktteilnehmern in der neuen Welt, in die wir eintreten, zuvorzukommen.

Ein 'Mar-a-Lago-Abkommen', das auf einer US-amerikanischen Zuckerbrot-und-Peitsche-Politik basiert - mit Handel als Waffe und gezielten Wechselkurseingriffen - würde kurzfristig extreme Volatilität an den Devisenmärkten auslösen. Zu erwarten wäre, dass Zentralbanken und Staatsfonds als Reaktion darauf ihre Flucht in Sachwerte beschleunigen würden, insbesondere wenn die USA versuchen sollten, durch Währungsabwertung und Druckausübung andere Staaten zum Kauf langfristiger US-Dollar-Anleihen zu zwingen. Initiativen wie die jüngste Entscheidung Polens, die Goldreserven auf 20% zu erhöhen, dürften sich dann als neuer Standard etablieren, besonders in nicht-westlichen Volkswirtschaften.

*Efforts to find alternatives to the dollar and dollar assets will intensify... alternative reserve assets like gold or cryptocurrencies will likely benefit.*
**Stephen Miran**

Auch wenn es sich kaum um einen echten Goldstandard handelt, könnte man behaupten, dass Gold fest im Geldsystem verankert ist. Angesichts der Erkenntnis, dass das Finanzsystem auf wackligen Beinen steht, führt die BIZ in ihren überarbeiteten Basel-III-Regeln für das Bankensystem Gold weiterhin in der Tier-1-Kategorie, auch wenn sie sich weigert, Gold als hochwertigen liquiden Vermögenswert (HQLA) einzustufen.

Aus diesem Grund werden die Goldbestände der Banken seit der Veröffentlichung von Basel I im Jahr 2004 sowohl von den internationalen als auch von den nationalen Aufsichtsbehörden als völlig risikofrei eingestuft, was die Kreditwürdigkeit und Solvenz dieser Institute verbessert. Es waren also nicht nur die Zentralbanken, die zu diesem vermeintlichen *barbarischen Relikt* getrieben wurden. **In Wahrheit hat Gold nie aufgehört, ein integraler Bestandteil des Währungs- und Finanzsystems zu sein.**

Genauer gesagt, schafft die daraus resultierende geopolitische Fragmentierung eine zweigleisige Chance für Gold: Der direkte Besitz profitiert von der Entwertung der Währungen und der systemischen Instabilität, während ausgewählte Minenaktien eine beträchtliche Gewinnsteigerung erfahren werden, da die Goldpreise steigen und sich die Inputkosten stabilisieren. **Gold befindet sich nun in einem seltenen Zeitfenster, in dem es sowohl zur Verteidigung als auch zur Offensive des Portfolios beiträgt.**

*It is imperative for our national security that the United States take immediate action to facilitate domestic mineral production to the maximum possible extent.*
**Donald Trump**

**Neben Gold werden voraussichtlich auch Aktien von Unternehmen profitieren, die ihre Produktion gezielt in die USA verlagern.** Grund ist eine Anordnung von Präsident Trump vom März 2025 zur Förderung der heimischen Mineralienproduktion. Neben Gold umfasst sie Kupfer, Uran und Kali als strategisch wichtige Rohstoffe. Der *National Energy Dominance Council* (NEDC) kann weitere Mineralien hinzufügen. Gleichzeitig werden Genehmigungen für Bergbau auf Bundesland schneller erteilt. Diese Regelungen ergänzen das bestehende Bergbaugesetz (30 USC § 1606(a)(3)).

Chinas unmittelbare Reaktion – die Genehmigung zusätzlicher staatlicher Ausgaben für die Mineralienproduktion – und Kanadas Forderung nach beschleunigtem Pipelinebau und Mineralienabbau signalisieren einen globalen Wettlauf um die Vorherrschaft bei den Ressourcen. Technologisch fortschrittliche Verteidigungsunternehmen, Infrastrukturentwickler und Rohstoffproduzenten werden von dieser Wettbewerbsdynamik profitieren. In der Zwischenzeit sehen sich multinationale Unternehmen, die von globalen Lieferketten abhängig sind, mit einem erheblichen Druck auf ihre Gewinnspannen konfrontiert, da die Handelsschranken steigen.

*Any country issuing the global reserve currency must run a deficit. That's the price of power. The world needs more dollars than the US can earn from exports alone, so the US prints them, and voilà, its biggest export isn't tech or oil, but money itself.*
**The Macro Butler**

**Sollte Mirans Vision Realität werden, würde sich die Renditekurve von US-Staatsanleihen grundlegend verändern.** Durch den erzwungenen Kauf ultralanger *Century Bonds* durch verbündete Staaten würde sich die Nachfrage am langen Ende der Kurve deutlich erhöhen. Parallel dazu blieben die kurzfristigen Zinssätze hoch, was zu einer längerfristigen Inversion der Renditekurve führen dürfte.

**Die dreifache Wirkung dieser Umstrukturierung:**

1. Entlastung des US-Finanzministeriums durch reduzierte Refinanzierungserfordernisse
2. Verbesserte Schuldentragfähigkeit dank geringerer Umschuldungsrisiken
3. Klare Demonstration der Verbindung zwischen globaler Sicherheitsarchitektur und der Rolle des Dollars als Reservewährung

Die Schwellenländer werden durch diese Entwicklung zu einer grundsätzlichen Entscheidung gezwungen: Wollen sie sich zu ungünstigen Bedingungen an den Westen anbinden oder die De-Dollarization und die damit verbundenen kurzfristigen wirtschaftlichen Einbußen fortsetzen. **Für ressourcenreiche Mittelmächte, denen es gelingt, zwischen den Blöcken sich zu bewegen, dürften in der sich herausbildenden bipolaren Ordnung die Chancen die Risken überwiegen, wodurch sich interessante Investmentmöglichkeiten in ihren Währungen und Anleihemärkten ergeben sollten.**

## Der Weg nach vorn in einer multipolaren Welt

*The lesson is clear. Inflation devalues us all.*
**Margaret Thatcher**

**Aus der Perspektive der Main Street erscheinen die Aussichten schwierig. Die Umsetzung eines derart umfangreichen und interventionistischen Plans könnte grundlegenden wirtschaftlichen Gesetzen zuwiderlaufen.** Es bleibt abzuwarten, wann die Trump-Administration erkennt, dass eine Politik, die die Kaufkraft der Bürgerinnen und Bürger untergräbt und sich in hohem Maße auf eine zentralisierte Planung stützt, die Ungleichgewichte in der US-Wirtschaft nicht wirksam beseitigen kann. Die Verfolgung von *America First* könnte unter diesen Bedingungen das Risiko bergen, den Stagflationsdruck zu verstärken.

## Eine natürliche Korrektur des US-Dollar-Wechselkurses

**Doch eine formelle Vereinbarung muß nicht notwendig sein, um eine Abwertung des US-Dollars zu erreichen.** Marko Papic behauptet, „American

exceptionalism is the bubble", die bereits durch die Politik der Trump-Regierung geplatzt ist. Er argumentiert, dass die Überbewertung des US-Dollars eher auf übermäßige US-Finanzausgaben als auf strukturelle Handelsungleichgewichte zurückzuführen ist. Seiner Ansicht nach wird ein signifikanter Rückgang des US-Dollars um 20 bis 30% organisch erfolgen, wenn sich die globalen Kapitalströme neu ordnen, sodass aufwändige neue Währungsabkommen überflüssig werden. Papic merkt an: „The funny side note here, is that all of the proponents of a Mar-a-Lago Accord that you interview over the next year will tell you they were correct. But, you know, they will not be correct. There wasn't a need for a grand bargain."

*At a global level, there is just one really big surplus (China) – and one really big deficit (the US). That in a sense makes global adjustment easy.*
**Brad Setser**

**Eine vollständige Umsetzung des Mar-a-Lago-Akkord in der von Miran diskutierten Form ist unwahrscheinlich.** Er selbst ist sich dessen bewusst und sagte vor kurzem in einem Interview, Trump konzentriere sich derzeit eher auf die Zollpolitik als auf die anderen Instrumente in seinem Playbook. Anstatt zu versuchen, den US-Dollar mit cleveren Tricks zu manipulieren, müsste die US-Regierung das Problem an der Wurzel packen. Eine Konsolidierung des Haushaltes würde die Notwendigkeit verringern, von ausländischen Ersparnissen zur Finanzierung der Staatsausgaben Gebrauch zu machen. Der daraus resultierende Rückgang des Kapitalbilanzüberschusses würde mit einer Verringerung des Leistungsbilanzdefizits korrespondieren. Diese grundlegende Einsicht scheint jedoch sowohl Miran als auch vermutlich Donald Trump zu fehlen.[44]

**Die multipolare Verschiebung betont für Anleger den Wiederaufstieg von Gold als sicheren Hafen – und stützt damit das diesjährige Leitthema des *Big Long*.** Selbst wenn der US-Dollar seine globale Dominanz beibehält, wie die Milkshake-Theorie in Echtzeit zeigt, bleibt Gold in einer fragmentierten globalen Ordnung das Long-Spiel.

Welches andere Gut könnte in einem Paradigma, in dem der US-Dollar als Waffe der US-Amerikaner eingesetzt wird, den Dollar als Tauschmittel im internationalen Handel ersetzen und als Wertaufbewahrungsmittel in den Bilanzen der Zentralbanken dienen? **Es mag zwar einige geeignete Kandidaten für diese Rolle geben, aber die beste Wahl ist eindeutig dieses goldene, *barbarische Relikt*.**

[44] Siehe Duarte, Pablo: „Mar-a-Lago-Abkommen: viel Lärm um nichts?", Flossbach von Storch, 28. März 2025

## Why Minera Alamos?

- $10-40 million initial capex projects
- Focused initially on Northern Mexico and Southern U.S.
- Strong insider alignment with shareholders
- Santana gold mine anticipated to ramp up production in 2025 over 2024/2023 levels
- Cerro de Oro project being permitted with expected construction decision in 2026 and annualized production of 60,000 oz/y
- Newly acquired Copperstone gold mine in Arizona, US, a permitted brownfields restart capable of 40,000 oz/y planned for 2026

# Trade Restructuring leading to Monetary Reset? – Louis-Vincent Gave debattiert mit Luke Gromen

*We closed the gold window on Sunday, August 15th, 1971. I think we just closed the dollar window on Wednesday, April 4th.*

Luke Gromen

- **Das Ende des Dollar-Fensters? Luke Gromen argumentiert, dass die im April 2025 eingeführten US-Zölle das „Dollar-Fenster“ geschlossen haben – ähnlich wie Nixon 1971 das Goldfenster schloss. Dies könnte ein Wendepunkt im globalen Währungssystem sein, bei dem künftig Gold (und nicht mehr US-Staatsanleihen) die globalen Defizite ausgleicht.**
- **US-Anlagen verlieren an Attraktivität: Louis Gave betont, dass ausländische Investoren US-Treasuries und die großen Tech-Aktien („Magnificent Seven“) zunehmend meiden. Gründe sind u. a. Angst vor Konfiszierung, fiskalische Unverantwortlichkeit und neue regulatorische Risiken.**
- **Gold und Alternativen rücken ins Zentrum: Beide Analysten sehen wachsende Kapitalströme in Richtung Gold (und teilweise Bitcoin), weil globale Akteure nach neutralen, inflationsresistenten Reservewerten suchen. Diese Entwicklung könnte die Kapitalflüsse und Vermögensallokation der nächsten Jahre tiefgreifend verändern.**
- **Eine US-gesteuerte Umstrukturierung mit hohem Risiko: Die protektionistische Politik der Trump-Regierung birgt massive „Umsetzungsrisiken“. Gromen warnt davor, dass die USA sich selbst in eine Stagflation oder gar eine Schwellenländer-ähnliche Krise manövrieren könnten, falls die Finanzmärkte das Vertrauen verlieren.**
- **Chinas strategische Geduld: China bereitet sich seit Jahren auf wirtschaftliche Konfrontationen vor und hat bereits erhebliche Schmerzen weggesteckt. Beide Experten warnen davor, Chinas Stärke zu unterschätzen oder seine Schwäche zu überschätzen – das könnte sich für die USA als schwerer Fehler erweisen.**
- **Anlageideen für eine neue Ära: Für die kommenden Jahre raten Gave und Gromen dazu, auf einen schwächeren US-Dollar zu setzen: Investitionen in Schwellenländer, Rohstoffe, Gold, Bitcoin, US-Infrastruktur und ausgewählte Agrarflächen gelten als zukunftsfähig in einer Welt, in der die US-Finanzdominanz nicht mehr selbstverständlich ist.**

**Louis-Vincent Gave ist der CEO von *Gavekal*, eines Unternehmens mit Sitz in Hongkong, das er vor über zwanzig Jahren zusammen mit Charles Gave und Anatole Kaletsky gegründet hat.** Gavekal hat sich zu einem der weltweit führenden unabhängigen Research-Anbieter für institutionelle Anleger in aller Welt entwickelt. Louis hat sieben Bücher geschrieben, das jüngste ist „Avoiding the Punch: Investing in Uncertain Times“, in dem es um den Aufbau eines Portfolios in einer Zeit zunehmender geostrategischer Unruhen geht.

**Luke Gromen ist der Gründer von FFTT, LLC („Forest for the Trees“), einer Research-Boutique, die sich auf makroökoomische Analysen fokussiert. Seine Kunden sind institutionelle Investoren und gehobene Privatkunden.** Luke‘s Vision für FFTT ist, seinen Kunden die Möglichkeit zu bieten, an Chancen zu partizipieren, die sich daraus ergeben, was Kunden und ehemalige Kollegen immer wieder als seine „einzigartige Fähigkeit, das große Ganze zusammenzufügen“ beschreiben.

Die von Ronald Stöferle und Nikolaus Jilch[45] geführte Diskussion fand am 7. April 2025 und damit nur wenige Tage nach Trumps *Liberation Day* statt.

Die Debatte behandelt u. a. die Frage, ob der US-Dollar in den kommenden Jahren seinen Status als Reservewährung behalten wird. Dabei kommt auch unweigerlich das Thema der Qualität und Attraktivität der auf US-Dollar lautenden Assets zur Sprache. Am Ende geben sowohl Luke Gromen als auch Louis-Vincent Gave Anlageempfehlungen für dieses neue und ungewohnte Anlageumfeld ab.

Diskutiert wurden des Weiteren die Gründe für Trumps protektionistische Politik, mit einem Schwerpunkt auf dem Mar-a-Lago-Akkord. Darüber hinaus überlegen die beiden Analysten, ob sich die Ost-West-Entkopplung beschleunigen wird und welches Land oder welche Region am Ende die Oberhand gewinnen wird.

Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte dieser Debatte.[46] **Die gesamte Debatte können Sie im englischen Original hier lesen. Das Video dieser Debatte finden Sie auf YouTube hier.**

[45] Niko Jilch arbeitet als Finanzjournalist und Podcaster und hat in den vergangenen Jahren zahlreiche Artikel zum In Gold We Trust-Report beigetragen. Sie können seinen Aktivitäten u. a. auf www.nikojilch.com, X und YouTube folgen.
[46] Nach reiflicher Überlegung haben wir die Entscheidung getroffen, die Debatte im englischen Original zu belassen, denn selbst bei der besten Übersetzung gehen oftmals inhaltliche Feinheiten verloren.

**Ronnie Stöferle**
We are very, very proud supporters and subscribers of both of your services. We deeply value your insights, your forward thinking, analysis on markets, on currencies, on geopolitical shifts, on commodities, on asset allocation. And today we'll examine the state of the US dollar, the future of gold, the evolving impact of Bitcoin, and the broader shifts in the world economy. Basically, no one else on this planet is better equipped to guide us through these really critical themes and topics that we're facing today. So, it's a real pleasure.

*I think it's perfectly normal for the reserve currency of the world to run a current account deficit with other countries. And basically, as we all know, there's just one big deficit, which is US with China. I think the rest are basically peanuts.*

Today is April the 7th, 2025. Quite a lot of things happened over the last couple of days. We had the so-called *Liberation Day* – and I'm sure that whenever you will listen to this interview, quite a lot will have happened in the meantime. So, let us start with the big elephant in the room, which is basically the US dollar being the reserve currency of the world. **I think it's perfectly normal for the reserve currency of the world to run a current account deficit with other countries. And basically, as we all know, there's just one big deficit, which is US with China. I think the rest are basically peanuts**.

So, the big question from my point of view, with all those developments over the last couple of days and weeks, is, will the US give up this exorbitant privilege? Will they give up the role of the US dollar as the world reserve currency? And taking a step back and analyzing the big picture, gentlemen, do you think that the US dollar will still be the world reserve currency in five years?

**Luke Gromen**
*The other side, the side I tend to agree with, I hold up the dollar share of global FX reserves overall of just currencies, and it's gone from, call it, 70% share to 50, low 50% share over the last 15 years or so. And if you include gold into that, that market price, the dollar share of global FX reserves is under 50% now.*

I think it depends how you define it, because when I get in these debates or these questions, one side says, *It's still used in 90% of global transactions, it's still dominant*; which is true. Then, **the other side, the side I tend to agree with, I hold up the dollar share of global FX reserves overall of just currencies, and it's gone from, call it, 70% share to 50, low 50% share over the last 15 years or so. And if you include gold into that, that market price, the dollar share of global FX reserves is under 50% now**. So, in terms of usage, if that's how we want to define the debate, I think yes, it absolutely will still be the primary or one of the primary used currencies in the world.

But, at the FX reserve level, I think in five years, the dollar's share is going to be below 50%. And when you add gold in there, I think it's going to be well under 50%, because I think what we are in the early stages of watching is a messy attempt to basically restructure the system in a way that gold runs the deficits, so to speak, instead of the United States. And there's huge executional risk and volatility associated with that.

**Louis Gave**
*Just as equity markets have really been horrible this past week, US Treasuries have really done nothing, for all intents and purposes.*

I don't disagree with anything that Luke just said, which I know for the purpose of this conversation, I fear that Luke and I agree on a lot more than we disagree on. I just want to add something, going back to your question on the reserve function. For me, one of the more important developments is that if you look at the past four years, you've had four consecutive down years on US Treasuries. **And just as**

**equity markets have really been horrible this past week, US Treasuries have really done nothing, for all intents and purposes**. I think the TLT is actually down today.

Behind the US dollar was always the US Treasury market. If you had excess dollars, if you were Saudi Arabia, China, Japan, whoever, if you had excess dollars, you bought US Treasuries. And in the past four or five years, that's no longer been the case. You had excess dollars, you didn't want to buy US Treasuries. You didn't want to buy US Treasuries for one of two reasons. Either you were afraid that they would get confiscated, if you're China, Russia, or essentially any non-democracy, or you were just looking at the US following extremely expansionary fiscal policies even in the face of low unemployment. It's like, *Why would I own bonds when you're adding two trillion a year into the supply?*

What's happened in recent years is, instead of owning Treasuries, people abroad who had excess dollars decided, *Forget Treasuries, I'm just going to buy the Mag 7; I can buy Microsoft, I can buy Apple, I can buy Google*. They've got great liquidity. These are trillion, two-, three-trillion-dollar companies. They're actually better than Treasuries because they've got an inflation hedge embedded in them.

But now all of sudden there's a realization, *Hold on, is Mag 7 that great?* They just spent hundreds of billions supposedly on AI, and that's probably going to be a massive write-off. They're about to get taxed, not only by the US administration but by the foreigners as well, as part of this new trade war. So, their margins aren't going to be what I thought they were. For me, that's the shift we're going through right now. To have a reserve currency you need to be backed by an asset that people want to own.

*The US makes stuff up. That's the US comparative advantage. They're the best financiers in the world. So, you don't want a Mag 7. Don't worry; we've got something else sexy for you.*

Now, you could say it doesn't matter, the US is great at coming up with the next thing. It'll be mortgage bonds, it'll be something. **The US makes stuff up. That's the US comparative advantage. They're the best financiers in the world. So, you don't want a Mag 7. Don't worry; we've got something else sexy for you**. There it is. I don't know what that something else is right now. I think Treasuries are done; I think Mag 7 is done. So, what's the next asset that's going to back up the US dollar? Not convinced.

**Niko Jilch**
Luke, you said "Gold is going to run the deficit." Could you explain that? Is gold the next asset that's going to back up the dollar? Is this also the reason why we're talking about a Bitcoin reserve right now?

**Luke Gromen**
*When we had this America First Investment Policy memo, February 21st – this is a significant paraphrasing, but it said, China, take your money and go home; we don't want you here anymore.*

I think the way Louis framed it was really… it's a great lead into this, because you're seeing for political reasons here, around the Trump administration and what they ran on and their electoral base, the steps taken by the administration, already year to date, have effectively told China, *we don't want your money in the Mag 7 anymore*. **When we had this America First investment policy memo, on February 21st – this is a significant paraphrasing, but it said,**

***China, take your money and go home; we don't want you here anymore***.

When you look at some of the proposals of the head of the Council of Economic Advisors, Stephen Miran, within that piece that he wrote about the reordering the global trading system, he talked about, and more importantly, this Trump America First Investment Policy memo explicitly discussed, bringing back a tax on Treasuries that China had been exempt from this whole time. So, you're talking about raising the cost of carry on Treasuries. You're talking about raising the cost of carry on foreign capital.

*Additionally, curiously, within all of this trade war, there's one thing that didn't get tariffed in all this, and it was gold.*

And the political side of it is, *We don't want foreigners buying our companies anymore; we don't want them buying our farmland anymore; we don't want them; they need to buy something else*. **Additionally, curiously, within all of this trade war, there's one thing that didn't get tariffed in all this, and it was gold**. The Trump administration made a point of not tariffing gold. If I just look at it as a straight, relative comparative, I'm going to have cost to carry up significantly, versus what it was on Treasuries, on Mag 7, on stocks. And if I'm China or other US trade creditors, the cost to carry on gold, in that context is nothing.

What I think is being brought back is something that was discussed in the '70s. You can find it in declassified State Department documents with Kissinger and Volcker, where they were having a similar problem.

When I say gold will run the deficits, ultimately, I think what we're going to see is the price of gold... basically, **these flows that went into Treasuries and then stopped, and then went into Mag 7; I think we are in pregame warmup, not even in the first inning of these flows going into gold**. As they do, you're talking about trillions in flows into an asset that's now up to a USD 20trn market cap.

*When I say that gold is going to run the deficits, gold is going to be the neutral reserve asset, in my opinion.*

But, there's still only new flows of USD 250bn year. **When I say that gold is going to run the deficits, gold is going to be the neutral reserve asset, in my opinion**. The Trump administration appears to be attempting to construct a set of incentives to redirect foreign capital, that first went to Treasuries and then to Mag 7, as Louis noted, into gold going forward.

**Ronnie Stöferle**
What's currently happening? Basically, it sounds a little bit like the wet dream for every gold bug. I mean, there's Luke now talking to Tucker Carlson about gold and explaining to him what gold means. We've got Scott Bessent saying that he's actually a gold bug. We've got things like an official audit of Fort Knox being discussed.

**Louis Gave**
Sure. You're right. It does seem to be a wet dream. And yes, when you start to see everything in the general media, then you get indeed to the question that Luke raised: Are we in the warm-up phase? Are we in the fifth inning? Are we in the

ninth inning? I think the challenge today, if you're a gold investor, is the very question we're discussing, and it's whether it's different this time.

*At this stage, to get fired up about gold here, you have to make the argument: It's different this time.*

Because, if you take a step back, you think gold relative to pretty much every commodity, whether energy, whether copper, whether silver, whether anything, gold today is expensive; gold relative to average hourly earnings in the United States or the price of US real estate. Gold is at the upper band of its historical trading zone against pretty much anything you care to look at. **At this stage, to get fired up about gold here, you have to make the argument: It's different this time**.

*If you are a foreigner and you've got a bunch of US dollars and for years these US dollars were either going into US Treasuries or US equities, that was great and that did fine. Then, US Treasuries stopped working and now US equities are not working.*

So, here it really depends on the global fundamental environment changing. I do fundamentally believe that today, **if you are a foreigner and you've got a bunch of US dollars and for years these US dollars were either going into US Treasuries or US equities, that was great and that did fine. Then, US Treasuries stopped working and now US equities are not working**. Now I'm like, *what do I do with these dollars?*

One option indeed is, *You know what, the world is a really uncertain place; I don't know what I'm going to do; I'm just going to buy gold*. I think that's what people in China have been doing. That's what people across the Middle East have been doing, and in India and lots of places.

*There is no doubt that the overall willingness of people to stay in the US is probably decelerating very, very fast. This is not a political statement; it's just a reality.*

**There is no doubt that the overall willingness of people to stay in the US is probably decelerating very, very fast. This is not a political statement; it's just a reality**. If you're a foreigner and you're looking at the US, you think, *What a dumpster fire, and what am I going to do with all these dollars? Do I still feel comfortable owning stocks in the US that are at the end of the day very expensive relative to stocks anywhere else? Maybe I shift them to gold; maybe I'll move to stocks outside the US; maybe I'll move to real estate outside the US*. There are other alternatives to gold, but gold is up there.

**Niko Jilch**
Luke, you talked about this discussion in the '70s, with Kissinger. I highly doubt that anybody in the US administration has read any transcript from that time. Do people still understand what gold really is? What role could gold play? Because last time I checked, it was a "tradition". Bernanke called it a tradition.

**Luke Gromen**
I do think there is still, at a certain level, an understanding of what it is and how it can be used. I do believe that. And I've, in various conversations, gotten certain levels of confirmation or comfort around that.

**Louis Gave**
Russia was kicked out of the US dollar, the euro, the Swiss franc, etc., obviously its trade with China went through the roof. Essentially, everything that Europe used to export to Russia, be it machine tools, be it cars, tractors, you name it, is now being exported by China.

*If they truly believed that by imposing financial sanctions on Russia, they would turn the ruble into rubble and absolutely collapse the Russian economy because, lo and behold, it didn't have access to dollars, then I think they've just been reminded that, actually, if you have gold, you can settle your trade.*

To the point of: do people still know what purpose gold serves? A lot of that trade ends up being settled in gold. If they had forgotten, if they hadn't read the Kissinger papers, **if they truly believed that by imposing financial sanctions on Russia, they would turn the ruble into rubble and absolutely collapse the Russian economy because, lo and behold, it didn't have access to dollars, then I think they've just been reminded that, actually, if you have gold, you can settle your trade.** You can buy stuff from abroad.

**Ronnie Stöferle**
Gentlemen, one major topic has changed over the last couple of days. On Wednesday, when the tariffs were announced, everybody thought we're having some sort of a further recalibration of portfolios, which will move assets out of the US into Europe. But, then I think over the next two days, it basically changed, because markets started to price in a US recession, but to some degree also a global recession.

Back in the day, we always said if the US sneezes, the whole world will catch a cold. Louis, you have got a very, very pronounced view on how less dependent China is on the US anymore. Would you say that we could see a US recession without moving into a global recession? Is that actually possible?

**Louis Gave**
Well, it depends how bad the recession is in the US, of course. And if it's a fairly shallow recession, then yes, it's absolutely possible. Right now, the US is trying to do, at the same time, fiscal consolidation, which arguably was very necessary. But it's saying, *We're going to do fiscal consolidation, and we're going to massively rearrange our trade relationships*, which, essentially, is saying, *We're going to crush the US consumer*.

*Fiscal tightening at the same time as putting the squeeze on the US consumer – that's probably quite a recession.*

When you look at it this way, you have to think that's quite a recession. **Fiscal tightening at the same time as putting the squeeze on the US consumer – that's probably quite a recession**. You could say that what's unusual about this one is that it's almost self-inflicted, right? It's a policy choice by the United States to go down this road.

*So, if the US really is now saying, We're going to crush the US consumer, we're going to build our own industry – I'm very skeptical of their ability to do it, both politically and just physically of the ability to do it.*

**So, if the US really is now saying, *We're going to crush the US consumer, we're going to build our own industry* – I'm very skeptical of their ability to do it, both politically and just physically of the ability to do it**. But if that's really the path of policy, then what does that mean if you're a European, Mexican, Chinese industrial and you've spent the past 20 years being used to selling to the US consumer? Now, not only are you going to lose that client, but you're going to gain a competitor. That doesn't seem like a super great recipe for growth, for investment, for risk-taking from the private sector, anywhere in the world.

**Ronnie Stöferle**
So far so good, one could say, because Treasury yields are down, the US dollar is down big-time, and the price of oil is down, of course.

**Louis Gave**
Are they down that much, though? Are you rushing out to borrow money, now that bond yields have come down like 30–40 basis points?

**Ronnie Stöferle**
No, no, I agree. **That's kind of cherry picking by Scott Bessent. I would say this detox period that he was referring to, it sounds great, but it's like the heroin addict who also has a cocaine and alcohol problem and a gambling addiction, says, *OK, I'll stop it now; I'm becoming an Ironman and I'm becoming a vegan now***. It sounds… not very realistic from my point of view. But the question is, when will the pressure from markets be actually too big? And the pressure on the Federal Reserve – because Trump was very quick putting some pressure on Mr. Powell and Powell said, *Not going to happen*.

*I would say this detox period that he was referring to, it sounds great, but it's like the heroin addict who also has a cocaine and alcohol problem and a gambling addiction, says, OK, I'll stop it now; I'm becoming an Ironman and I'm becoming a vegan now.*

**Luke Gromen**
I think the executional risk is the huge part of the risk, and they're almost between two trapezes, where they're kind of letting go of the trapeze of the old world and flying towards the next one on the come. China was able to do this and they still had, however, many hundreds of billions of dollars a year coming in from, as Louis said, their trade surplus. In that time, it went from USD 200-something billion to a trillion plus. So, you've got capital flowing in throughout that whole process for them. **The United States has 120% debt to GDP. The deficit is what it is. It's an economy, as we've shown in our work, that is highly sensitive to stock prices. Stock prices go down, receipts are going to fall**.

*The United States has 120% debt to GDP. The deficit is what it is. It's an economy, as we've shown in our work, that is highly sensitive to stock prices. Stock prices go down, receipts are going to fall.*

And your interest and interest-like obligations in the United States – that is gross interest expense, plus entitlements, plus Veteran's Affairs – are 108% of all-time high receipts, already as a starting point. And now receipts are going to fall pretty sharply in the next six months, with just what stocks have done.

As we sit here, April 7th, I think we are weeks, at most, maybe days, from the markets basically calling their bluff. **What I mean by calling their bluff is that the unthinkable is suddenly very thinkable in the United States**, which is an emerging market-like sudden-stop crisis. Scott Bessent and Trump have since February 26th knocked the S&P down by about 18%. That's USD 11trn in wealth out of the stock market. And they got 12 basis points since February 26, 12 basis points. I think it's very possible that by the end of this week they will have gotten zero basis points with even more stock declines. And by next week, they will have rates up with even more stock declines. And then what do you do? Does the Fed come in and cap yields?

*What I mean by calling their bluff is that the unthinkable is suddenly very thinkable in the United States.*

Something that hit me over the week and I was thinking about: It was, what I'd been very vocal advocating, that there's an order of operations that must be respected, if the US is going to try to restructure in the manner that you highlighted earlier, Louis, which is you've got to devalue the debt first, if you're going to do this. And they didn't.

*He is going to beat on those ribs until they submit. The broken ribs in this case are the debt for the US, which is going to feed on itself.*

So now, because they didn't, to Louis' point, this is like an MMA fight, where one fighter knows the other fighter has badly broken ribs. What is he going to do? **He is going to beat on those ribs until they submit. The broken ribs in this case are the debt for the US, which is going to feed on itself**; and sort of everybody in the markets knows that.

**Ronnie Stöferle**
So, if we say that there's this MMA fight, China versus the US, China's strategy would basically be to stand firm, to resist and just wait for Trump's strategy to collapse. And it seems that actually China has a little bit more economic resilience, because they are actually facing more of a deflationary environment, currently. But the US might be facing a stagflationary development. Would you agree with that?

**Louis Gave**
*China's been getting ready for this fight for the past eight years.*

I definitely agree. **China's been getting ready for this fight for the past eight years**. That's the truth. When the US said no more semiconductors to China, it was a super-important moment for China. This was when China decided, *Okay, we're at economic war with the US; they've just fired the first salvo; now we get ready*.

The US didn't do this, to Luke's point. Once you told China no more semiconductors, the US should have said, *Let's spend a lot of money building up our own rare earths in Nevada or in Idaho or in Canada*.

Let's take a step back and also look at the leadership that you have in both countries. Xi Jinping is a guy who would have spent five years during the Cultural Revolution digging the earth with his bare hands in order to survive. He would have seen his friends, siblings, etc., literally starved to death. He's gone through a level of hardship that none of us on this call can even begin to understand or comprehend.

*Obviously, they're now at each other's throats; and in any kind of negotiation, when you do a business deal or something, the worst setup is always when you think the other guy is weaker than he really is.*

But this is where it gets interesting. The Chinese population has been taking pain for the past five years. They've had their real estate prices drop 30%. They've had no wage increases for the past five or six years. They've already taken on some adjustments in a way that the US just hasn't. I think, **obviously, they're now at each other's throats; and in any kind of negotiation, when you do a business deal or something, the worst setup is always when you think the other guy is weaker than he really is**. That's the worst setup, because when you think you have all the cards and you think the other guy is weak, that's not a good setup to get a deal done.

*This whole media push of China is weak, it's about to implode, is so far from reality. You go to China today, you feel this is where the future is being built.*

For the past five to ten years, all the media in the United States – and I keep writing about this – have kept saying China is about to collapse. It's this house of cards. You flick it and the whole thing is going to implode; it's on the verge of revolution, etc. **This whole media push of *China is weak, it's about to implode,* is so far from reality. You go to China today, you feel this is where the future is being built**. They've got flying cars; they've got trains that go at 450 km/h; they've got 6G telecoms. Literally, the engineering discoveries are

all happening over there now. But, the perception is that China is about to implode.

Meanwhile, if you go to China, their perception is that the US has zero tolerance for pain. The US is fundamentally just about having a good time. Which I'm not sure is true either. I think the tolerance for pain in the US is actually quite high. The US is fundamentally a warrior nation. All this to say that as I look at it, both sides completely overestimate the other guy's weakness and underestimate the other guy's strength. It's a terrible setup for any kind of compromise.

**Niko Jilch**

*Are they trying to basically let the air out of the stock market before it can collapse and then maybe try to collapse the yuan first?*

One thing that is completely baffling is that we have the world superpower basically trying to inflict this pain on itself. I would like your diagnosis of what their point of view is. What are they really doing? **Are they trying to basically let the air out of the stock market before it can collapse and then maybe try to collapse the yuan first?** China first? Is that the MMA game that they're playing here?

**Luke Gromen**

*I think the levels of pain tolerance in the US are sort of bifurcated, in the same way our society has been bifurcated.*

I think so. **I think the levels of pain tolerance in the US are sort of bifurcated, in the same way our society has been bifurcated**. We've got the 1%; we've got everybody else, based on the policies of the last 30, 40, 50 years. And it's interesting that we just had a famous billionaire come out on Thursday and say, *Hey, the best negotiations happen when the other party thinks you're crazy; so, this might work great*. And three days later, that same billionaire is like, *Hey, hey, whoa, maybe we need to pause tariffs for 90 days*. So, his pain tolerance was exactly 72 hours. You come out to flyover country and…

**Louis Gave**

I think you mean 10% on the S&P, more than three days. The pain tolerance was 10% on the S&P.

**Luke Gromen**

*You eat the tariff, or you pass it on to your consumers. That was not how this was supposed to go.*

I thought it was a very under-reported story a few weeks ago: Walmart went to China. And our media in the West reported that Walmart was dressed down. To Louis' point, the world changed. Walmart went over there and was basically told, *bug off*; ***you eat the tariff, or you pass it on to your consumers*. That was not how this was supposed to go**.

*If I'm China, I'm not devaluing anything. I'm going to sit here and I'm going to let them swing.*

There is no business out there that's sourcing from China that can take a 104% hit to their margins, without massive layoffs, etc. So, if I'm China… people are saying right now, *We're going to push China; they're going to devalue; we're going to force them to devalue and then they'll break*. **If I'm China, I'm not devaluing anything. I'm going to sit here and I'm going to let them swing**.

*You know the old story of Napoleon saying to his officers, when the enemy makes a mistake, you don't interrupt them.*

**Louis Gave**

**You know the old story of Napoleon saying to his officers, when the enemy makes a mistake, you don't interrupt them**. So, if you're China today, devaluing the renminbi would be, essentially, helping out the US that's going to be dealing with an inflationary head. I don't think the renminbi is going to devalue. They're going to see how the US wears the pain.

*In the Marxist church, your catechism is that big shifts in history – revolutions, riots, etc. – occur, not because of individuals or ideas, but because of economic forces. And there is no more powerful economic force than inflation.*

The reality, when you look at the Chinese leadership, they might not look and feel communist, but they were brought up in the Marxist church. **In the Marxist church, your catechism is that big shifts in history – revolutions, riots, etc. – occur, not because of individuals or ideas, but because of economic forces. And there is no more powerful economic force than inflation**. This is why the Chinese leadership are so paranoid about inflation at home. As soon as inflation steps up, they step on the brakes.

Going back to the point that Luke made, if you listen to Scott Bessent and Donald Trump and to JD Vance three months ago, the narrative was, *We're going to do 20% tariffs and half of that will be paid for by the rising US dollar anyway*. The US dollar is going to go up on the back of the tariffs and, so, the hit to the consumer will be very little. Meanwhile, the government will make more money.

*They're doing the tariffs and the US dollar, instead of going up, is going down. Which means that the inflationary impact of the tariffs will actually be double, because you're going to take the devaluation and you're going to take the tariffs.*

**They're doing the tariffs and the US dollar, instead of going up, is going down. Which means that the inflationary impact of the tariffs will actually be double, because you're going to take the devaluation and you're going to take the tariffs**. That's why the bond market is not rallying even though equities are down 18-20%.

If we'd all gotten together a month ago and Ronnie, you would have told me, *Louis, I can guarantee you, hand on heart, stocks are down 20% over the next month*, I would have said, *Well, just load up on US Treasuries; you'll do great*. Nothing.

*The protests, the riots are going to start in the bond market, but that's not where they're going to stop. It's just where we're seeing it first.*

**Luke Gromen**

Nothing. To your point about where inflation drives unrest, I think that where we're seeing the unrest first in the US is in the bond market. Again, because they didn't devalue the debt first, they left broken ribs, not just exposed but basically just standing there with their hands up over their heads saying, *Hit me*. **The protests, the riots are going to start in the bond market, but that's not where they're going to stop. It's just where we're seeing it first**.

*What they're trying to orchestrate is pretty naïve, because they think they can fine-tune, not only the US economy but the global economy like a thermostat.*

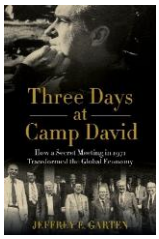
**Ronnie Stöferle**

Listening to Trump sometimes reminds me of this Tolstoy quote: *Because of the self-confidence with which he had spoken, no one could tell whether what he said was very clever or very stupid*. Sometimes I'm really confused with reading this stuff that Stephen Miran wrote, which is very, very interesting. Then listening to Scott Bessent, who's obviously a markets guy. Then, also listening to JD Vance, who made some very important points, actually, and the Europeans were, I think, quite annoyed to hear those inconvenient truths. But then at some point, I also think **what they're trying to orchestrate is pretty naïve, because they**

**think they can fine-tune, not only the US economy but the global economy like a thermostat**. It's a little bit more complex, I would say.

*We closed the gold window on Sunday, August 15th, 1971. I think we just closed the dollar window on Wednesday, April 4th.*

**Luke Gromen**
I don't think that's going to happen. I don't think there's going to be *the* sit-down. I would make the argument that the tariffs may have been the Mar-a-Lago Accord. Unilateral. In other words, I am increasingly coming around to the view that what happened on Wednesday was the Nixon Sunday night surprise. **We closed the gold window on Sunday, August 15th, 1971. I think we just closed the dollar window on Wednesday, April 4th**.




**Ronnie Stöferle**
Luke, may I just jump in? Did you read the book *Three Days at Camp David*? I loved it. People always think there was a big plan behind it, very structured. But actually, Nixon kind of made that up within a very short time. It basically confirms that many of the things that are happening, those things are actually not really planned.

Would you say that, with the tariff announcement, there's probably also not really a big plan behind it? They just said, *Okay, let's give it a try*.

*The alternative method, which is really kind of scary is, Worst case, if no one will play ball, then we'll just burn down the whole thing.*

**Luke Gromen**
I think there's one of two things. There is either a plan to try to sort of force people into it with tariffs – that is the preferred method. **The alternative method, which is really kind of scary is, *Worst case, if no one will play ball, then we'll just burn down the whole thing***; *we'll start with this, markets will crash, people will look for a bailout, the Europeans will want swap lines.*

*If that still doesn't work to start to scare people out of American assets into gold, to start really devaluing the dollar, fine; then maybe American banks will start to fail.*

**If that still doesn't work to start to scare people out of American assets into gold, to start really devaluing the dollar, fine; then, maybe American banks will start to fail**. And when they start to fail, no bailouts for anybody over USD 250,000 deposit insurance. *You got over 250, it's gone. If that doesn't do it, then we'll just keep doing it until the world understands that we don't want this system*. Do I think it's the right thing to do? Do I think it's likely? It's not my base case.

However, if you would have asked me three months ago, what are the odds the United States would stand aside and let the Treasury market dysfunction and maybe even up to and including a Treasury auction failure to achieve the longer-term goal of basically shifting capital out of the US to significantly weaken the dollar, to try to achieve what they see as the end state, I would say there's zero chance of that. And I think it's still a tail risk. But I don't think it's a 0% risk for these types of extreme outcomes anymore.

**Louis Gave**
I'll jump in as well. **I was a big proponent of the Mar-a-Lago Accord. I was a big believer in it. I wrote pieces. One of the reasons I was a big believer in it was that Scott Bessent himself kept talking about it**. And I thought, here's the narrative.

That was the goal. And I think that the process has now thrown them way off course. Because of the whole *Let's blanket tariffs on everybody and their penguin, let's rub Xi Jinping's nose in it*. Then, you leave him no options. I think that was the goal, but the process of how it was managed means that now it's not going to happen.

*If it's the US that ends up being isolated, then I think the Treasury market melts down. If it's China that ends up being isolated, obviously it's terrible news for Chinese equities, but they're cheap anyway.*

For me, the big question out of this, is it the US that ends up being isolated or is it China that ends up being isolated? That's the big question mark. **If it's the US that ends up being isolated, then I think the Treasury market melts down. If it's China that ends up being isolated, obviously it's terrible news for Chinese equities, but they're cheap anyway**. And I think the government will probably intervene at some point to just buy the market and crank it back up, because it's cheap enough and they can do it.

**Niko Jilch**

*Bessent goes out and says the US dollar is going to stay as the reserve currency of the world and we're going to use stablecoins to do it.*

Luke talked about the ECB. We both love the ECB. The ECB is scared of stablecoins. They talk about the digital euro every day. **Bessent goes out and says the US dollar is going to stay the reserve currency of the world and we're going to use stablecoins to do it**. Are they really going to do that? Are we going to go "free banking" on crypto and anybody who wants can print some dollars and buy some Treasuries? And that's the way forward? Or is that just some other side show that gets blown out of proportion?

**Luke Gromen**

You know, this is another one where in November, even in the third quarter of last year, into November, it seemed to be really, sort of, a credible way to find balance sheet capacity to manage the Treasury market through stablecoins. If we grow the size of crypto, we grow the size of the stablecoin market and we grow this as a Bitcoin, really. Bitcoin goes up, stablecoin market goes up. Stablecoins: We regulate to buy in T-bills.

*Initially, all this made a lot of sense to me, and since then it's kind of devolving a bit, because you've got Bessent saying, We're going to keep the dollar reserve currency through this, and the world is going to move into dollar-based stablecoins.*

So, **initially, all this made a lot of sense to me, and since then it's kind of devolving a bit, because you've got Bessent saying, *We're going to keep the dollar reserve currency through this, and the world is going to move into dollar-based stablecoins***. But the only way that's going to happen is if the US keeps running deficits to get dollars elsewhere, I would think. So, that doesn't make sense to me in terms of there being a real growth in stablecoins, dollar stablecoins, with which to flow back into Treasuries.

**Ronnie Stöferle**

Kierkegaard said that *Life can only be understood backwards, but it has to be lived forwards*. So let's say we've got Marty McFly. We've got this DeLorean in *Back to the Future*. Let's say it's now April 7th, 2030, and we're basically peering back in time through our DeLorean windshield. With the knowledge from the future, what would you have bought on April 7th, 2025, and why? And then would you say, in hindsight, that this Liberation Day was actually just a short-term blip, or was it really something that will go down in history books?

*I think a lot of what the Trump administration has done in the past three months since coming in has been a game changer. Trump is signaling that the age of US empire is over.*

**Louis Gave**
I think it's a game changer, actually. But, **I think a lot of what the Trump administration has done in the past three months since coming in have been a game changer. Trump is signaling that the age of US empire is over**. He's saying, *We're moving back into our own borders; we're going to build Fortress America*. [Maybe you can call it Fort Monroe.] *Greenland, Canada, come inside. We'll get the Panama Canal back. But essentially, these are now our borders. It's the Western Hemisphere.*

*If you're Thailand today, if you're Malaysia, if you're Indonesia; even, frankly, if you're Japan or Korea and you see this US folding back, you're like, Maybe I don't want to piss off China.*

The US is folding back into its own borders, which is why, I think, in this whole question we're having, is it going to be China that's isolated or the US that's going to be isolated? **If you're Thailand today, if you're Malaysia, if you're Indonesia; even, frankly, if you're Japan or Korea and you see this US folding back, you're like, *Maybe I don't want to piss off China***. *As the US falls back, I may want to be close to China.*

Bottom line for me is when I look at this, the more obvious trend for the coming years is a weaker US dollar. And then from there, what do you buy when the US dollar goes down? I think today you buy the EMs, you buy EM banks, you buy commodities, you buy all the things that, historically, do well when the US dollar goes down. You can build a diversified portfolio between a lot of these asset classes.

**Luke Gromen**
I would obviously add gold and Bitcoin to those things. And then, something I've been harping on, US electrical infrastructure and things that touch it. We are so behind; there is so much investment to be done. So, I think the US domestic electrical infrastructure industry; and I'd be looking at different, sort of, higher-end US agricultural properties, at some point.

**Ronnie Stöferle**
Thank you very much. Niko, for you it's probably Bitcoin.

*I can buy one millionth of a Bitcoin; I cannot buy one millionth of a farm in Argentina.*

**Niko Jilch**
I said it's either going to be Bitcoin, or if I could afford it, a farm in Argentina. But **I can buy one millionth of a Bitcoin; I cannot buy one millionth of a farm in Argentina**. So, I'm going to go with Bitcoin.

**Ronnie Stöferle**
Gentlemen, thank you very, very much for taking the time. It's been a true pleasure.

**Das war ein Auszug der Debatte zwischen Louis-Vincent Gave und Luke Gromen. Das vollständige Transkript dieser Diskussion finden Sie unter diesem Link. Das Video dieser Debatte ist hier abrufbar.**

# IT'S NOT JUST ANOTHER SHINY METAL.

Silver has the highest electrical conductivity of all metals. With its widespread use in solar panels, it's critical for the world's transition to clean energy.

And we're not just another mining company.

Hecla is the largest silver producer in the U.S. and Canada. With properties in world-class mining districts throughout North America, we're ready to deliver the silver the world needs for generations to come.

NYSE: HL
**hecla.com**
800.432.5291
Coeur d'Alene, Idaho
Vancouver, British Columbia
Val d'Or, Québec

Hecla®
MINING COMPANY

# BRICS & das Ringen um eine neue Weltordnung

*We have to give the world the message that BRICS is not a divisive organization but one that works in the interest of humanity.*

**Narendra Modi auf dem BRICS-Gipfel im Jahr 2024**

- **Die Erweiterung der BRICS auf 11 Mitgliedsländer, die 37% des globalen BIP und 45% der Weltbevölkerung repräsentieren, ist ein bedeutender Schritt in Richtung einer zweigeteilten Weltordnung.**
- **De-Dollarization-Initiativen wie die Nutzung von Landeswährungen und rohstoffbasierter Tauschhandel untergraben die Dominanz des US-Dollars. BRICS+ bereitet somit den Weg, für die Zeit danach. Technologische Fortschritte wie Blockchain und digitale Zentralbankwährungen geben BRICS+ innovative Instrumente in die Hand, um grenzüberschreitende Finanzsysteme neu zu gestalten.**
- **BRICS+ ist ein Eckpfeiler des Wandels hin zu einer geopolitisch gespaltenen Welt, in der geoökonomische Souveränität und Optionalität das globale Finanz-, Wirtschafts-, Energie- und Handelssystem inmitten des wachsenden Wettbewerbs zwischen den Großmächten USA, China und Russland neu definieren.**
- **Interne Spaltungen und der geopolitische Widerstand der USA bleiben die größten Hürden für BRICS+. Dieses Jahrzehnt wird zeigen, ob BRICS zur Randnotiz oder zur prägenden Kraft der globalen Ordnung wird.**

**Velina Tchakarova**

Velina Tchakarova ist geopolitische Strategin, zertifizierte Strategic Foresight-Expertin und Gründerin von FACE in Österreich. Sie bietet Analysen zu geopolitischen Risiken, Trends und Szenarien für den öffentlichen und privaten Sektor.

# Einführung

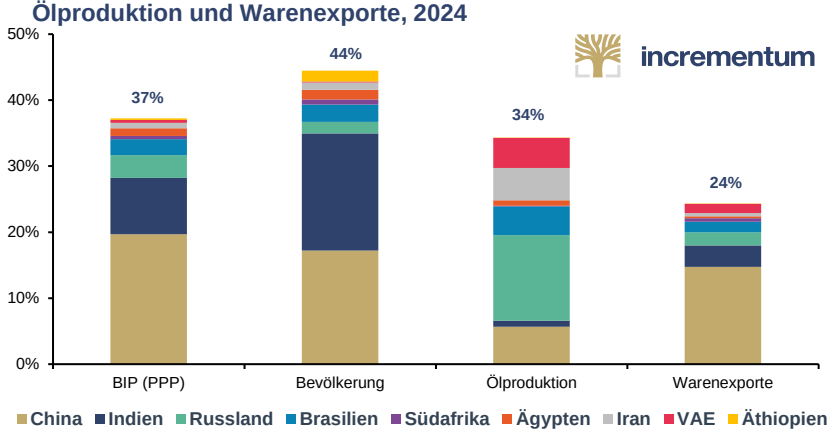
*There are no permanent friends or enemies, only permanent interests.*
**Lord Palmerston**

**Die BRICS-Staaten treiben ihre Entwicklung zu einem bedeutenden Machtblock in der entstehenden neuen internationalen Ordnung weiter voran.** Die jüngste Erweiterung, bei der Indonesien am 7. Jänner 2025 offiziell als Vollmitglied aufgenommen wurde, unterstreicht das Bestreben der BRICS+, den Einfluss in den Bereichen Global Governance, Handel und Finanzen zu festigen. Diese Erweiterung folgt auf die Entscheidung aus dem Jahr 2023, mit Argentinien, Ägypten, Äthiopien, Iran, Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten sechs weitere Länder einzuladen. Argentinien zog sein Interesse nach der Wahl von Javier Milei zum Präsidenten zurück, während Saudi-Arabien die Einladung zur Mitgliedschaft bislang noch nicht angenommen hat. **Diese Erweiterungen sind als konzertierte Bemühung zu verstehen, die Interessen des kollektiven globalen Südens zu vertreten, ein Gegengewicht zu den westlich geführten Institutionen zu schaffen und sich für eine multipolarere Welt einzusetzen.**

*The BRICS countries collectively are bigger today even in the most optimistic scenario I thought 15 years ago, and it's primarily because of China. Despite the problems Brazil and Russia face - and they're big - in the first decade of Brics they all grew way more strongly than I thought.*
**Jim O'Neill, 2016**

**Mit dem Beitritt Indonesiens repräsentieren die BRICS nun fast die Hälfte der Weltbevölkerung und – gemessen an der Kaufkraftparität – mit 37% einen erheblichen Anteil am globalen BIP**. Als größte Volkswirtschaft Südostasiens und führendes Mitglied des *Verbands Südostasiatischer Nationen* (ASEAN) bringt Indonesien strategische geografische, wirtschaftliche und politische Vorteile in den Block ein. Indonesiens führende Rolle bei regionalen Handelsabkommen und seine wachsende Bedeutung für die globalen Lieferketten insbesondere in den Bereichen kritische Mineralien, Energiesicherheit und digitale Wirtschaft machen es zu einer wertvollen Ergänzung für die bisherigen BRICS-Länder.

**Anteil der BRICS+ am globalen BIP (PPP), Bevölkerung, Ölproduktion und Warenexporte, 2024**




Quelle: IWF, UN, WTO, Energy Institute, Statista, Incrementum AG

## Die zunehmende globale Bedeutung der BRICS+: Die nächste Welle an potenziellen Mitgliedern

*The BRICS grouping, created by the confluence of different viewpoints and ideologies, is a source of inspiration for the world, fostering positive cooperation. Our diversity, respect for each other and our tradition of moving forward on the basis of consensus, are the basis for our cooperation. This quality of ours, and our BRICS spirit, are attracting other countries as well to this forum.*
**Indiens Premierminister Narendra Modi, 2024**

**Neben Indonesien erwägen mehrere andere wichtige Länder des globalen Südens aktiv eine BRICS-Mitgliedschaft. Zu den prominentesten Kandidaten gehören:**

- **die Türkei**, deren Interesse an BRICS als Teil seiner breiteren Strategie zur Diversifizierung der außenpolitischen Beziehungen über die NATO und die EU hinaus zunimmt.
- **Nigeria**, Afrikas größte Volkswirtschaft und bevölkerungsreichstes Land, sieht in den BRICS eine Möglichkeit, sein geopolitisches Gewicht zu stärken und Zugang zu alternativen Finanzierungsmöglichkeiten für Infrastruktur und Entwicklung zu erhalten.
- **Pakistan**, das enge wirtschaftliche und strategische Beziehungen zu China unterhält, sucht nach einer Alternative zu seiner Abhängigkeit von westlich geführten Finanzinstituten.
- **Bangladesch**, eine schnell wachsende Volkswirtschaft mit engen Handelsbeziehungen zu den BRICS-Mitgliedern, insbesondere China und Indien, ist ein logischer Aufnahmekandidat.
- **Venezuela**, das seit langem den Wunsch geäußert hat, den BRICS beizutreten, vor allem als Teil seiner Strategie, die westlichen Wirtschaftssanktionen zu umgehen und die Zusammenarbeit mit China, Russland und dem Iran im Energiebereich zu vertiefen.

*Indonesia believes that BRICS provides a valuable platform for fostering South-South cooperation and ensuring that the voices and aspirations of developing countries are heard and reflected in global decision-making processes.*
**Indonesisches Außenministerium, 2025**

**Diese Länder sehen in den BRICS eine Chance, ihre Handelsbeziehungen zu diversifizieren, Zugang zu alternativen Entwicklungsfinanzierungen zu erhalten und ihre wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit inmitten einer sich verändernden globalen Machtdynamik zu stärken.** In dem Maße, wie der Einfluss der BRICS wächst, wird ihre Fähigkeit, den internationalen Handel und die Finanzsysteme neu zu gestalten, zunehmend westlich orientierte Institutionen wie den IWF, die Weltbank und die von SWIFT dominierten Zahlungsnetzwerke herausfordern.

### Das globale Gewicht der BRICS (2025)

| Kategorie | BRICS (2025) |
|---|---|
| Gesamtbevölkerung | über 3,3 Mrd. oder ca. 40 % der Weltbevölkerung |
| BIP insgesamt (PPP) | über 60 Bill. USD |
| Anteil am globalen BIP (PPP) | ca. 37% |
| Wichtige Wirtschaftsakteure | China, Indien, Brasilien, Russland, Indonesien, Südafrika, VAE |
| Strategische geografische Regionen | Lateinamerika, Afrika, der Nahe Osten, Süd- und Südostasien –- gemeinsam bekannt als der globale Süden |
| Ökonomische Schlüsselsektoren | Energie, Technologie, Industrie, kritische Mineralien, digitale Wirtschaft |
| Kritische natürliche Ressourcen | Öl (Russland, Saudi-Arabien, Iran), Gas (Russland, VAE), Seltene Erden (China), Lithium und Nickel (Brasilien, Indonesien), Nahrungsmittel und Landwirtschaft (Russland, Brasilien, Indien, China) |
| Geopolitische Bedeutung | Gegengewicht zu westlichen Institutionen und Organisationen, Förderung der Multipolarität, starke G20-Koordination, starke Süd-Süd-Zusammenarbeit |
| Finanz- und Handelsreformen | Neue Entwicklungsbank (NDB), gemeinsames Zahlungssystem der BRICS , De-Dollarization-Bemühungen, Handel in Landeswährung und Rohstoffen |
| BRICS-Partnerländer | Algerien, Belarus, Bolivien, Kuba, Kasachstan, Malaysia, Nigeria, Thailand, Türkei, Uganda, Usbekistan und Vietnam |

Quelle: Velina Tchakarova

## Die ersten BRIC(S)-Jahre

**Der Begriff *BRIC* wurde vom britischen Ökonomen Jim O'Neill 2001 geprägt, als er bei Goldman Sachs beschäftigt war.** O'Neill führte das Akronym in einer Studie mit dem Titel „Building Better Global Economic BRICs" ein, in dem er Brasilien, Russland, Indien und China als aufstrebende Wirtschaftsmächte charakterisierte.

*The rationale for South Africa's approach was in consideration of a matter of crucial importance to BRICS Member States, namely the role of emerging economies in advancing the restructuring of the global political, economic and financial architecture into one that is more equitable, balanced and rests on the important pillar of multilateralism.*
**Minister Nkoana-Mashabane, Südafrika**

**Nachdem Jim O'Neill 2001 den Begriff BRIC geprägt hatte, wandelte sich die Gruppe von einer rein ökonomischen Zusammenarbeit zu einem politischen und diplomatischen Block.** Der erste wichtige politische Meilenstein wurde 2006 erreicht, als sich die BRIC-Außenminister am Rande der UN-Generalversammlung trafen, um über gemeinsame Herausforderungen und Chancen zu diskutieren. Dieses Treffen legte den Grundstein für eine formelle Zusammenarbeit und einen diplomatischen Dialog zwischen den BRIC-Staaten.

2010 trat Südafrika der Gruppe bei und aus BRIC wurde BRICS. In den folgenden fünfzehn Jahren haben sich die BRICS zu einer strategischen Plattform für wirtschaftliche Zusammenarbeit, politischen Dialog und kulturellen Austausch entwickelt. **Zu ihren wichtigsten Zielen gehören die Förderung der Multipolarität, die Verringerung der Abhängigkeit von westlich dominierten Institutionen und die Förderung einer nachhaltigen Entwicklung. Zu den wichtigsten Meilensteinen der BRICS-Entwicklung in dieser Phase gehören:**

– Weltfinanzkrise 2007/2008: Sie machte die Anfälligkeit des globalen Finanzsystems für die Entwicklungsländer deutlich und veranlasste die BRICS-Staaten dazu, erste Überlegungen für Alternativen anzustellen.

- Neue Entwicklungsbank (NDB): 2014 wurde diese multilaterale Bank mit Sitz in Shanghai gegründet, die auf die Finanzierung von Infrastruktur- und nachhaltigen Entwicklungsprojekten in den Mitgliedsstaaten ausgerichtet ist.
- BRICS-„Währungsfonds" (CRA, 2015): Ein finanzielles Sicherheitsnetz in Höhe von 200 Mrd. USD wurde zur Bewältigung von Liquiditätsproblemen und zur Verringerung der Abhängigkeit vom Internationalen Währungsfonds (IWF) eingerichtet.

### Meilensteine der BRICS-Entwicklung

| Jahr | Meilenstein | Schlüsselthemen |
|---|---|---|
| **2006** | Erstes Treffen der BRIC-Außenminister bei der UN-Generalversammlung | Diplomatischer Dialog, globale Finanzfragen |
| **2009** | Erster BRIC-Gipfel in Jekaterinburg, Russland | Reaktion auf die Weltfinanzkrise, multipolare Welt, wirtschaftliche Zusammenarbeit |
| **2010** | Südafrika tritt bei, BRIC werden zu BRICS | Breitere Vertretung der Schwellenländer, Afrikas Rolle in der Global Governance |
| **2011** | Erster BRICS-Gipfel mit Südafrika in Sanya, China | Institutionelle Reformen, nachhaltige Entwicklung, Handelskooperation |
| **2014** | Gründung der Neuen Entwicklungsbank (NDB) auf dem Gipfel von Fortaleza | Alternative Finanzinstitute, Finanzierungs-infrastruktur in Schwellenländern |
| **2015** | Umsetzung eines BRICS-„Währungsfonds" (BRICS Contingent Reserve Arrangement (CRA)) | Finanzielle Stabilität, Verringerung der Abhängigkeit vom IWF, Liquiditätshilfen |
| **2017** | Gipfeltreffen in Xiamen (China), Beginn der Erweiterungsgespräche BRICS+ | Erweiterung der BRICS, Engagement mit anderen Schwellenländern |

Quelle: Velina Tchakarova

*Three characteristics will guide the bank [NDB] in the coming years. The first is that it will be increasingly concerned with infrastructure, sustainable development, the environment, industrialization and technology transfer. The second is that the bank will expand into the countries of the Global South, carefully, calmly, but expand. And thirdly, a bank that will increasingly seek to finance the private sector with local currency to ensure that we comply… because we have a plan from 2022 to 2026, in which we have to have 30% of our investment for the private sector and another 30% in local currency.*
**Dilma Rousseff, 2024**

**Jim O'Neills Vorhersagen zu den BRIC-Volkswirtschaften sind in den vergangenen zwei Jahrzehnten weitgehend eingetreten.** Eine seiner wichtigsten Prognosen lautete, dass die BRIC-Volkswirtschaften schneller wachsen würden als die G7-Länder und ihr Anteil am globalen BIP steigen würde. Bis 2021 hatte China seinen prognostizierten Wachstumskurs übertroffen und war zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen, während Indien seinen wirtschaftlichen Einfluss erheblich ausweiten konnte. Darüber hinaus wuchs der gemeinsame Anteil der BRIC-Länder am weltweiten BIP weit über die 2001 gemessenen 8% hinaus, wobei China allein für über 18% des globalen BIP verantwortlich ist. Das zunehmende wirtschaftliche Gewicht dieser Länder bedeutete auch, dass ihre Steuer- und Geldpolitik einen stärkeren Einfluss auf die globalen Märkte ausübt, genau wie O'Neill es vorausgesehen hatte**.**

**Eine weitere wichtige Vorhersage von O'Neill war, dass sich globale politische Foren wie die G7 weiterentwickeln müssten, um die Interessen und politischen Ziele der aufstrebenden Wirtschaftsmächte einzubeziehen.** Auch diese Prognose erwies sich als zutreffend. Denn während die G7 unverändert blieben, haben die G20 an Bedeutung gewonnen. **Vor allem China und Indien haben ihren Einfluss in Bereichen wie internationale Handelsverhandlungen, Klimaschutzabkommen und Finanzstabilitätsrahmen geltend gemacht.**

**Eine weitere Prognose von O'Neill, die sich jedoch nicht vollständig bewahrheiten sollte, war seine Erwartung, dass sich Brasilien und Russland zu Wirtschaftsmächten entwickeln würden, die China und**

**Indien ebenbürtig sind.** Während er Chinas raschen Aufstieg richtig erkannte, hatten Brasilien und Russland mit wirtschaftlicher Volatilität, politischer Instabilität und strukturellen Herausforderungen zu kämpfen, die ihr langfristiges Wachstum behinderten. Anstatt wie China und Indien zu globalen Konjunkturmotoren zu werden, sind Brasilien und Russland weitgehend rohstoffabhängige Volkswirtschaften mit uneinheitlicher Entwicklung.

*Clearly, the BRICS' symbolic power will grow. The group has been able to tap into the broader Global South's suspicion that post-Second World War global-governance organizations are too Western.*
*It has occasionally been able to present itself as the voice of the emerging and developing world – a category that of course excludes the US and other advanced economies. Insofar as it has reminded everyone that the structure of international institutions does not reflect the global economic shifts over the past 30 years, it has succeeded.*
**Jim O'Neill, 2023**

**Jim O'Neills zweites bahnbrechendes BRIC-Papier „Dreaming With BRICs: The Path to 2050" enthielt mehrere Schlüsselprognosen, die sich bis 2025 als weitgehend zutreffend erwiesen haben.** Eine der wichtigsten Prognosen lautete, dass die BRIC-Volkswirtschaften 2025 mehr als die Hälfte des G6-BIP in US-Dollar, d. h. der G7 ohne Kanada, erwirtschaften würden. Vor allem China hat die Erwartungen übertroffen und seine Wirtschaft hat Deutschland und Japan früher als erwartet überholt. Auch Indien verzeichnete ein robustes Wachstum, das durch die wachsende Zahl der Arbeitskräfte und den zunehmenden technologischen Fortschritt angetrieben wurde.

**Eine weitere wichtige Vorhersage, die sich bewahrheitet hat, ist die zunehmende Bedeutung der BRIC-Länder für die weltweiten Kapitalströme und Investitionsmöglichkeiten.** Die Studie sagte voraus, dass steigende Einkommen und wirtschaftliches Wachstum in diesen Ländern zu einer größeren Nachfrage nach Kapital und ausländischen Direktinvestitionen führen würden. Bis 2025 haben die globalen Investoren ihren Fokus tatsächlich auf die Schwellenländer verlagert, wobei die BRICS-Staaten eine größere Rolle auf den Finanzmärkten, bei der Entwicklung der Infrastruktur und bei Technologieinvestitionen spielen.

## Die diplomatische und politische Entwicklung der BRICS

**Die treibende Kraft hinter der BRICS-Zusammenarbeit kam in den ersten Jahren sowohl von führenden Politikern als auch von der institutionellen Diplomatie.**

*The China-Russia relationship today is hard-earned, and the two sides need to cherish and nurture it. ... China is willing to ... jointly achieve the development and rejuvenation of our respective countries, and work together to uphold fairness and justice in the world.*
**Xi Jinping zu Putin, 2024**

- **Wladimir Putin (Russland):** Russland spielte eine zentrale Rolle bei der Gründung der BRIC und auf dem ersten Gipfel 2009. Putin betrachtete die BRIC(S) als strategisches Gegengewicht zu den vom Westen dominierten Institutionen wie der NATO, der G7 und dem IWF. Er förderte aktiv die wirtschaftliche, sicherheitspolitische und geopolitische Zusammenarbeit zwischen den BRIC(S)-Staaten.

- **Hu Jintao und später Xi Jinping (China):** Unter Hu Jintao war China maßgeblich an der Aufnahme Südafrikas in die BRICS 2010 beteiligt. Später, unter Xi Jinping, richtete China wichtige BRICS-Gipfel aus und trieb die Idee der Ausweitung von BRICS+-Partnerschaften voran.

- **Manmohan Singh und später Narendra Modi (Indien):** Als Indiens Premierminister (2004–2014) war Singh ein früher Befürworter der

finanziellen Zusammenarbeit der BRICS, insbesondere der Gründung der *Neuen Entwicklungsbank* (NDB). Premierminister Narendra Modi sieht in den BRICS eine wichtige Plattform zur Förderung der multilateralen Zusammenarbeit, zur Steigerung des Wirtschaftswachstums und zur Stärkung der Stimme des globalen Südens. Indien betonte auch die Bedeutung von Innovation, Technologie und digitaler Wirtschaft innerhalb der BRICS.

- **Luiz Inacio Lula da Silva und Dilma Rousseff (Brasilien):** Brasilien war unter Präsident Lula (2003–2011) ein wichtiger Befürworter der Zusammenarbeit im globalen Süden. Präsidentin Rousseff (2011–2016) stärkte die Rolle der BRICS in der internationalen Handels- und Finanzpolitik. In seiner dritten Amtszeit hat Präsident Lula die brasilianische BRICS-Präsidentschaft 2025 darauf ausgerichtet, eine multipolare Weltordnung zu fördern, indem er einer inklusiven Global Governance Vorrang einräumt, die De-Dollarization durch sichere Zahlungsplattformen vorantreibt und die Süd-Süd-Zusammenarbeit in Bereichen wie Gesundheit, Klima und künstliche Intelligenz stärkt.

- **Jacob Zuma (Südafrika):** Nach dem Beitritt Südafrikas zu den BRICS im Jahr 2010 setzte sich Präsident Zuma für die Interessen Afrikas innerhalb des Blocks ein. Südafrika war Gastgeber des BRICS-Gipfels in Durban 2013 und ein starker Befürworter der *Neuen Entwicklungsbank* (NDB). Der südafrikanische Präsident Cyril Ramaphosa hat Südafrika als wichtigen Befürworter der Zusammenarbeit des Globalen Südens innerhalb der BRICS positioniert, indem er Wirtschaftspartnerschaften, Multilateralismus und ein größeres Mitspracherecht für Entwicklungsländer in der Weltordnungspolitik hervorhob.

*Der DragonBear ist seit 2013 der Modus Operandi der strategischen Koordination zwischen China und Russland in allen systemrelevanten Bereichen.*
**Velina Tchakarova, ORF, 2023**

**Zwischen 2017 und 2025 entwickelte sich BRICS zu einer strukturierteren Initiative, die darauf abzielte, die globale Governance neu zu gestalten und die wirtschaftliche Dominanz des Westens herauszufordern.** Die NDB öffnete sich für weitere Mitglieder und ermöglichte so neuen Ländern den Zugang zu Finanzmitteln für Infrastrukturprojekte, wodurch sich die finanzielle Reichweite der BRICS vergrößerte. Als Reaktion auf die Fragmentierung des Welthandels verstärkten die BRICS ihre Bemühungen zur De-Dollarization des Handels, indem sie vermehrt in den jeweiligen Landeswährungen abrechneten. Die geopolitischen Veränderungen in diesem Zeitraum, darunter die zunehmenden Spannungen zwischen den USA und China sowie die Sanktionen gegen Russland, haben die Bemühungen der BRICS um die Schaffung eines alternativen Finanz- und Handelsökosystems weiter beschleunigt.

*Es ist egal, ob eine Katze schwarz oder weiß ist, Hauptsache sie fängt Mäuse.*
**Deng Xiaoping**

**Darüber hinaus leiten Präsident Putin und Präsident Xi Jinping seit 2013 persönlich die strategische Koordinierung zwischen China und Russland in allen systemrelevanten Bereichen, eine Zusammenarbeit, die als *DragonBear* bekannt ist.**

### Handelsbeziehungen zwischen Russland und China

| | 2022 | 2023 | 2024 (11 Monate) |
|---|---|---|---|
| **Gesamter Handelsumsatz Russland–China, in Mrd. USD** | 190 | 240 | 223 |
| **Jährliches Wachstum des Handelsumsatzes, in %** | 29,3 % | 26,3 % | 2,1 % |
| **Russischer Handelsüberschuss mit China, in Mrd. USD** | 38,4 | 18,1 | 14,4 |
| **Russischer Handelsüberschuss mit China, in % des Handelsumsatzes** | 20,2 % | 7,5 % | 6,5 % |

Quelle: FRF Think Tank

**Xi:** *Right now, there are changes, the likes of which we haven't seen for 100 years. And we are the ones driving these changes together.*
**Putin:** *I agree. Please take care of yourself, my dear friend.*
**Abschied, Moskau-Besuch von Xi, März 2023**

**Im Laufe der Jahre haben sich die BRICS zu einer strategischen Plattform für wirtschaftliche Zusammenarbeit, politischen Dialog und kulturellen Austausch entwickelt.** Der Gipfel von Johannesburg 2023 markierte einen Wendepunkt mit der Erweiterung der BRICS und der erneuten Konzentration auf die De-Dollarization. Der BRICS-Gipfel 2024 in Kasan war ein wichtiger Schritt zur Stärkung der wirtschaftlichen und finanziellen Zusammenarbeit unter den wachsenden Mitgliedern. **Auf dem Gipfeltreffen wurde das Bekenntnis zur Ausweitung des Handels in den jeweiligen Landeswährungen erneuert.** Die Diskussionen über die Entwicklung einer BRICS-Alternative zu SWIFT kamen voran, und Russland führte Vorschläge für einen rohstoffgestützten Abwicklungsmechanismus an, um den Handel mit Gold, Öl und strategischen Ressourcen zu erleichtern. Darüber hinaus baute die NDB ihre Rolle bei der Finanzierung von Infrastrukturprojekten in den jeweiligen Landeswährungen weiter aus und verringerte damit ihre Abhängigkeit von westlichen Finanzinstituten.

*Vision is the art of seeing what is invisible to others.*
**Jonathan Swift**

**Das Gipfeltreffen in Kasan im Oktober 2024 unterstrich das Engagement der BRICS+ für:**

- eine Reform der Global Governance, durch Forderungen nach Erweiterung des UN-Sicherheitsrats und Reform der globalen Finanzinstitutionen,
- die Verbesserung der Finanz- und Handelsmechanismen, einschließlich der Abwicklung des Handels in Landeswährung und alternativer Investitionsplattformen,
- die Vertiefung der Zusammenarbeit mit dem globalen Süden, insbesondere in Afrika und Lateinamerika und
- die Aufrechterhaltung der geopolitischen Neutralität und die Vermeidung einer direkten Konfrontation mit dem Westen.

**Während der Gipfel den wachsenden Einfluss von BRICS+ hervorhob, bleiben seine strukturellen Widersprüche bestehen:**

- Mangel an institutioneller Kohärenz und politischer Einigkeit,
- unterschiedliche Wirtschaftsmodelle und geopolitische Prioritäten,
- übermäßige Abhängigkeit von China und Russland bei der strategischen Ausrichtung.

*United we stand, divided we fall.*
**Aesop**

Mit Blick auf den BRICS-Gipfel 2025, der im Juli in Rio de Janeiro stattfinden wird, sind die Erwartungen an konkrete Fortschritte bei der Finanzintegration und den Initiativen zur De-Dollarization hoch. **Zu den Hauptthemen werden wahrscheinlich die Umsetzung der grenzüberschreitenden BRICS+-**

**Zahlungssysteme, die Ausweitung der multilateralen Währungs-Swap-Vereinbarungen und weitere Anstrengungen zur Institutionalisierung der finanziellen Autonomie des Blocks gehören.** Es wird erwartet, dass auf dem Gipfel auch geopolitische Neuausrichtungen angesprochen werden, insbesondere im Hinblick auf die US-Zölle und die sich verändernden globalen Handelsmuster. **Da weitere Länder den Beitritt zu BRICS+ anstreben, könnte 2025 ein entscheidender Moment für die Gestaltung einer alternativen Wirtschaftsordnung sein.**

## De-Dollarization: Fortschritte und Herausforderungen

*It is not the strongest of the species that survive, nor the most intelligent, but the one most responsive to change.*
**Charles Darwin**

**Seit Jahrzehnten ist der US-Dollar das Fundament des globalen Finanzwesens und die bestimmende Konstante des internationalen Handels, der Investitionsströme und der Geldpolitik der Staaten**. Die Dominanz des US-Dollars hat nicht nur die wirtschaftliche Vormachtstellung der USA zementiert, sondern Washington auch einen beispiellosen Einfluss auf die Verhängung von Finanzsanktionen und die Steuerung der Geldpolitik gegeben. **Doch die Welt verändert sich, und BRICS+ steht im Zentrum dieses Wandels.**

### Die Kräfte der De-Dollarization

*When America sneezes, the rest of the world catches cold.*
**Redewendung**

**Das Bestreben, die Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern, wird von drei Hauptgründen angetrieben: wirtschaftliche Souveränität, geopolitische Widerstandsfähigkeit und Kosteneffizienz.** Die Dominanz des US-Dollars bedeutet, dass die US-Geldpolitik die globalen Finanzbedingungen diktiert, oft auf Kosten der Schwellenländer. Hohe US-Zinsen verknappen die globale Liquidität und erhöhen die Kreditkosten für Entwicklungsländer, während Schwankungen des US-Dollars zu wirtschaftlicher Instabilität in verschuldeten Volkswirtschaften führen. Für viele BRICS+-Mitglieder ist es zu einer strategischen Notwendigkeit geworden, sich gegen diese externen Schocks abzuschirmen.

*Every night, I ask myself why all countries have to base their trade on the dollar. Why can't we do trade based on our own currencies?*
**Lula da Silva, 2023**

**Geopolitisch gesehen haben die USA den US-Dollar in ein wirtschaftliches Zwangsinstrument verwandelt.** Das Einfrieren der russischen Devisenreserven in Höhe von 300 Mrd. USD im Februar 2022 war eine deutliche Warnung an nicht-westliche Volkswirtschaften: Länder wie China, Iran und Russland, die in der Vergangenheit Ziel von US-Sanktionen waren, suchen nun aktiv nach Alternativen zu SWIFT. Selbst traditionell neutrale Länder, die sich vor Washingtons Fähigkeit fürchten, sie einseitig von der globalen Finanzwelt abzuschneiden, erkunden im Stillen die De-Dollarization als Mittel zur Absicherung gegen künftige geopolitische Risiken.

**Neben Souveränität und Sicherheit bietet die De-Dollarization auch handfeste ökonomische Vorteile.** Durch die Abwicklung des Handels in der eigenen Währung werden Wechselkursschwankungen vermieden und die Transaktionskosten gesenkt. Ideen für rohstoffgestützte

Abwicklungsmechanismen, bei denen der Handel an Gold, Öl oder Seltenerdmetalle gekoppelt ist, erhöhen die finanzielle Stabilität weiter. Dieser Ansatz bietet eine Absicherung gegen Inflation und stellt sicher, dass der BRICS+-Binnenhandel nicht von der Geldpolitik eines einzelnen Landes abhängig ist.

## Aufbau der Finanzinfrastruktur für eine Welt nach dem US-Dollar

*Necessity is the mother of invention.*
**Platon**

**Während eine vollständige Abkehr vom US-Dollar noch ein fernes Ziel ist, setzen die BRICS+-Staaten bereits pragmatische Finanzinnovationen um, um ihre Autonomie zu erhöhen.** Der bilaterale Handel in den jeweiligen Landeswährungen gewinnt an Dynamik. In der zweiten Hälfte 2024 lag im bilateralen Handel zwischen China und Russland der Anteil der beiden nationalen Währungen bei über 95%, während Indien einen Rupien-Rubel-Mechanismus zur Bezahlung von russischem Öl eingeführt hat. In ähnlicher Weise haben Brasilien und China Vereinbarungen getroffen, den Handel direkt in Yuan und Reals abzuwickeln und den US-Dollar zu umgehen. Sogar bei Energietransaktionen, die in der Vergangenheit vom Petrodollar dominiert wurden, gibt es einen Wandel: **Die Vereinigten Arabischen Emirate und Indien haben vor kurzem zum ersten Mal ein Ölgeschäft in Rupien abgewickelt**.

**Als Ergänzung zu diesen Bemühungen entwickelt BRICS+ aktiv alternative Finanznachrichten- und Zahlungssysteme, um SWIFT zu umgehen.** Russland hat mit *BRICS-Bridge* ein grenzüberschreitendes Zahlungssystem, das Transaktionen zwischen den Mitgliedsstaaten erleichtern soll, ohne der US-Aufsicht zu unterliegen, vorgeschlagen. China baut unterdessen sein *Cross-Border Interbank Payment System* (CIPS) aus und positioniert es als direkten Konkurrenten zu SWIFT. Die NDB hat ebenfalls damit begonnen, Kredite in der Landeswährung auszugeben, um die Abhängigkeit von Finanzierungen in US-Dollar zu verringern.

*A house divided against itself cannot stand.*
**Abraham Lincoln**

**Trotz dieser Fortschritte bleibt das Konzept einer gemeinsamen BRICS-Währung schwer fassbar.** Es gab zwar Diskussionen über die Schaffung einer gemeinsamen Reservewährung, die an einen Korb von BRICS+-Währungen und -Rohstoffen gekoppelt ist, doch die technischen und politischen Herausforderungen sind gewaltig. **Auf China allein entfallen 62% des BIP der 10 BRICS+-Staaten, was Bedenken hinsichtlich der Dominanz Pekings in einem möglichen Währungsabkommen weckt.** Unterdessen bleibt Indien vorsichtig und möchte seine finanzielle Souveränität nicht an einen Block abtreten, in dem sein wichtigster geopolitischer Rivale, China, eine führende Rolle spielt.

*In theory, there is no difference between theory and practice. In practice, there is.*
**Yogi Berra**

## BRICS+ und die De-Dollarization der globalen Finanzreserven

**Der BRICS+-Block hat sich zu einem wichtigen Akteur im globalen De-Dollarization-Prozess entwickelt, da seine Mitgliedsstaaten rund 42% der weltweiten Devisenreserven der Zentralbanken kontrollieren.** Während die Gruppe jedoch aktiv ihre Abhängigkeit vom US-Dollar verringert, bleiben ihre alternativen Strategien begrenzt. **Gold ist das wichtigste Substitut für den US-Dollar innerhalb der BRICS+-Reserven, macht aber trotz konsequenter Akkumulation nur 10% der Gesamtreserven aus, was lediglich der Hälfte des weltweiten Durchschnitts entspricht.**

Würden die Zentralbanken der BRICS+-Staaten ihre Goldbestände verdoppeln wollen, würde dies zu einem sprunghaften Anstieg der weltweiten Goldnachfrage führen. In der Zwischenzeit stehen die Bemühungen, die Währungen der BRICS+-Staaten für ausländische Zentralbanken als Währungsreserven nutzbar zu machen, aufgrund der bescheidenen Auslandsverbindlichkeiten des Blocks vor Herausforderungen. Während die BRICS+ für 6% der weltweiten Auslandsverschuldung stehen, beträgt dieser Wert für die USA 21%.

### Langfristige Entwicklung der BRICS+ (exkl. Indonesien), in % der globalen Werte

| | 2000 | 2004 | 2008 | 2012 | 2016 | 2020 | 2024* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **ZB-Währungsreserven der BRICS+** | 20,8% | 28,9% | 42,0% | 44,2% | 42,6% | 41,3% | 42,4% |
| **ZB-Goldreserven der BRICS+** | 4,5% | 5,0% | 5,2% | 10,0% | 16,8% | 17,7% | 22,2% |
| **Handelsvolumen der BRICS+** | 11,4% | 14,6% | 17,9% | 20,8% | 20,4% | 21,0% | 20,4% |
| davon mit anderen BRICS+ Ländern | 20,3% | 21,0% | 22,2% | 25,9% | 26,7% | 27,1% | 27,5% |
| davon mit anderen Schwellenländern | 10,0% | 12,7% | 19,1% | 23,9% | 22,9% | 27,9% | 30,7% |
| davon mit Energieexporteuren aus Schwellenländern | 11,1% | 14,7% | 19,9% | 26,2% | 30,3% | 36,1% | 36,8% |
| davon mit Industrieländern | 9,5% | 12,5% | 15,7% | 19,2% | 19,1% | 20,1% | 18,0% |
| **Anteil der Auslandsverschuldung der BRICS+** | 3,0% | 2,9% | 2,9% | 4,4% | 5,4% | 5,7% | 5,9% |
| **BIP (PPP) der BRICS+** | 20,1% | 22,5% | 26,1% | 29,6% | 32,0% | 34,8% | 36,8% |
| **BIP (nominal) der BRICS+** | 10,3% | 10,9% | 16,7% | 22,4% | 24,2% | 26,0% | 26,3% |
| **Bevölkerung der BRICS+** | 46,8% | 46,5% | 46,1% | 45,6% | 45,2% | 44,7% | 44,0% |

Quelle: IWF, Weltbank, BIZ, SWIFT, Refinitiv, ING, Incrementum AG. *2024 oder zuletzt verfügbar.

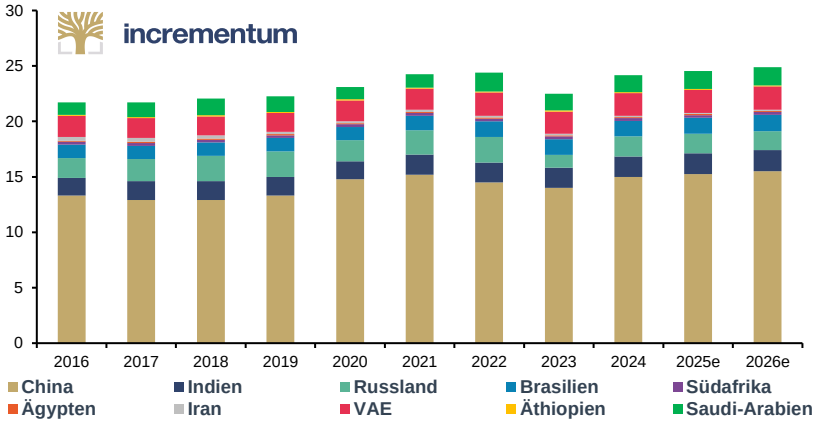
## Die Grenzen der De-Dollarization

**Neben den Finanzreserven bauen die BRICS+ ihren Einfluss auf den Welthandel aus, insbesondere an den Energiemärkten.** Auf den Block entfallen 37% des Treibstoffhandels der Schwellenländer und er positioniert sich damit als wichtiger Motor der handelsbasierten De-Dollarization. Dennoch wird eine größere Ausbreitung seines Einflusses durch strukturelle Faktoren eingeschränkt. Die BRICS+-Länder produzieren etwa 30% des weltweiten Erdöls und damit so viel wie die USA, Kanada und Mexiko zusammen, wobei der Handel nach wie vor überwiegend auf den US-Dollar ausgerichtet ist. Sollte Saudi-Arabien die Einladung zum Beitritt zu BRICS+ annehmen, würde diese Zahl um mehr als ein Drittel auf 42% ansteigen.

**Darüber hinaus machen die BRICS+ nur 20% des Welthandels aus, während der Anteil der Industrieländer bei 60% liegt, was ihre Fähigkeit einschränkt, die Bedingungen des internationalen Handels**

**zu bestimmen.** Während der Handel innerhalb der BRICS+-Staaten zunimmt und nationale Währungen wie der chinesische Yuan immer häufiger verwendet werden, ist die Ausweitung der Verwendung von BRICS+-Währungen bei globalen Transaktionen noch bescheiden. Die Nutzung digitaler Zentralbankwährungen (CBDCs) als Instrument der De-Dollarization ist eher eine langfristige Perspektive als eine unmittelbare Bedrohung für die Dominanz des US-Dollars. **Trotz zunehmender Anzeichen finanzieller Unabhängigkeit sind die BRICS+ weit davon entfernt, die Vorherrschaft des US-Dollars im internationalen Handel und Finanzwesen grundlegend in Frage zu stellen.**

**Anteil der BRICS+ an den weltweiten Exporten, in %, 2016–2026e**




Quelle: ITC Trade Map, F2F Analysis, Incrementum AG

## Hindernisse für eine weitere De-Dollarization

*The more things change, the more they stay the same.*
**Jean-Baptiste Alphonse Karr**

**Trotz der zunehmenden Dynamik stehen einer Abkehr vom US-Dollar mehrere strukturelle Hindernisse im Weg.** Die Größe und Tiefe des US-Finanzsystems bleibt ein starker Anker für den globalen Handel und die Investitionen. Die hohen Zinssätze der Federal Reserve haben die Attraktivität von US-Dollar-Anlagen erhöht und die Schwellenländer von einer zu schnellen Diversifizierung abgehalten. In Ländern wie Brasilien und Südafrika ist der Finanzsektor nach wie vor stark mit den US-Märkten verflochten, was eine abrupte De-Dollarization riskant macht.

*If China and India could resolve their border disputes and develop a closer constructive relationship, both countries would benefit, as would world trade, global economic growth, and the BRICS' effectiveness. China and India could cooperate in many areas, and in ways that would influence the other BRICS and many others throughout the Global South.*
**Jim O'Neill, 2023**

**Darüber hinaus fehlen BRICS+ die institutionellen Mechanismen zur Unterstützung einer vollwertigen alternativen Finanzordnung.** Anders als der IWF verfügt der Block nicht über einen Kreditgeber letzter Instanz, der in Wirtschaftskrisen Liquidität bereitstellen kann. Kredit- und Swap-Vereinbarungen zwischen den BRICS-Ländern sind nach wie vor unterentwickelt, was die finanzielle Integration einschränkt. **Die Abhängigkeit von SWIFT bleibt ein großes Hindernis, da die meisten globalen Transaktionen immer noch über die von den USA kontrollierte Finanzinfrastruktur abgewickelt werden.**

**Die interne Fragmentierung innerhalb der BRICS+ erschwert auch die finanzielle Koordinierung.** China und Indien bleiben geopolitische Rivalen mit ungelösten Grenzstreitigkeiten und konkurrierenden Visionen für die globale Führung, trotz der 2024 erfolgten erfolgreichen Normalisierung ihrer bilateralen Beziehungen. Brasilien und Südafrika sind wirtschaftlich weiterhin eng mit dem Westen verbunden und zögern daher, sich den von China angeführten Finanzinitiativen vollständig anzuschließen. Neue BRICS+-Mitglieder wie die Vereinigten Arabischen Emirate und Ägypten befinden sich in einem prekären Gleichgewicht, da sie enge Sicherheitspartnerschaften mit den USA unterhalten und sich gleichzeitig an den wirtschaftlichen Strategien der BRICS orientieren. Darüber hinaus hat die eingeleitete Annäherung zwischen den USA und Russland seit Beginn der zweiten Amtszeit von Präsident Trump zu einer strategischen Unklarheit innerhalb der BRICS+ geführt. Diese Unsicherheit belastet möglicherweise den internen Zusammenhalt des Blocks, da die Mitgliedstaaten ihre geopolitische Ausrichtung inmitten der sich verändernden Dynamik zwischen den USA und Russland neu bewerten.

## Trumps Rückkehr: Der Joker für die De-Dollarization

*BRICS was put there for a bad purpose... I told them if they want to play games with the dollar, then they are going to be hit by a 100% tariff. The day they mention that they want to do it, they will come back and say - we beg you, we beg you. BRICS is dead since I mentioned that...*
**Donald Trump, 2025**

**Die Rückkehr von Donald Trump in das Amt des US-Präsidenten im Jänner 2025 bringt einen zusätzlichen Unsicherheitsfaktor.** Seine jüngsten Drohungen, Zölle in der Höhe von 100% auf BRICS+-Mitglieder zu erheben, die den US-Dollar ersetzen wollen, könnten die Handelsbeziehungen erheblich beeinträchtigen. China als größter Exporteur in die USA würde am meisten darunter leiden und den laufenden Handelskrieg zwischen den USA und China weiter eskalieren lassen. Indien und Brasilien, die beide enge wirtschaftliche Beziehungen zu den USA unterhalten, könnten gezwungen sein, eine strategische Entscheidung zwischen einer tieferen Integration in die BRICS+ oder der Wahrung ihres Zugangs zu den US-Märkten zu treffen. Unterdessen spiegelt der aktuelle Stand der US-Zölle auf BRICS+-Länder eine zunehmend komplexe Handelslandschaft wider. Seit April 2025 hat Präsident Trump allgemeine Zölle in Höhe von 10% auf Importe aus den meisten Ländern, mit der nennenswerten Ausnahme Russlands, eingeführt, wobei seit dem 3. Mai für bestimmte Sektoren wie Autos, Stahl, Aluminium und Autoteile höhere Zölle von 25% gelten. Besonders aggressiv sind die Zölle auf chinesische Waren, die sich in manchen Fällen auf insgesamt 245% belaufen, woraufhin China mit einer Erhöhung der Zölle auf 125% reagiert hat. Darüber hinaus hat die Trump-Administration Untersuchungen über die Auswirkungen der Einfuhr von Computerchips und Arzneimitteln auf die nationale Sicherheit eingeleitet, was zu weiteren Zöllen in

diesen Sektoren führen könnte. **Diese Maßnahmen haben zu einer erheblichen Marktvolatilität geführt und die Handelsbeziehungen zwischen den USA und den BRICS+-Staaten belastet.**

*Politics makes strange bedfellows.*
**Charles Dudley Warner**

**Für Südafrika und neue BRICS+-Mitglieder wie die VAE und Ägypten birgt Trumps Handelskriegsrhetorik zusätzliche Risiken.** Vergeltungsmaßnahmen aus Washington könnten zu Handelsbeschränkungen, Sanktionen oder der Aussetzung von präferenziellen Handelsabkommen wie dem *African Growth and Opportunity Act* (AGOA) führen, der zollfreien Zugang zu den US-Märkten bietet. **Diese Risiken könnten die De-Dollarization-Dynamik verlangsamen und einige BRICS+-Mitglieder dazu zwingen, vorsichtig zu agieren.** In der Zwischenzeit verkomplizieren die parallelen diplomatischen Bemühungen der Trump-Administration, insbesondere die Annäherung zwischen den USA und Russland und die wiederaufgenommenen Verhandlungen mit dem Iran, die Dynamik der BRICS+-Staaten weiter. Die mögliche Entstehung einer US-amerikanisch-russischen *EagleBear*-Achse – auch wenn sie kurzfristig unrealistisch ist – führt zu strategischer Unsicherheit innerhalb des Blocks, insbesondere falls Moskau geopolitische Flexibilität gegen seine langjährige Ausrichtung auf Peking abzuwägen begänne.

## Die Zukunft: Eine neue Finanzordnung oder ein fragmentierter Übergang?

**Während BRICS+ interne Spaltungen, externen Druck und die logistische Komplexität des Aufbaus eines unabhängigen Finanzsystems meistert, stellt sich nicht die Frage, ob der US-Dollar vollständig ersetzt werden wird, sondern wie viel Einfluss er verlieren wird.** Die Entwicklung alternativer Finanzökosysteme, digitaler Zentralbankwährungen und rohstoffgestützter Handelsmechanismen deutet darauf hin, dass sich die Welt auf ein stärker dezentralisiertes Finanzsystem zubewegt, auch wenn der Übergang nur schrittweise erfolgt.

*Chaos is merely order waiting to be deciphered.*
**Jose Saramago**

Für globale Investoren hat die finanzielle Entwicklung der BRICS+ tiefgreifende Auswirkungen. Ein schwächerer US-Dollar könnte zu größerer Währungsvolatilität führen, die Dynamik der Rohstoffpreise neu gestalten und die Investitionsströme zwischen dem Westen und den Schwellenländern verändern. **Die zunehmende Bedeutung regionaler Zahlungsnetzwerke und digitaler Abwicklungsmechanismen könnte die Vorrangstellung des US-Dollars in Frage stellen und multinationale Unternehmen dazu zwingen, ihr Engagement in der US-Finanzpolitik zu überdenken.**

**Letztlich wird der Erfolg der De-Dollarization von der Fähigkeit der BRICS+ abhängen, eine kohärente Finanzstrategie zu entwickeln, geopolitischen Vergeltungsmaßnahmen standzuhalten und widerstandsfähige Wirtschaftsinstitutionen aufzubauen.** Die Welt ist Zeuge der ersten echten Herausforderung für die Dominanz des US-Dollars seit Jahrzehnten. Die zusätzliche Komplexität von Trumps geopolitischer Strategie, darunter insbesondere die Bemühungen um einen Waffenstillstand in der Ukraine und im Gaza-Streifen, könnte das diplomatische Kalkül der einzelnen BRICS+-

Mitglieder verändern, indem sie Möglichkeiten zum Abschluss von Vereinbarungen schafft und gleichzeitig die strategische Ausrichtung und den Zusammenhalt des Blocks auf die Probe stellt.

## Neue Wege und Chancen bis 2025

**Eine der am meisten diskutierten Strategien innerhalb von BRICS+ ist die Einführung eines rohstoffgestützten Abwicklungsmechanismus.** Dies ist ein Vorschlag, der es den Mitgliedsländern ermöglichen würde, den Handel über ein System abzuwickeln, das durch Sachwerte wie Gold, Nahrungsmittel- und Energierohstoffe sowie Seltenerdmetalle gestützt wird.

*The special relationship between China and Russia ("Chussia") is a powerful one: a marriage of commodities and industry, uniting the largest commodity producer (Russia) and the factory of the world (China), potentially in control of Eurasia.*
**Zoltan Pozsar**

**Damit würde eine stabile Alternative zum US-Dollar geschaffen werden, ohne dass die sofortige Einführung einer gemeinsamen Währung erforderlich wäre.** Durch die Bindung von Transaktionen an Rohstoffe könnte das System die Inflationsrisiken und die spekulative Volatilität mindern, die Fiat-Währungen oft plagen. Es würde den BRICS+-Staaten auch einen gewissen Schutz vor den Schwankungen der US-Geldpolitik bieten, die in der Vergangenheit die Kapitalströme und die wirtschaftliche Stabilität weltweit bestimmt hat. **Ein solches System stößt jedoch auf beträchtliche Hindernisse, darunter die Herausforderung der Preisstabilität auf den Rohstoffmärkten, Liquiditätsengpässe und die Wahrscheinlichkeit westlicher Vergeltungsmaßnahmen, die seine Einführung untergraben könnten.**

*We note the emergence of new centers of power, policy decision-making and economic growth, which can pave the way for a more equitable, just, democratic and balanced multipolar world order.*
**Gipfel von Kasan, 2024**

**Eine weitere wichtige Entwicklung ist die Integration der Blockchain-Technologie in den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr.** Die zunehmende Einführung von Blockchain-basierten Zahlungsnetzwerken, einschließlich Chinas Cross-Border Interbank Payment System (CIPS) und Russlands Initiativen für den digitalen Rubel, ist ein Hinweis darauf, dass die BRICS+-Staaten nach Möglichkeiten suchen, die westliche Finanzdominanz zu umgehen.

**Dieser Wandel ist jedoch nicht ohne Risiken.** Der fehlende regulatorische Zusammenhalt zwischen den BRICS+-Staaten könnte die Skalierbarkeit von Blockchain-Zahlungen behindern, während die Bedrohung durch ökonomische Vergeltungsmaßnahmen des Westens wie etwa die Sanktionierung von Blockchain-Plattformen, die Transaktionen außerhalb des US-Dollars ermöglichen, eine kritische Herausforderung bleibt.

*BRICS was never meant to be against anyone. The Indian Prime Minister put it aptly of late when he had said that BRICS is not an anti-western group but it's just a non-western group.*
**Wladimir Putin, 2024**

**Trotz dieser externen Herausforderungen treibt BRICS+ die Entwicklung konkreter Lösungen zur Stärkung der finanziellen Unabhängigkeit weiter voran.** Ein wichtiger Pfeiler dieser Bemühungen ist die Einrichtung eines multilateralen Währungs-Swap-Systems, das es den Zentralbanken ermöglicht, Liquidität in lokalen Währungen bereitzustellen, anstatt sich auf den US-Dollar zu verlassen. Dieser Mechanismus wurde bereits zwischen China und Russland sowie zwischen Indien und den Vereinigten Arabischen Emiraten erprobt und signalisiert eine breitere Entwicklung hin zu

lokalisierten Finanzvereinbarungen. Darüber hinaus werden regionale Zahlungsnetzwerke, wie das indische Unified Payments Interface (UPI), als potenzielle Modelle für Transaktionen zwischen den BRICS-Staaten in Betracht gezogen. **Diese Entwicklungen sind zwar wichtige Schritte in Richtung finanzieller Autonomie, stellen aber noch keine Herausforderung für das bestehende globale Währungssystem dar.** Der US-Dollar ist nach wie vor fest verankert, und trotz der zunehmenden Verwendung nationaler Währungen innerhalb der BRICS+-Länder wird ein erheblicher Anteil der weltweiten Transaktionen nach wie vor über SWIFT abgewickelt und in US-Dollar beglichen.

| | |
|---|---|
| **Globale geopolitische** | Abgesehen von internen Problemen agiert BRICS+ in einem sich rasch |
| **Ukraine-Krieg** | Die westlichen Sanktionen gegen Russland führen zu einer Spaltung der |
| **Nahost-Konflikte** | Die Mitgliedschaft des Iran an BRICS+ erhöht die Spannungen, insbesondere |
| **Afrikas wachsende** | Das Ringen zwischen den USA, China und Russland um Einfluss in Afrika |
| **Geopolitische Implikationen** | Der Erfolg von BRICS+ bei der Verringerung der Abhängigkeit vom US-Dollar |
| **Für die USA** | Der Verlust der Dominanz des US-Dollars könnte den geopolitischen Einfluss |
| **Für globale Märkte** | Der Übergang zu neuen Systemen kann die Volatilität der Märkte erhöhen und |
| **Für Entwicklungsländer** | BRICS+ könnte zu einem Modell für Schwellenländer werden, die ihr |
| **Globale Wirtschaftskrisen** | Eine schwere Rezession oder finanzielle Instabilität könnte die Länder zu |
| **Technologische** | Blockchain und digitale Zentralbankwährungen (CBDCs) bieten neue |
| **Geopolitische** | Eine Erweiterung der BRICS-Mitgliedschaft oder Veränderungen in den |

Quelle: Velina Tchakarova

*Same bed, different dreams.*
**Chinesisches Sprichwort**

**Mit Blick auf die Zukunft stehen die BRICS+ vor einem entscheidenden Moment in ihrer Entwicklung.** Die Erweiterung der Gruppe bringt mehr wirtschaftliche Schlagkraft, aber auch interne Widersprüche mit sich. Indien ist nach wie vor vorsichtig, was die Führungsrolle Chinas innerhalb des Blocks angeht, da es den wachsenden Einfluss Pekings fürchtet. Ähnlich verhält es sich mit Saudi-Arabien, das zwar Interesse an BRICS+ zeigt, aber weiterhin enge finanzielle und sicherheitspolitische Bindungen zu den USA unterhält. Die Aufnahme des Irans macht die Sache noch komplizierter, da seine geopolitische Position weitere westliche Sanktionen gegen BRICS-Institutionen auslösen könnte. Diese internen Divergenzen könnten die Entscheidungsfindung verlangsamen und die Umsetzung einer einheitlichen Finanzstrategie behindern.

*The price of doing the same old thing is far higher than the price of change.*
**Bill Clinton**

**Die langfristigen Auswirkungen der BRICS+-Initiativen werden davon abhängen, wie effektiv die Gruppe diese Herausforderungen meistert.** Bei Erfolg könnte BRICS+ zum Rückgrat eines multipolaren Finanzsystems werden und den Schwellenländern eine Alternative zum US-Dollar-zentrierten Modell bieten. Dieser Übergang würde nicht über Nacht stattfinden, aber schrittweise Veränderungen wie der Bedeutungszuwachs von rohstoffgestützten Handelsabwicklungen, Blockchain-gesteuerten Finanzökosystemen und die Ausweitung der Finanzierung in der jeweiligen Landeswährung könnten die Hegemonie des US-Dollars allmählich untergraben.

## Geopolitischer Ausblick

*He who rides a tiger is afraid to dismount.*
**Chinesisches Sprichwort**

**Während der US-Dollar weiterhin die dominierende Rolle im internationalen Zahlungsverkehr einnimmt, nimmt seine Bedeutung als Reservewährung schrittweise ab. Im Jahr 2025 könnte sich die BRICS+-Währungsinitiative eher zu einem multi-vermögenswertbasierten Abwicklungssystem entwickeln als zu einer echten monetären Alternative.** In ihrer Struktur könnte sie lose an die Sonderziehungsrechte (SZR) des Internationalen Währungsfonds (IWF) angelehnt sein und auf einem Korb aus nationalen Währungen, Gold, Rohstoffen und digitalen Vermögenswerten basieren. Dieses System könnte es teilnehmenden Staaten ermöglichen, den US-Dollar im Außenhandel zu umgehen und westliche Sanktionen zu unterlaufen. Das trifft insbesondere auf Transaktionen mit Staaten wie Russland und den Iran zu, vor allem dann, wenn die jüngsten geopolitischen Annäherungsversuche der USA gegenüber Moskau scheitern oder die Verhandlungen mit Teheran hinsichtlich seines Atomprogramms und der erheblichen Spannungen mit Israel keine substanziellen Ergebnisse liefern. In einem solchen Szenario könnten Russland und der Iran ihre Anbindung an BRICS+-Finanzmechanismen als Gegengewicht zum westlichen Druck vertiefen.

*Divide et impera.*
**Lateinisches Sprichwort**

Die Glaubwürdigkeit dieses Systems könnte jedoch durch den anhaltenden Rückgang der RMB-Reserven, volatile makroökonomische Rahmenbedingungen in den BRICS-Staaten sowie das Fehlen rechtlicher Sicherheiten und institutionellen Vertrauens erheblich eingeschränkt werden. **Auch wenn ein solches System es sanktionierten oder isolierten Volkswirtschaften ermöglichen könnte, den Handel über Tauschgeschäfte aufrechtzuerhalten, dürfte es kaum die Transparenz, Konvertibilität und globale Akzeptanz bieten, die notwendig wären, um das bestehende US-Dollar-System ernsthaft herauszufordern.**

*If everyone is moving forward together, then success takes care of itself.*
**Henry Ford**

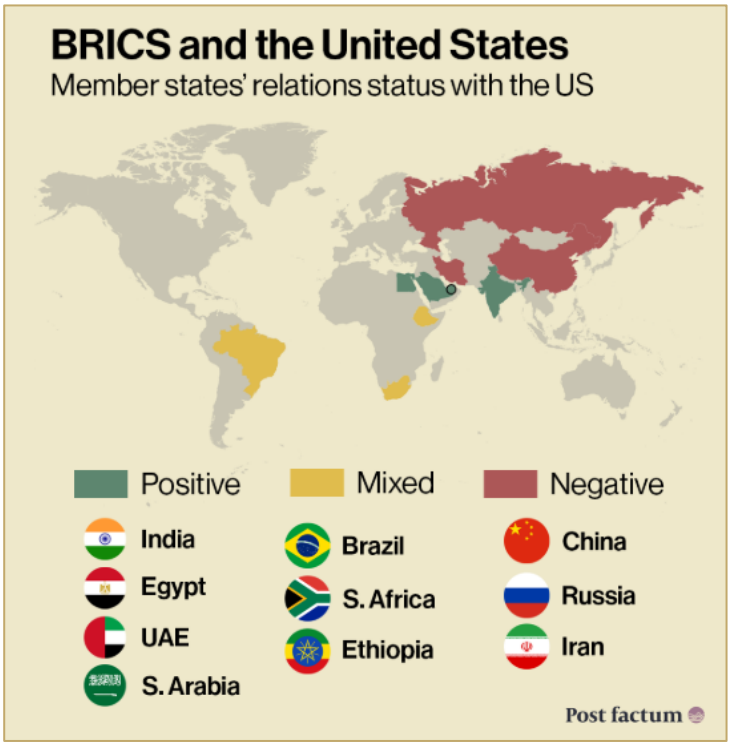
**Die hypothetische Entstehung eines *EagleBear*-Blocks – wie zerbrechlich oder taktisch auch immer – hat bereits begonnen, die globale Wahrnehmung umzugestalten.** Da sich überschneidende Interessen in den Bereichen Rüstungskontrolle, Energiekoordination und regionale Stabilisierung abzeichnen, wird das Konstrukt des *DragonBears*, das eine enge chinesisch-russische Ausrichtung symbolisiert, nun in Frage gestellt. Für BRICS+ führt diese Verschiebung zu strategischer Ambiguität. Wenn Moskau sich von Peking distanziert, könnte die geopolitische Kohärenz von BRICS+ geschwächt und seine Rolle als einheitliches Gegengewicht zum Westen untergraben werden. Kleinere Mitglieder wie Südafrika, die Vereinigten Arabischen Emirate und Ägypten könnten sich einem erhöhten Druck ausgesetzt sehen, ihre Loyalitäten zu klären, insbesondere wenn Washington die bilateralen Sicherheits- und Handelspartnerschaften mit ausgewählten BRICS+-Staaten stärkt.

*As we Chinese often say, "A man of virtue regards righteousness as the greatest interest." It is for our shared pursuit and for the overarching trend of peace and development that we BRICS countries have come together.*
**Xi Jinping, BRICS-Gipfel, 2024**

**Der sich verschärfende Handelskrieg zwischen den USA und China hat eine Zweiteilung des globalen Wirtschafts- und Handelssystems mit kaskadenartigen Auswirkungen auf die internationalen Beziehungen ausgelöst.** Da die Zölle auf chinesische Waren auf 245% steigen und Vergeltungsmaßnahmen folgen, fragmentieren sich die Lieferketten. Die Weltwirtschaft wird zunehmend durch konkurrierende Einflusssphären bestimmt.[47] In diesem geopolitischen Umfeld geraten die BRICS+-Mitglieder zunehmend unter Druck, sich für eine Seite zu entscheiden. Indien und Brasilien, die sowohl mit China als auch mit den USA enge wirtschaftliche Beziehungen unterhalten, sind geopolitischem Gegenwind besonders ausgesetzt. **Ihre strategische Ambivalenz könnte die Entscheidungsfindung der BRICS+-Mitglieder einschränken, da die internen Spaltungen angesichts des externen Drucks immer deutlicher werden.**

**Darüber hinaus nehmen die Konturen eines neuen Kalten Krieges zwischen dem US-geführten Westen und dem DragonBear-Bündnis Gestalt an, wobei die BRICS+-Länder in der Mitte stehen.**[48] Während einige Mitglieder ihre multipolaren Ambitionen verstärken könnten, könnten sich andere dafür entscheiden, sich abzusichern oder sich von Initiativen zurückzuziehen, die als antagonistisch gegenüber dem Westen wahrgenommen werden. Die Fähigkeit des Blocks, ein alternatives Governance-Modell zu den westlich geführten Institutionen zu bieten, wird von seiner Fähigkeit abhängen, in dieser Ära verschärfter Rivalität den Zusammenhalt zu wahren.

**Die Beziehung der einzelnen BRICS+-Mitgliedstaaten zu den USA**




Quelle: Factum

[47] Siehe Tchakarova, Velina: „Bifurcation of the Global System"
[48] Siehe Tchakarova, Velina: „Trump, the DragonBear, and the Global Order: Why the World Is Splitting in Two", YouTube, 5. April 2025

*There is nothing more difficult to take in hand, more perilous to conduct, or more uncertain in its success than to take the lead in the introduction of a new order of things.*
**Niccolo Machiavelli**

BRICS+ steht an einem Scheideweg zwischen Entwicklung und Fragmentierung. Sie haben die G7 an wirtschaftlicher Größe übertroffen, kontrollieren wichtige Ressourcen und haben sich zu einer Stimme für den globalen Süden entwickelt. Ihre institutionellen Schwächen, ihre finanzielle Abhängigkeit von den westlichen Märkten und ihre internen Divergenzen schränken jedoch ihre Wirksamkeit ein.

**Um eine echte Alternative zur westlich geprägten Ordnung zu werden, müssen die BRICS+ folgende Hindernisse beseitigen:**

- Entwicklung eines strukturierten finanziellen und ökonomischen Rahmenwerks, das über symbolische Aussagen hinausgeht.
- Stärkung der Handels- und Investitionsströme innerhalb der BRICS+-Länder, um die Abhängigkeit von den Außenmärkten zu verringern.
- Gleichgewicht zwischen Chinas wirtschaftlicher und geopolitischer Dominanz durch eine gerechtere Verteilung der Führungsrolle des DragonBears.
- Schaffung einer geopolitischen Vision, die die verschiedenen Mitglieder auf gemeinsame Ziele ausrichtet.

*Recalling the 2023 Johannesburg II Declaration we reiterate our strong belief that multilateral cooperation is essential to limit the risks stemming from geopolitical and geo-economic fragmentation and commit to intensify efforts in areas of mutual interest, including but not limited to, trade, poverty and hunger reduction, sustainable development, including access to energy, water and food, fuel, fertilizers as well as mitigating and adapting to the impact of climate change, education, and health, including pandemic prevention, preparedness and response.*
**Gipfelerklärung von Kasan, 2024**

**Zweifelsohne konnte sich BRICS+ mittlerweile als eine wichtige geopolitische und wirtschaftliche Kraft positionieren, die die globalen Finanzströme, die technologische Zusammenarbeit und die multilateralen diplomatischen Bemühungen der Schwellenländer aktiv mitgestaltet.** In dem Bestreben, ein Gegengewicht zur finanziellen und geopolitischen Dominanz des Westens zu schaffen, muss BRICS+ mit divergierenden Wirtschaftssystemen, externem Druck seitens der USA und internen Brüchen fertig werden. Während die Schaffung einer einheitlichen BRICS-Währung ein erstrebenswertes langfristiges Ziel bleibt, sind pragmatische Schritte wie rohstoffgestützte Abrechnungsmechanismen, Blockchain-fähige Zahlungsnetzwerke und ein verstärkter Handel in nationalen Währungen bereits im Gange und legen den Grundstein für ein dezentrales Finanzsystem.

**Die geopolitische Dimension der finanziellen Entwicklung von BRICS+ kann nicht ignoriert werden, insbesondere mit der Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus**. Die ausdrücklichen Drohungen seiner Regierung, Zölle von 100% auf BRICS-Staaten, die den US-Dollar ersetzen wollen, zu erheben, stellen eine direkte Konfrontation mit den wirtschaftlichen Bestrebungen des Blocks dar. Ein solcher Schritt hätte tiefgreifende Folgen für den Welthandel, insbesondere für China, das nach wie vor der größte Exporteur in die USA ist. Ein erneuter Handelskrieg könnte Pekings Bemühungen um eine beschleunigte De-Dollarization verstärken und die wirtschaftliche Zweiteilung zwischen dem Westen und dem entstehenden multipolaren Finanzsystem weiter vertiefen. In der Zwischenzeit befinden sich Indien und Brasilien in einem heiklen Balanceakt, da beide Länder enge Handelsbeziehungen mit den USA unterhalten und möglicherweise zögern, sich voll und ganz auf eine Anti-US-Dollar-Agenda einzulassen, die ihre wirtschaftlichen Interessen gefährden könnte.

**Die Frage einer einheitlichen BRICS-Währung wird zwar häufig diskutiert, bleibt aber spekulativ. Im Gegensatz zur Eurozone, die Jahrzehnte brauchte, um eine monetäre Integration zu erreichen, fehlt**

**es den BRICS+ an dem für eine einheitliche Währung erforderlichen institutionellen Zusammenhalt und der wirtschaftlichen Konvergenz.** Die ökonomische Dominanz Chinas, das 62% des BIP der BRICS+-Staaten erwirtschaftet, schafft ein Machtungleichgewicht, das kleinere Volkswirtschaften nur schwer überwinden können. Darüber hinaus machen divergierende Geldpolitiken, Handelsungleichgewichte und geopolitische Ungleichgewichte die Aussicht auf eine gemeinsame Währung der BRICS in naher Zukunft unwahrscheinlich. **Stattdessen dürfte eine schrittweise Vorgehensweise Schritte wie bilaterale Währungs-Swap-Vereinbarungen, regionale Clearingstellen und die Ausweitung digitaler Zahlungsnetzwerke die wichtigsten Mechanismen für die De-Dollarization sein.**

*Brick for brick they built their walls against us. They learned the lesson from us. The villainy we taught them they practiced on us.*
**Franklin D. Roosevelt**

**Mit Blick auf die Zukunft sind die geopolitischen und geoökonomischen Auswirkungen der Finanzinitiativen von BRICS+ tiefgreifend.** Eine erfolgreiche De-Dollarization-Strategie würde die Fähigkeit der USA zur Verhängung einseitiger Sanktionen untergraben, ihren globalen finanziellen Einfluss schwächen und die Dynamik des internationalen Handels neu gestalten. Gleichzeitig wird der Übergang zu einem multipolaren Finanzsystem die Marktvolatilität erhöhen und neue Risiken für Investoren und multinationale Unternehmen mit sich bringen.

**Letztlich ist BRICS+ nicht nur ein Wirtschaftsblock, es ist eine geopolitische Antithese, eine Absichtserklärung, die globalen Machtstrukturen neu zu definieren.** Auch wenn die finanzielle Unabhängigkeit vom US-Dollar noch in Arbeit ist, ist die Richtung klar: Die Welt bewegt sich auf eine stärker dezentralisierte, multipolare Wirtschaftsordnung zu, und BRICS+ ist dabei führend. Ob es ihr gelingt, die globale Finanzlandschaft grundlegend umzugestalten, oder ob sie eine Ansammlung fragmentierter Initiativen bleibt, wird von ihrer Fähigkeit abhängen, interne Spaltungen zu überwinden, externem Druck standzuhalten und widerstandsfähige, skalierbare Finanzinfrastrukturen aufzubauen.

Elementum®
INTERNATIONAL AG

# 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.

**Elementum International AG · Marktgasse 4 · 6460 Altdorf · Switzerland**
+41 41 589 6932 • info@elementum-international.ch • www.elementum-international.ch

Elementum 7 STERNE Privat Strategie

Wir sind zertifizierter Lieferant von Gold und Silberbarren der Prägestätte Umicore und Heraeus.

umicore materials for a better life

Heraeus

# Systemrivalität im Fokus: Wohin steuert China?

*Wenn der Wind der Veränderung weht, bauen die einen Mauern und die anderen Windmühlen.*

**Chinesisches Sprichwort**

- **Machterhalt als Schlüsselmotiv: Sowohl die Reform- und Öffnungspolitik unter Deng Xiaoping sowie die zentralisierte und nationalistische Politik unter Xi Jinping sind Ausdruck der beständigen Anreizstruktur der KPCh, ihre Macht und Legitimität zu sichern.**
- **Erste Transformation (ab 1978): Deng Xiaoping leitete die Reform- und Öffnungspolitik und damit eine Ära wirtschaftlicher Liberalisierung ein, die China in die globale Wirtschaft integrierte und die Globalisierung der letzten Jahrzehnte prägte. Diese Politik markierte Chinas friedlichen Aufstieg.**
- **Zweite Transformation (ab 2012): Mit Xi Jinping begann eine strategische Neuausrichtung, die eine stärkere ideologische Kontrolle, die Rückbesinnung auf Marxismus-Leninismus und den Ausbau staatlicher Kontrolle über Schlüsselindustrien priorisiert. Zudem verfolgt Xi eine zunehmend rivalisierende Politik gegenüber dem Westen.**
- **Systemische Konkurrenz: Xi Jinping verfolgt eine Politik, die Chinas wirtschaftliche und technologische Eigenständigkeit stärkt und die globale Machtbalance in Handel und Innovation neu definiert.**
- **Parallele Globalisierung: Mit Initiativen wie der Neuen Seidenstraße (Belt-and-Road-Initiative) schafft China ein alternatives globales Netzwerk. Die Strategie dient der Vertiefung wirtschaftlicher Verflechtungen im globalen Süden und reduziert zugleich die Abhängigkeit von westlichen Märkten.**
- **Technologische Führungsrolle und industrielle Strategie: China hat in Schlüsselindustrien wie Elektromobilität, erneuerbaren Energien und High-Tech eine globale Spitzenposition erreicht. Durch intelligente Industriepolitik und strategische Investitionen ist es in zentralen Bereichen zum Innovationsmotor avanciert und hat den Westen in mehreren Technologiefeldern überholt.**
- **Gold boomt sowohl unter Privatanlegern als auch der PBoC: Privatanleger ersetzen Immobilien zunehmend durch Gold, während die PBoC ihre Bestände als Schutz vor geopolitischen Risiken und zur Reduzierung der Abhängigkeit vom US-Dollar ausbaut.**

# Einleitung

*History tells us that China and the US stand to gain from cooperation and lose from confrontation.*
**Mao Ning, Sprecher des chinesischen Außenministeriums**

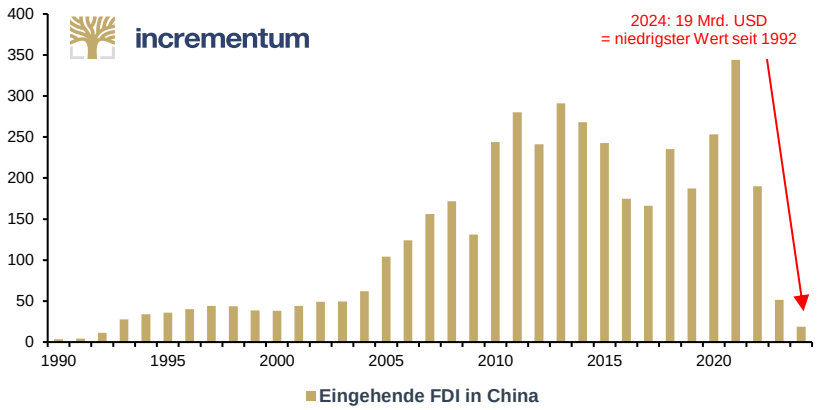
Wir schreiben den 17. Jänner 2025. Donald Trump, zurück an der Schwelle zur Macht, wählt wenige Tage vor seiner erneuten Amtseinführung die Fernsprechleitung nach Peking. Das Telefonat, so raunen die Übermittlungskanäle, sei überraschend freundlich gewesen; Trump lobt das Gespräch gar als „a very good one". Zwei Antipoden – vereint zumindest für den Moment in der pathetischen Absicht, „to make the World more peaceful and safe!" Handelt es sich dabei um bloße Versöhnungsfloskeln? Rhetorische Schaumkronen auf dem Ozean geopolitischer Strömungen?

*We've been ripped off by China for a long time.*
**Donald Trump**

**Jedenfalls wurden hier andere Töne angeschlagen als noch 2018.** Mit einem Stück ökonomischen Improvisationstheaters, beleuchtet von den Scheinwerfern einer patriotischen Inszenierung, hob Donald Trump damals den Vorhang für den Handelskrieg mit China, wo sprunghafte Zollerhöhungen und willkürlich verhängte Handelshemmnisse zu erheblichen Irritationen im globalen Handel führten. Unternehmen hielten sich angesichts der Unsicherheiten mit Investitionen zurück, da Zölle die Produktionskosten in die Höhe trieben und globale Lieferketten ins Stocken brachten. Konsumgüter wurden teurer und während der US-Dollar zum Fluchtpunkt jener Unsicherheiten wurde, belastete sein Erstarken die Exportwirtschaft zusätzlich. Die Federal Reserve sah sich 2019 folglich gezwungen, durch einen Zinssenkungs-Hattrick den Schatten von der Konjunktur zu nehmen.

**Die impulsiven Volten Trumps stießen auf ein chinesisches Gegenüber, dessen Pläne nicht in Wochen- oder Monatszyklen, sondern in Dekaden gedacht sind.** Unter Bidens Regie wurde der Konflikt zwar weniger erratisch, aber nicht minder entschlossen weitergeführt – **denn die grundlegende geopolitische Tektonik hat sich mit Amtsantritt Xi Jinpings im Jahr 2012 spürbar verschoben.** Die intensive wirtschaftliche Verflechtung zwischen China und dem Westen zeigt zusehends Risse im Gefüge. Angesichts umfassender chinesischer Maßnahmen wie der strikten Regulierung von Technologieunternehmen, der Zerschlagung von Marktmonopolen und der verstärkten Kontrolle von Datenflüssen sowie US-Beschränkungen, wie etwa Präsident Bidens Verbot von US-Investitionen in strategische chinesische Technologien wie Halbleiter, Quantencomputer und KI im Jahr 2023 zum Schutz der nationalen Sicherheit, sehen sich immer mehr multinationale Unternehmen dazu gezwungen, ihre China-spezifischen Risiken aktiv zu managen.

**Eingehende FDI in China, in Mrd. USD, 1990–2024**




Quelle: Chinese State Administration of Foreign Exchanges (SAFE), Incrementum AG

*Cold War II is worse. From a technological vantage point, it's also worse because we have the nuclear weapons of Cold War I […], but we also have a lot of things that they didn't have in Cold War I from artificial intelligence to maybe quantum computing.*
**Niall Ferguson**

**Es bedarf dringlich – aus politischer, unternehmerischer wie auch aus Investoren-Perspektive – eines tieferen Verständnisses für das China unter Xi Jinping.** Die westlichen Narrative oszillieren angesichts dessen, was sich in Fernost zusammenbraut, zwischen beschwichtigender Hoffnung und Alarmismus. Doch welche Faktoren bestimmen Chinas Kurs? Welche Herausforderungen bedrohen die Stabilität des Landes? Wie fest ist das Machtgefüge um Xi Jinping und die Kommunistische Partei Chinas (KPCh)?

## Die Säulen des Herrschaftsmonopols der KPCh

*Ideas and ideologies matter, and institutions play a major role in determining just how much they matter. Ideas and ideologies shape the subjective mental constructs that individuals use to interpret the world around them and make choices.*
**Douglass C. North**

**Im Mittelpunkt dieser Betrachtung steht die KPCh bzw. ihr Parteiführer als zentral handelnder Akteur mit einer klar definierbaren Anreizstruktur.** Dieser Ansatz ist in der Tradition der politischen Ökonomie verankert und zugleich eng verwandt mit Ludwig von Mises' Konzept des „acting man". Chinas geopolitische Strategie und innenpolitisches Handeln erscheinen in einem anderen Licht, sobald man sie als Ausdruck des Bestrebens der KPCh deutet, ihren Machterhalt zu sichern. Legitimation spielt dabei eine entscheidende Rolle und stützt sich auf mehrere Säulen:

- **Ideologie**: Sie dient einerseits dazu, „dem Individuum eine einheitliche und bewusste Weltanschauung zu vermitteln", die u. a. die Notwendigkeit der Vormachtstellung der KPCh begründet. Andererseits fungiert sie als Organisationskommunikation, die darauf abzielt, innerhalb der Partei eine klare und einheitliche Handlungsorientierung zu schaffen und die Weltanschauung in konsistente Aktionen zu übersetzen. Die KPCh zählt 100 Millionen Mitglieder.[49]
- **Performance-Legitimation:** Die Regierung rechtfertigt ihre Herrschaft durch wirtschaftliche Erfolge und die Verbesserung des Lebensstandards.

[49] Marx und Engels argumentierten im Kommunistischen Manifest, dass die Diktatur des Proletariats notwendig sei, um die Bourgeoisie zu überwinden und eine klassenlose Gesellschaft zu schaffen. Lenin griff diesen Gedanken auf und entwickelte die Idee der Avantgardepartei, die als führende Kraft die revolutionären Interessen des Proletariats vertreten müsse. Die Unterscheidung zwischen purer und praktischer Ideologie (hier: Weltanschauung vs. Organisationskommunikation) findet sich bei: Schurmann, Franz: Ideology and Organization in Communist China, 1966, S.22.

- **Soziale Stabilität und Sicherheit:** Spannungen werden durch Stabilitätspolitik, Überwachung und repressive Maßnahmen kontrolliert, um Chaos wie in der Kulturrevolution zu verhindern. Zugleich bleibt der soziale Ausgleich als kommunistisches Ideal zentral, um Ungleichheit zu begrenzen und Konflikte zu vermeiden.
- **Geopolitische Legitimation:** Der nationale Aufstieg und Chinas Rolle in der Weltpolitik stärken die Legitimität der Führung.

*稳定压倒一切*
*(Stabilität ist das oberste Gebot.)*
**Deng Xiaoping**

Die Säulen der Legitimation wirken nicht isoliert, sondern stehen in einem Spannungsverhältnis zueinander, was oft Zielkonflikte erzeugt. Die folgenden Abschnitte widmen sich der Analyse der beiden zentralen Transformationen Chinas der letzten 50 Jahre – die Reform- und Öffnungspolitik ab 1978 sowie die Neuausrichtung unter Xi Jinping ab 2012 – vor dem Hintergrund der genannten Legitimitätssäulen und ihrer wechselseitigen Dynamiken.

## Stärkung der Legitimationsbasis durch wirtschaftliche Reformen ab 1978 und das goldene Zeitalter der Globalisierung

*Es ist egal, ob eine Katze schwarz oder weiß ist, solange sie Mäuse fängt.*
**Deng Xiaoping**

**Nach dem Tod Mao Zedongs im Jahr 1976 befand sich China in einem Zustand tiefgreifender Unsicherheit, in dem die Gesellschaft auf den Trümmern ideologischer Exzesse balancierte.** Der „Große Sprung nach vorn" (1958–1961) und die Kulturrevolution (1966–1976) hatten sich als furiose Selbstdemontagen erwiesen, als historische Bumerangs, die nicht nur die ökonomischen Grundlagen des Landes untergruben, sondern auch die soziale Textur durch ein Klima aus generalisiertem Misstrauen und systematischer politischer Paranoia zersetzten. Folgende Tabelle zeigt den damaligen Status quo der Legitimationsgrundlagen:

| Säule | Bewertung | Status quo |
|---|---|---|
| Ideologie | schwach | (drohender) Verlust des Glaubens an den Maoismus und Marxismus-Leninismus<br>(drohende) Fragmentierung innerhalb der KPCh<br>Zweifel an der Ein-Parteien-Herrschaft |
| Performance-Legitimation | schwach | wirtschaftliche Stagnation und weit verbreitete Armut<br>Ineffizienz der Planwirtschaft, Produktionsausfälle und mangelnde technologische Entwicklung |
| Soziale Stabilität und Sicherheit | schwach | gesellschaftliche Traumata und Fragmentierung durch die Kulturrevolution<br>tiefes Misstrauen zwischen Bürgern und Regierung sowie innerhalb der Gesellschaft<br>verbreitete Armut<br>lokale Unruhen und Proteste |
| Geopolitische Legitimation | schwach | internationale Isolation, insbesondere nach der Spaltung mit der Sowjetunion<br>geringer Einfluss in der globalen Politik<br>regionale Rivalitäten und militärische Rückständigkeit |

Quelle: Incrementum AG

Die Machtübernahme Deng Xiaopings im Jahr 1978 fiel in eine Zeit, in der die KPCh von inneren Spannungen und Unsicherheiten geprägt war. Zwar existierte kein offen sichtbares revolutionäres Gegenlager, doch die Befürchtung, dass ein noch so kleines Auslöseereignis das brodelnde Unbehagen in einen Flächenbrand verwandeln könnte, hielt die Parteiführung in ständiger Alarmbereitschaft. **Es lag über dem Land der Imperativ – und Deng erkannte ihn –, durch Reformen jene ökonomische Dynamik zu erzeugen, die geeignet schien, die Erosion der legitimatorischen Grundlagen aufzuhalten und einen Vorwärtsimpuls zu ermöglichen.**

## Trial-and-Error: Der pragmatische Reformkurs Deng Xiaopings

*摸着石头过河*
*(Den Fluss überqueren, indem man die Steine ertastet.)*
**Deng Xiaoping / Chen Yun**

**Deng Xiaoping leitete in den Folgejahren die als Reform- und Öffnungspolitik (改革開放, gǎigékāifàng) bekannt gewordenen wirtschaftlichen und politischen Neuerungen ein.** Im Zentrum stand ein pragmatischer Trial-and-Error-Ansatz: Sonderwirtschaftszonen wie Shenzhen wurden zu Laboratorien vorsichtiger marktwirtschaftlicher Experimente und dezentraler Reforminitiativen. Ohne die fragile politische Stabilität zu gefährden, schuf Deng so Inseln des Fortschritts, deren dynamische Erfolge als Blaupausen für die schrittweise Öffnung dienten. Es war eine zweigleisige Reformpraxis, die auf einem kontrollierten Zusammenspiel von zentralstaatlicher Autorität und dezentraler Reforminitiative aufbaute und Raum für konkurrierende Ansätze sowie Anpassungen bei Fehlentwicklungen schuf.

So formierte sich durch die Einführung planexterner, nicht-staatlicher Wirtschaftssektoren ein duales Gefüge, ein Nebeneinander von marktwirtschaftlichen, pulsierenden Innovationsräumen und zentraler Planung, wobei der Anteil der Planwirtschaft schrittweise zurückgefahren wurde („Herauswachsen aus dem Plan“).[50] Zugleich setzte der gezielte Ausbau des Exports, befeuert durch Kapital aus Hongkong und Übersee, die Mechanismen globaler Verflechtung in Gang, die Chinas Wirtschaft immer neue Wachstumsschübe bescherten.

*[Die Partei] verschreibt ihrem Volk alle paar Jahre, manchmal alle paar Monate – je nachdem, wann es nötig ist – das Vergessen, das totale Vergessen.*
**Kai Strittmacher**

Doch offenbarte dieser gradualistische Reformkurs nicht mit schneidender Klarheit: Die Planwirtschaft versagte, während die Marktwirtschaft sich als funktional erwies? **War der Griff nach den Werkzeugen des ideologischen Gegners nicht eine subtile Kapitulation vor der Methodik des Systemrivalen?**

## Die Legitimitätssäulen im Check

Diese Fragen zeigen den schmalen Grat, auf dem man sich bewegte. **Die Wirtschaft boomte, die Performance-Legitimation war gestärkt.** Doch wie sah es mit Blick auf die anderen Legitimitätssäulen aus?

*We must integrate the universal truth of Marxism with the concrete realities of China, and blaze a path of our own and build a Socialism with Chinese Characteristics.*
**Deng Xiaoping**

**Die KPCh investierte erhebliche Mittel in die Ideologie. Es war eine Phase ideologischer Akrobatik, die mit der Leitlinie des „Anfangsstadiums des Sozialismus“ eine rhetorische Drehscheibe erschuf, die Widersprüche in strategische Notwendigkeiten umdeutete und die unorthodoxen Reformen in den Schoß des Marxismus zurückholte.** Marktwirtschaft und Einkommensungleichheiten wurden als notwendige Etappen rationalisiert und als „temporär“ dargestellt, ohne die marxistisch-leninistische Grundlage – die zentrale Rechtfertigung der KPCh-Herrschaft – explizit zu verwerfen. Der Aufbau eines modernen, industrialisierten Staates wurde als unverzichtbare Voraussetzung für die langfristige Verwirklichung des Kommunismus deklariert.

[50] Naughton, Barry: Growing Out of the Plan: Chinese Economic Reform, 1978–1993, 1995

So entstand ein „Sozialismus chinesischer Prägung“, der die kognitive Dissonanz zwischen offiziellem Parteidogma und Reformkurs dialektisch modulierte. Während manche Dengs Kurs als ideologischen Substanzverlust und die kommunistische Vision zu Lippenbekenntnissen degradiert sehen,[51] argumentieren andere, dass Ideologie eine bedeutende Rolle spielte, indem sie eine stabilisierende Funktion und tragende Rolle im Wandel übernahm.[52]

*The basic rationale of socialism would be thrown into question if China had to pursue modernization at the expense of equality.*
**Feng Chen**

**In puncto soziale Stabilität und Sicherheit zeichnete sich ein ambivalentes Bild. Der Aufstieg hunderter Millionen Chinesen aus der extremen Armut stärkte die Basis des sozialen Gefüges, doch die Kehrseite der Reformen waren wachsende gesellschaftliche und regionale Ungleichheiten.** Mit Formeln wie „Einige müssen zuerst reich werden“ (Deng Xiaoping) oder „Grundlegende Interessen der breiten Bevölkerung“ (Jiang Zemin) oder „Harmonische Gesellschaft“ (Hu Jintao) wurden zwar ideologische Pflaster verteilt. Doch der Fokus auf wirtschaftlichen Fortschritt schob die Ungleichheiten weiter voran und verlangte nach Unternehmern, die schließlich – wider die DNA der Partei als Vorhut der Arbeiterklasse – 2002 im Rahmen der „Drei Repräsentationen“ (Jiang Zemin) offiziell in die KPCh aufgenommen wurden.

*You don’t have individual incentives for any one member of the party to limit corruption [...] You yourself would like to steal as much as you can get away with.*
**Noah Feldman**

Während die entfesselten Märkte Unternehmern märchenhafte Gewinne bescherten, öffnete die undurchsichtige, hermetisch versiegelte Machtstruktur Parteifunktionären den Zugang zu lukrativen Hinterzimmerökonomien, in denen Kapitalströme und Privilegien diskret umgeleitet wurden („Kaderkapitalismus“). Dass dies den Sinn für soziale Fairness herausfordert, liegt auf der Hand. Doch wo andernorts Protest auflodern würde, wirken in China kulturelle und psychosoziale Faktoren als Feuerlöscher gegen die Empörung. Werte wie Harmonie und Autorität sorgten dafür, dass die Bevölkerung Ungleichheit oft als notwendige Phase oder sogar als gerecht begriff.[53]

*韬光养晦。*
*(Halte deine Stärke verborgen und warte auf den richtigen Moment.)*
**Deng Xiaoping**

**Die wirtschaftlichen Erfolge der Öffnungspolitik stärkten nicht nur die KPCh im Innern, sondern auch Chinas Position in der globalen Ordnung.** Als „Werkbank der Welt“ und integraler Teil der globalen Wirtschaftsmechanik wurde das Land zu einem zentralen Knotenpunkt im Gefüge wirtschaftlicher Verflechtungen, dessen wachsende Bedeutung sich in geopolitischen Einfluss übersetzte. Es blieb bis 2012 jedoch eine Politik des friedlichen Aufstiegs, geprägt von Chinas Bemühungen, sich als kooperativer Akteur in der globalen Gemeinschaft zu verankern – symbolisch gekrönt durch die Austragung der Olympischen Sommerspiele 2008 in Peking.

—

[51] Siehe z. B. Heilmann, Sebastian: Das politische System der Volksrepublik China, 2002, S.71. Heilmann sieht in der Reformpolitik einen intellektuellen Ausverkauf des ideologischen Kerns, während die KPCh eine pragmatische Kapitulation vor dem Imperativ der wirtschaftlichen Modernisierung und der privaten Bereicherung vollzog.
[52] Holbig, Heike: „Ideological Reform and Political Legitimacy in China: Challenges in the Post-Jiang Era“, GIGA Working Paper No. 18, German Institute of Global and Area Studies (GIGA), Hamburg, 2006
[53] Im, Dong-Kyun: „The legitimation of inequality: Psychosocial dispositions, education, and attitudes toward income inequality in China“, in: Sociological Perspectives 57(4), 2014, S. 506–525; Sun, Wanning:„Inequality and Culture: A new pathway to understanding social inequality“, in: dies./Yingjie Guo (Hrg.): Unequal China: The political economy and cultural politics of inequality, London 2013, S. 43-58

*Success breeds complacency. Complacency breeds failure. Only the paranoid survive.*
**Andy Grove**

**Folgende Tabelle bietet einen Überblick über die Tragfähigkeit der einzelnen Legitimitätssäulen der KPCh-Herrschaft.** Die Reformpolitik stärkte die Partei, konfrontierte sie jedoch zugleich mit strukturellen Herausforderungen, die Xi Jinping später aufgreifen sollte.

| Säule | Bewertung | Risiken |
|---|---|---|
| Ideologie | mittel | ideologische Erosion<br>Generationenkonflikte<br>wachsender Druck von kritischen Intellektuellen |
| Performance-Legitimation | stark | Verlangsamung des Wachstums<br>„Falle des mittleren Einkommens“ |
| Soziale Stabilität und Sicherheit | mittel | soziale Spannungen infolge von Ungleichheit<br>demographische Herausforderungen<br>Vertrauensverlust durch Korruption |
| Geopolitische Legitimation | mittel bis stark | externe Abhängigkeiten<br>internationale Kritik<br>Ressourcenkonflikte<br>regionale Rivalitäten |

Quelle: Darstellung des Autors

## Neuausrichtung unter Xi Jinping und parallele Globalisierung

*Xi's decision to promote the Two Integrations at the highest levels of Party discourse suggests he is turning further toward emphasizing ideological and historical claims to legitimacy. This reflects a growing realization in Beijing that China's economy will no longer deliver significant levels of performance legitimacy.*
**Hongjia Yang**

Mit der Übernahme der KPCh-Führung im Jahr 2012 leitete Xi Jinping eine neue Phase chinesischer Politik ein, die einen deutlichen Bruch mit der Reformära markierte. Um diesen zu verstehen, lohnt sich ein Blick auf die Legitimitätssäulen. **Es gibt zahlreiche Indizien dafür, dass die Performance-Legitimation ihre frühere Zugkraft einbüßte und Xi sich gezwungen sah, das Wirtschaftsmodell umzugestalten und andere Legitimationssäulen zu stärken, um die Autorität der KPCh zu sichern.**

### Herausforderungen bei der Performance-Legitimation

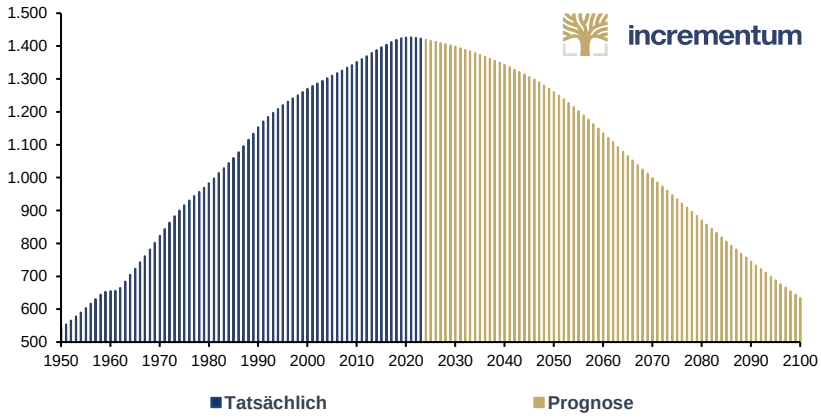
Das Wachstum der Reformära beruhte auf günstigen Startbedingungen: niedrige Löhne, hohe Kapitalrenditen und Zugang zu globalen Märkten begünstigten ein rasches „Aufholwachstum“. Doch diese Faktoren stoßen an Grenzen:

- **Sinkende Kapitalrenditen**: Mit wachsendem Kapitalbestand verringern sich die Grenzerträge neuer Investitionen.
- **„Falle des mittleren Einkommens“**: Lohnsteigerungen schwächen Chinas Rolle als „Werkbank der Welt“, die Produktion wandert ab.
- **Sättigung globaler Märkte**: Die Erschließung neuer Märkte wird schwieriger, da viele bereits durchdrungen sind.
- **Steigende Erwartungen an politische Partizipation:** Mit wachsendem Wohlstand fordern Teile der Bevölkerung mehr Mitbestimmung und politische Teilhabe, was den Alleinvertretungsanspruch der KPCh herausfordert.

**Zudem belasten demografische Herausforderungen das Wachstum.**[54] Die Auswirkungen der Ein-Kind-Politik haben zu einer alternden Bevölkerung und schrumpfenden Erwerbsbevölkerung geführt. Seit 2013 haben sich die Hochzeiten in China mehr als halbiert. Bis 2050 wird Chinas Arbeitskräftepotenzial stark zurückgehen, was sowohl das Wirtschaftswachstum dämpft als auch das Sozialsystem belastet.

—
[54] Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

**Bevölkerung Chinas, in Mio., 1950–2100**




Quelle: ourworldindata.org, UN, Incrementum AG

*前人栽树，后人乘凉。*
*(Wenn die Vorfahren Bäume pflanzen, können die Nachfahren den Schatten genießen.)*
**Chinesisches Sprichwort**

**Eine weitere Hypothek für die Performance-Legitimation sind finanzielle Risiken im Immobiliensektor und im Schattenbanksystem.** Der Immobiliensektor, einst ein Kernstück des chinesischen Booms, ist zur Achillesferse der chinesischen Wirtschaft geworden. Spekulationsgetriebenes Wachstum und eine zunehmende Nachfrageschwäche, die sich mit dem demografischen Wandel weiter verschärfen dürfte, lassen den Sektor als Wachstumstreiber ausgereizt erscheinen. In Kombination mit überbordender Verschuldung – so sind beispielsweise auch lokale Regierungen stark verschuldet, da sie sich lange über den Grundstücksverkauf finanziert haben – und der Tatsache, dass Kredite in hohem Maße mit Immobilien besichert sind, droht ein anhaltender Preisverfall die Finanzstabilität zu gefährden. Verstärkt wird dieses Risiko durch den eng verflochtenen, unregulierten Schattenbankensektor, der die Anfälligkeit für Schocks weiter erhöht – eine Dynamik, die bereits in der Evergrande-Krise sichtbar wurde.

**Immobilienmarktklima-Index (lhs), und Investitionen in Immobilienprojekte (rhs), yoy, in %, 01/2000–03/2025**

Quelle: LSEG, Incrementum AG

*The elephant is metabolically more efficient than the mouse, but if an elephant falls just a little bit, it breaks the leg, it's gone.*
**Nassim Taleb**

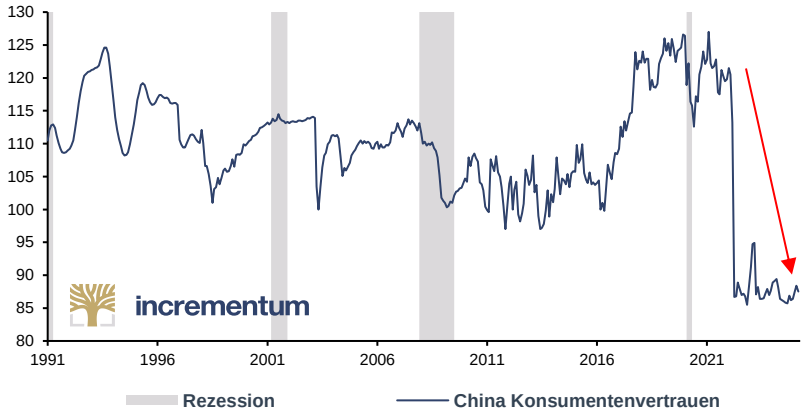
Diese Schwächen sind das Resultat einer langfristigen Vernachlässigung von Resilienz zugunsten rascher Expansion. Wie Nassim Taleb in *Antifragilität* darlegt, geht überoptimierte Effizienz – etwa durch die Priorisierung von schnellem, schuldengetriebenem Wachstum und kurzfristigen Gewinnen – zu Lasten der Resilienz und führt dazu, dass komplexe Systeme krisenanfälliger

werden.[55] **Strukturelle Risiken dieser Art wiegen für die KPCh besonders schwer, da ihre Legitimation entscheidend auf der Fähigkeit beruht, wirtschaftliche Stabilität und soziale Sicherheit zu gewährleisten.**

Auch während der Corona-Pandemie erklärte die KPCh ihr technokratisches Modell für überlegen. Nach anfänglichem Erfolg mit strikten Lockdowns propagierte Peking das „China-Modell" als Vorbild effizienter Krisenbewältigung, während westliche Staaten mit unkoordinierten Maßnahmen rangen. Doch als westliche Staaten aus der Pandemie herausfanden, führte Pekings Festhalten an Zero-Covid zu massiven Protesten und einer überstürzten Kehrtwende: Ende 2022 traf eine unkontrollierte Infektionswelle auf ein unvorbereitetes Gesundheitssystem – überfüllte Krankenhäuser und Versorgungsengpässe prägten das Bild einer chaotischen Öffnung.

**So verkehrte sich das propagierte Bild effizienter Krisenbewältigung durch die KPCh in ihr Gegenteil. Anfang 2022 fiel das Konsumentenvertrauen auf einen historischen Tiefstand** – tiefer als während der Asienkrise 1998 oder der Weltfinanzkrise 2008. Das *Institut der Deutschen Wirtschaft* (IW) verweist in einer Studie darauf, dass dieser Einbruch in engem Zusammenhang mit dem bereits Ende 2021 einsetzenden Abschwung am Immobilienmarkt stand und zeitlich mit einem umfassenden Lockdown in Shanghai zusammenfiel.

China Konsumentenvertrauen, 01/1991–03/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Strategiewechsel: Nachhaltigkeit, Resilienz und Technologieführerschaft

**Die chinesische Immobilienblase ist ein klassischer Fall einer durch falsche Investitionssignale verzerrten Kapitalstruktur.** Mit einem Beitrag von 30% am BIP sind erhebliche Ressourcen in einer überdimensionierten Branche gebunden, deren goldene Zeiten vorbei sein dürften. Die Umlenkung von Kapital und Arbeitskräften in produktivere Sektoren ist nicht nur teuer, sondern auch langwierig und mit strukturellen Reibungsverlusten verbunden.

[55] Taleb, Nassim: Antifragile: Things That Gain from Disorder, 2012

*Xi Jinping Thought, at least as it applies to recessions, is basically the fusion of an Austrian diagnosis with a communist cure.*
**Noah Smith**

Eine solche Umlenkung ist genau das, was Xi Jinping versucht. Seine Wirtschaftspolitik ist auf eine tiefgreifende Transformation zur Erschließung nachhaltigerer Wachstumsquellen ausgerichtet und umfasst folgende zentrale Weichenstellungen:

- die Abhängigkeit der chinesischen Wirtschaft vom Immobiliensektor reduzieren
- Überschuldung reduzieren, um die Wirtschaft robuster zu machen
- Ausrichtung der Wirtschaft auf Innovation und technologische Führerschaft
- stärkere Selbstversorgung und weniger Abhängigkeit vom Westen („Dual Circulation Strategy", 2020[56])

*房子是用来住的，不是用来炒的*
*(Häuser sind zum Wohnen da, nicht zum Spekulieren.)*
**Xi Jinping**

Auf diese Weise beabsichtigt Xi Jinping die Spekulationsblasen zu entschärfen, ohne eine einschneidende Krise zu provozieren. **2020 verordnete er mit der „Drei rote Linien"-Politik strengere Verschuldungsgrenzen, um den Immobiliensektor finanziell zu stabilisieren und exzessive Schulden zu reduzieren, ergänzt durch eine Regulierung der Schattenbanken.**

**Ironischerweise verschärfte Peking so aber die Krise**, da viele Bauträger ihre Finanzierungsmöglichkeiten verloren und Projekte ins Stocken gerieten. Vor allem in Tier-3-Städten, die 60% des BIPs erwirtschaften, ist seit Jahren ein beunruhigender Preisverfall zu beobachten.

**Wie treue Leser wissen, verlangt die Choreographie der modernen Finanzkrisen nach immer neuen Runden des monetären Morphiums. Peking aber verweigerte sich lange bewusst dem Reflex, auf eine durch Exzesse erzeugte Krise mit neuen Exzessen zu reagieren.** Peking setzte auf Haushaltsdisziplin, die Minderung wirtschaftlicher Risiken, die Stabilisierung des Immobilienmarktes und den Schuldenabbau bei lokalen Regierungen – ein Versuch, langsam und kontrolliert Luft aus der Blase zu lassen. Chinas Ministerpräsident Li Qiang bekräftigte diese Linie in seiner Rede beim Weltwirtschaftsforum 2024 in Davos:

> *„In promoting economic development, we did not resort to massive stimulus. We did not seek short-term growth or accumulate long-term risks. Rather, we focused on strengthening the internal drivers."*

*All-in, buy China.*
**Louis-Vincent Gave**

**Allerdings sah sich Peking Ende 2024 angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Herausforderungen sowie der Sorge vor einer wirtschaftlichen Abwärtsspirale dann doch dazu gezwungen, umfangreiche Stimulusmaßnahmen zu ergreifen.** Ein Schritt, der in seiner Tragweite nicht zu unterschätzen ist: Louis-Vincent Gave zieht Parallelen zu Mario Draghis „Whatever it takes"-Moment, mit dem die EZB in der Eurokrise endgültig mit den stabilitätsorientierten Prinzipien der Bundesbank brach. Die chinesische Führung griff dabei u. a. auf folgende monetären und fiskalischen Maßnahmen zurück:

[56] Siehe „Der chinesische Goldminensektor", In Gold We Trust-Report 2021

- **Stimulusmaßnahmen der PBoC**:
    - Senken der Mindestreserve um 50 BP (142 Mrd. USD für zusätzliche Kredite freigesetzt)
- Leitzinssenkungen (7-tägige Repo-Rate auf von 1,7% auf 1,5%, mittelfristige Kreditfazilität um 30 BP, Loan Prime Rate (LPR) um 20-25 BP)
    - Senken der Zinsen auf bestehende Hypotheken um 50 BP
    - Senken der Mindestanzahlung auf 15%
- Stützung der Aktienmärkte (71 Mrd. USD Swap-Programm, um Fonds, Versicherern und Brokern besseren Zugang zu Finanzmitteln zu gewährleisten; bis zu 42,5 Mrd. USD günstige PBoC-Kredite für Banken, um Aktien(rück)käufe zu erleichtern)

- **Stimulusmaßnahmen der chinesischen Regierung:**
    - „erhebliche" Erhöhung der Ausgabe von Staatsanleihen – Umfang: 411 Mrd. USD für 2025 zur Bewältigung der Immobilienkrise, Rekapitalisierung der Banken und zur Stärkung der Kaufkraft einkommensschwacher Haushalte
    - Erlaubnis für lokale Regierungen, über einen Zeitraum von drei Jahren Anleihen im Wert von 839 Mrd. USD zur Umschuldung versteckter Schulden auszugeben

*China's response [...] eschews the conventional path of a big consumer stimulus to reflate the economy (that's the kind of ruse the decadent West resorts to). Instead Mr Xi wants state power to accelerate advanced manufacturing industries, which will in turn create high-productivity jobs, make China self-sufficient and secure it against American aggression.*
**The Economist**

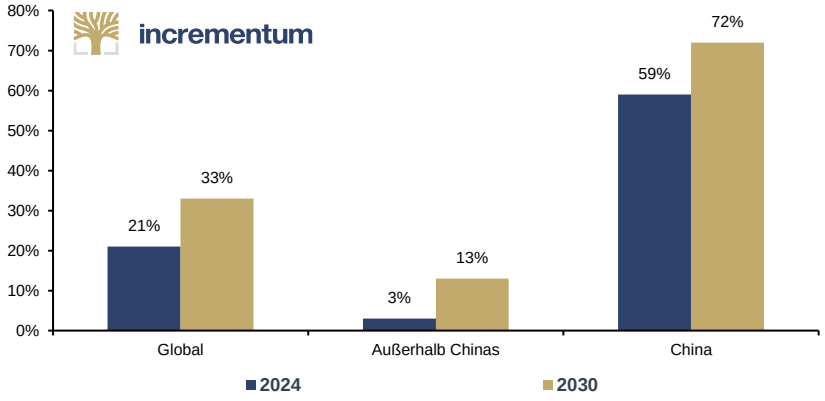
Die Maßnahmen katapultierten die chinesischen Aktienkurse nach oben, der Shanghai Composite Index verzeichnete zwischen September und Oktober 2024 ein Plus von fast 30%. **Der Zeitpunkt könnte kaum symbolträchtiger sein, denn in der chinesischen Astrologie markiert 2025 das Jahr der Holz-Schlange:** „Während die Schlange für Weisheit und Intuition steht, verstärkt das Element Holz diese Eigenschaften noch durch seinen Fokus auf Wachstum und Kreativität. **Vielleicht berühren sich hier Mythos und Makroökonomie,** denn auch die Konsumzahlen zum chinesischen Neujahrsfest weckten wieder Zuversicht: Der Warenkonsum legte um 9,9% zu, die Dienstleistungsausgaben wuchsen um 12,3%. Nach Angaben des Ministeriums für Kultur und Tourismus stieg die Zahl der Inlandsreisen um 5,9%, während die Tourismuseinnahmen um 7% zulegten. Auch die Zahl der grenzüberschreitenden Reisen nahm um 6,3% zu. Doch ob dieser kreditfinanzierte, astrologisch begünstigte Stimmungsaufschwung Peking den nötigen Spielraum für Strukturreformen verschafft – oder nur eine noch fragilere Ausgangslage für den nächsten Einbruch bereitet –, bleibt offen.

Wenig überraschend, sind diese Stützungsmaßnahmen allerdings eine enorme Belastung für den chinesischen Staatshaushalt. Die Ratingagentur *Fitch* schätzt, dass das konsolidierte Budgetdefizit 2025 8,8% betragen könnte, nach 6,5% im vergangenen Jahr und 5,7% im Jahr 2024. 2025 läge das Defizit sogar über jenem aus dem ersten Coronajahr 2020, für das Fitch einen Fehlbetrag von 8,4% berechnet. Dementsprechend erwartet Fitch, dass die chinesische Staatsschuldenquote am Ende dieses Jahres deutlich über 65% liegen dürfte und damit um mehr als 10 Prozentpunkte höher als noch 2023. Anfang April stufte Fitch schließlich die in ausländischer Währung denominierten langfristigen Schulden auf A von A+ herab.

*Chinese EV's have benefited from massive industrial policy support, and their quality is improving, making them attractive to domestic and overseas consumers [...] An effective response by the US, Europe and others must take account of both facts.*
**Scott Kennedy**

**Währenddessen richtet Xi den Fokus auf ein anderes zentrales Ziel: Chinas Abhängigkeit von ausländischer Technologie zu verringern und eine strategische Unabhängigkeit in Schlüsselindustrien wie Halbleitern, Autos und grünen Technologien zu schaffen.** Programme wie „Made in China 2025" und eine gezielte industriepolitische Ausrichtung sollen mithilfe massiver Subventionen das Land die Technologieführerschaft sichern und Chinas Rolle in der globalen Wertschöpfungskette auf hochwertige Industriezweige wie E-Mobilität oder Künstliche Intelligenz zentrieren. Diese Politik markiert den Übergang von ressourcenintensivem, schuldenbasiertem Wachstum, hin zu einem Modell, das auf Innovation, Qualität und Nachhaltigkeit setzt und den Status „Werkbank der Welt" hinter sich gelassen hat. Die Zahl der in China ausgebildeten Ingenieure pro Jahr übersteigt inzwischen die Gesamtzahl aller Hochschulabsolventen in den USA, von denen wiederum nur jeder Fünfte einen Abschluss in einem MINT-Fach erwirbt – ein Umstand, der Chinas industrielle und technologische Schubkraft auf Jahrzehnte hinaus stärken dürfte. Der KI-Paukenschlag von DeepSeek zu Jahresbeginn und der steile Aufstieg chinesischer Autobauer – 21% globaler Marktanteil 2024, prognostizierte 33% im Jahr 2030 – sprechen eine deutliche Sprache: **China ist mittlerweile ein High-Tech-Gigant**.

**Prognosen zum Marktanteil chinesischer Autoproduzenten, 2024 vs. 2030**



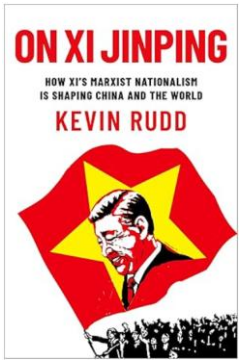

Quelle: Alix Partners, Incrementum AG

## Strategiewechsel zur Stärkung der Legitimationssäulen

*In seinem Anti-Korruptionskampf kommt es Xi vor allem darauf an sicherzustellen, dass „die Partei niemals zerfällt" und nicht darauf, eine faire und transparente Gesellschaft zu schaffen.*
**Alexander Davey**

**Viele ideologische Anpassungen aus der Reformära wurden von Xi als Ausdruck eines „ideologischen Verfalls" gewertet.** Er ordnete auch die weitverbreitete Korruption innerhalb der Partei – den sogenannten „Kaderkapitalismus", ein System aus politisch-unternehmerischem Klüngel auf allen administrativen Ebenen – in dieses Narrativ ein. Nach Xis Lesart war es ein infolge kapitalistischen Denkens grassierender Werteverfall, der Parteifunktionäre korrumpierbar machte und somit die Legitimität der KPCh unterminierte. Um die Partei moralisch zu festigen und ihre Unersetzlichkeit zu betonen, initiierte Xi nebst einer entschiedenen Anti-Korruptionskampagne eine ideologische Neuaufstellung, die laut Kevin Rudd, ehemaligem Premierminister Australiens und China-Experten, aus einer Kombination von drei Hauptrichtungen besteht:

- **Leninistische Linke:** Strikte Parteikontrolle und zentrale Führungsrolle
- **Marxistische Linke:** Staatliche Wirtschaftslenkung und „Gemeinsamer Wohlstand“
- **Nationalistische Rechte:** Nationale Souveränität und aktive, konfrontative Außenpolitik mit geopolitischem Machtanspruch




Xi rückte vom von Deng etablierten Prinzip der kollektiven Führung ab und hat alle Schalthebel der Macht in seinen Händen konzentriert. Der um ihn gewachsene Personenkult ist nicht nur Inszenierung, sondern Ausdruck eines neuen ideologischen Imperativs: Mit der Kanonisierung „Xi Jinpings Ideen des Sozialismus chinesischer Prägung im neuen Zeitalter“, kurz *Xi-Jinping-Ideen*, hat er nicht nur **den wesentlichsten Kurswechsel in der chinesischen Politik seit 1978 vollzogen –** vor allem in Bezug auf **Machtkonzentration, ideologische Rezentrierung und Parteidisziplin –**, sondern auch die Partei auf eine einheitliche ideologische Linie verpflichtet und bedingungslose Loyalität zur obersten Pflicht gemacht.

*Chancen liegen dort, wo die Beschwerden sind.*
**Jack Ma**

Mit seiner „Gemeinsamer Wohlstand“-Agenda verfolgt Xi im Zielkonflikt zwischen Wirtschaftswachstum und sozialer Stabilität einen deutlich kompromissloseren Kurs als seine Vorgänger. Dies zeigt sich etwa an strikten Regulierungen gegen Milliardäre und große Tech-Unternehmen, darunter Alibaba und Tencent, sowie am symbolträchtigen Umgang mit Jack Ma – der nach regierungskritischen Äußerungen für eine Zeit in der Versenkung verschwand und schließlich geläutert wie linientreu zurückkehrte – zeigen Xis kompromisslosen Kurs. **Die Botschaft ist klar: Die Partei bleibt das unantastbare Machtzentrum und Exzesse, auch von wirtschaftlich Erfolgreichen, werden nicht geduldet.**

*Jedes Individuum wird dort als Schauspieler oder Schauspielerin im Drama der Harmonischen Gesellschaft geskriptet. […] Der elektronische Überwachungsstaat wird zum totalen Rezensenten, indem er jeden Akteur, jede Aktrice ins Fegefeuer der Einzelbeurteilung sendet.*
**Peter Sloterdijk**

**Die Technologie-gestützten Überwachungstools der KPCh lassen die kühnsten Phantasien kommunistischer Kontrollapparate Realität werden.** Mit Projekten wie „Skynet“ und dem Sozialkreditsystem wird das Verhalten der Bevölkerung – physisch wie digital – lückenlos erfasst, bewertet und bei Abweichungen disziplinierend reguliert. Über die App *Xuexi Qiangguo*, die Pflichtlektüre und Quizformate zu den Xi-Jinping-Gedanken bietet, wird die Ideologie zudem bis in den Alltag der Menschen getragen und ihre politische Loyalität gemessen; mutmaßlich dient sie dabei auch der Überwachung und Bewertung der ideologischen Konformität der Nutzer. **Für den Libertären ein Albtraum, doch in China zugleich ein Faktor sozialer Stabilität.**

## Geopolitische Machtentfaltung durch parallele Globalisierung

*China has forged fifteen free trade agreements (FTAs) with Global South countries […] to expand its economic influence in these countries and regions.*
**Xue Gong**

Wie in anderen autoritären Systemen bedient sich Xi eines Opfernarrativs, das mit dem Verweis auf das „Jahrhundert der Demütigung“ (1839–1949) den Westen als einstigen Peiniger darstellt und die KPCh als Schutzschild gegen eine Wiederholung solcher historischen Verletzungen inszeniert. **Dieses kontrastiert er mit dem Narrativ der historischen Demütigung mit der Formel der „Großen Verjüngung der chinesischen Nation“, die als sein zentrales Leitmotiv fungiert. Unter der Ägide der KPCh, die das „historische Steuerrad“ in den Händen halte, werde China seinen Wiederaufstieg als globale Macht vollziehen.** Ein Schwerpunkt liegt dabei auf der von Peking

angestrebten „Wiedervereinigung“ mit Taiwan – ein Konflikt, auf den sich China systematisch vorbereitet und der, wie etwa Hedgefondslegende Kyle Bass in einem Vortrag am Hudson Institute erläuterte, im Falle einer Eskalation weitreichende geopolitische Konsequenzen hätte.

**Mit strategischer Brillanz verfolgt China den Aufbau einer finanziellen und wirtschaftlichen Architektur, die als Parallelstruktur zur westlich dominierten Ordnung fungiert und zugleich deren Griff zu lockern sucht.** Im Fokus stehen bilaterale und multilaterale Handelsstrategien (z. B. RCEP, das größte Freihandelsabkommen der Welt), insbesondere mit Ländern des globalen Südens wie Brasilien, Saudi-Arabien, Indien oder den ASEAN-Staaten, die unabhängig von westlich dominierten Institutionen wie der WTO funktionieren.

*Like the opium the British exported to China, the easy loans China offers are addictive.*
**Brahma Chellaney**

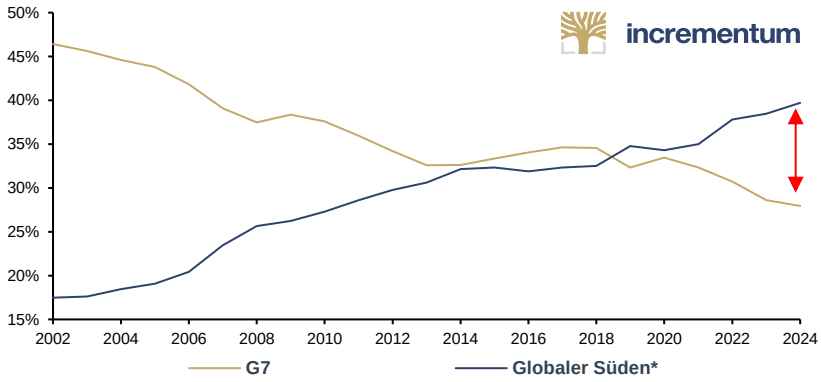
**Die 2013 von Xi ins Leben gerufene *Neue Seidenstraße* (engl. *Belt and Road Initiative*, BRI) ist ein Kernstück dieser globalstrategischen Neuausrichtung.**[57] Sie manifestiert sich als weitreichendes Infrastruktur- und Entwicklungsprojekt, das durch den Ausbau von Eisenbahnen, Häfen und Straßen die Handels- und Logistikströme zwischen Asien, Europa, Afrika und darüber hinaus grundlegend neu ordnen soll. Länder entlang der Routen werden enger wirtschaftlich miteinander verbunden, wobei China eine zentrale Rolle als Handelspartner, Investor und Finanzierer einnimmt. **Andere Länder geraten dabei häufig in strategische Abhängigkeiten,** indem Kredite oft an die Nutzung chinesischer Unternehmen und Arbeitskräfte gekoppelt werden. Können die Schulden nicht zurückgezahlt werden, steht der Vorwurf im Raum, China übernehme strategische Vermögenswerte wie Häfen oder Rohstoffe („Schuldenfallen-Diplomatie“). Im Jahr 2010 begann etwa Sri Lanka mit chinesischen Krediten in Höhe von 1,1 Mrd. USD den Bau des Hafens von Hambantota, der sich jedoch als wirtschaftlich unrentabel erwies. Da das Land die Schulden nicht bedienen konnte, schloss es 2017 eine 99-jährige Pachtvereinbarung mit der chinesischen *China Merchants Port Holdings*, was zu Vorwürfen führte, China habe strategische Kontrolle über einen geopolitisch sensiblen Hafen im Indischen Ozean übernommen.

*China's industrial overcapacity is reshaping regional and global trade patterns, and ASEAN finds itself increasingly exposed to the consequences.*
**Brendan Kelly**

**Der folgende Chart zeigt, in welchem Maße China in den vergangenen zwei Jahrzehnten seine Abhängigkeit vom Westen verringert und seine Exporte in den Globalen Süden ausgeweitet hat.** Während 2002 noch fast die Hälfte der Ausfuhren in G7-Staaten gingen, sind es inzwischen weniger als 30%. Gleichzeitig ist der Anteil der Exporte in Schwellen- und Entwicklungsländer von rund 15% auf knapp 38% gestiegen.

[57] Siehe „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold“, In Gold We Trust-Report 2024, „Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold“, In Gold We Trust-Report 2019

**Anteil der chinesischen Exporte an G7-Staaten und Globalen Süden*, 2002–2024**




Quelle: Weltbank, General Administration of Customs China, Incrementum AG
*Für 2023/2024 wurden mangels Daten für Nahost, Karibik und Pakistan die Zahlen von 2022 als Proxies übernommen.

In der großräumigen Reorganisation seiner Exportgeographie verfolgt China eine Logik der resilienzorientierten Entkopplung: Die schrittweise Verlagerung des Handels in südliche Ökonomien formiert sich als **prophylaktischer Puffer gegen wirtschaftliche Erpressungsversuche durch Sanktionen oder eine Intensivierung des Handelskriegs mit den USA unter Donald Trump.**

*Access to cheaper goods is no longer a good 'trade' for the US, given the loss of economic security over production supply chains and technologies to a competing power.*
**Jim Reid**

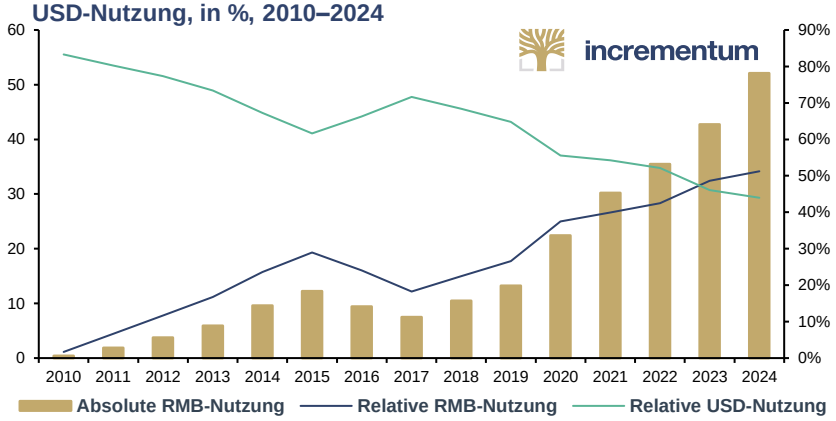
Trotz der verstärkten Exportverlagerung in den Globalen Süden ist der Handel mit den USA mit einem jährlichen Handelsbilanzüberschuss von rund 300 Mrd. USD weiterhin eine tragende Säule der chinesischen Wirtschaft. Damit bleibt China gegenüber den USA verwundbar, obgleich bereits abgemildert gegenüber Trumps erster Amtszeit. **Der anhaltende Handelskrieg ist also ein weiteres Damoklesschwert, das Chinas Wachstum und wirtschaftliche Stabilität längerfristig erheblich gefährden könnte.** Er ist aber auch ein Katalysator für die von Peking forcierte Gegenwelt – jenseits der atlantischen Gravitation und entlang der Handelsadern der BRI.

*China's huge official assets in the United States are increasingly becoming "hostages" that hinder us from defending national sovereignty and territorial integrity.*
**Zhai Dongsheng / Wang Xueying**

**Im Zuge seiner De-Dollarization-Strategie, die wir bereits im *In Gold We Trust*-Report 2024 genauer erörterten, forciert Peking den Einsatz des Renminbis im globalen Handel, um die Abhängigkeit von westlich kontrollierten Finanzsystemen zu reduzieren.**[58] Wie folgender Chart verdeutlicht, wickelt China im internationalen Handel heute über 50% seiner Geschäfte in Renminbi ab (rechte Achse). Ein dramatischer Anstieg, wenn man bedenkt, dass dieser Anteil 2012 gerade einmal 3,7% betrug. Im Jahr 2024 summierten sich die Handelsvolumina auf 52,1 Bill. RMB, umgerechnet etwa 7,3 Bill. USD.

[58] Siehe „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold", In Gold We Trust-Report 2024

**Absolute RMB-Nutzung (lhs), in Bill. RMB, und Relative RMB- und USD-Nutzung, in %, 2010–2024**




Quelle: Chinese State Administration of Foreign Exchanges (SAFE), Incrementum AG

*In any case, absent any large-scale political or economic changes which damage the trust in the US dollar, the Chinese renminbi will likely not rival the US dollar for the role of the dominant global currency in the foreseeable future.*
**Bastian von Beschwitz**

**Gleichwohl ist China bislang weit davon entfernt, an der Vormachtstellung des US-Dollars als internationales Zahlungsmittel oder als internationale Reservewährung zu rütteln.** Zwar verfolgt Peking eine gezielte Strategie zur Etablierung des Renminbis im internationalen Finanzsystem, z. B. durch Förderung entlang der BRI und im Rahmen der *Regionalen umfassenden Wirtschaftspartnerschaft* (RCEP), das Cross-Border Interbank Payment System (CIPS) als Alternative zu SWIFT sowie die Aufnahme in den SDR-Währungskorb im Jahr 2016. Doch selbst nach temporären Schüben infolge des Ukraine-Kriegs und der Signalwirkung eingefrorener russischer Reserven bleibt der Renminbi sowohl als Zahlungsmittel, als auch als Reservewährung ein Randakteur mit einem Anteil von meist unter 5%.

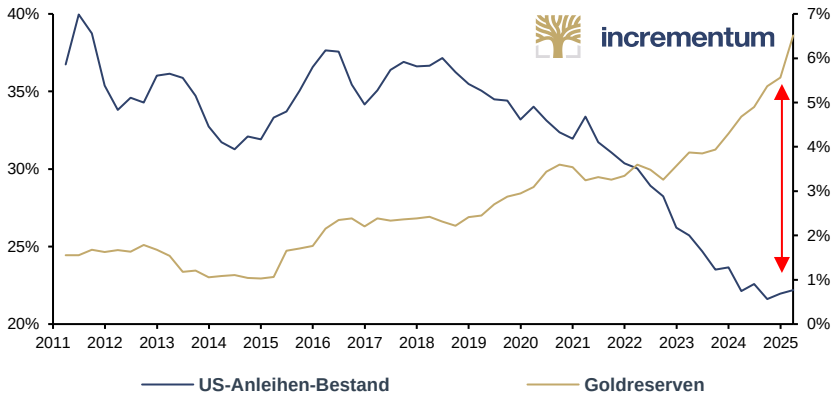
## Gold und seine Bedeutung beim Decoupling

**Gold spielt eine zunehmend wichtige Rolle in der Diversifizierungsstrategie der People's Bank of China (PBoC) und anderer Zentralbanken weltweit, ein metallisches Bollwerk gegen geopolitische Risiken und die Dominanz des US-Dollars.** Als „apolitisches" Reserveinstrument unterliegt es weniger der Willkür geopolitischer Sanktionen und verspricht finanzielle Stabilität in einer multipolaren Welt.

*The PBOC will likely continue to diversify its reserves in the longer term, given the rising geopolitical uncertainty.*
**David Qu**

**Laut der IWF-Studie „Geopolitics and its Impact on Global Trade and the Dollar" haben China und China-orientierte Staaten den Goldanteil an ihren Devisenreserven seit 2015 von etwa 1% auf rund 7% erhöht. Die Studie unterteilt die Welt in einen US-orientierten Block, einen China-orientierten Block und blockfreie Staaten.** Im US-orientierten Block hingegen blieb dieser Anteil weitgehend stabil. Nach Einschätzung der Autoren könnten diese Goldkäufe „have been driven by concerns about sanctions risk". Der Goldanteil an Chinas Reserven legte von unter 2% (2015) auf 4,3% (2023) zu, während US-Staatsanleihen als Reserveinstrument von 44% auf etwa 30% zurückgingen. Dies spiegle sowohl Nettokäufe von Gold als auch Nettoverkäufe von US-Staatsanleihen sowie Bewertungsänderungen wider.

**US-Anleihen-Bestand (lhs), und Goldreserven (rhs), in % der gesamten chinesischen Währungsreserven, Q1/2011–Q1/2025**

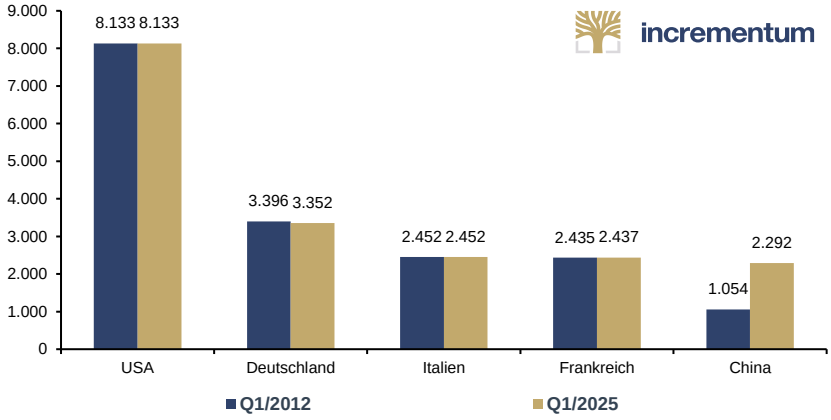



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*We're going to take a look and if there's 27 tons of gold, we'll be very happy […] We want to see lots of nice, beautiful, shiny gold in Fort Knox.*
**Donald Trump**

Der nachfolgende Chart stellt die offiziellen Goldreserven der größten Halterstaaten (ohne Russland) vergleichend dar und zeigt deren Entwicklung von Q1/2012 bis Q1/2025 auf Basis der Daten des *World Gold Councils*. Markant ist Chinas Aufstieg. Dessen Goldreserven haben sich mittlerweile auf 2.292 t mehr als verdoppelt. Damit erreicht China beinahe das Niveau führender europäischer Staaten wie Frankreich, Italien und Deutschland. Gleichwohl bleibt die US-amerikanische Dominanz mit 8.133 t eine unangefochtene Realität.

**Goldreserven, in Tonnen, Q1/2012 vs. Q1/2025**

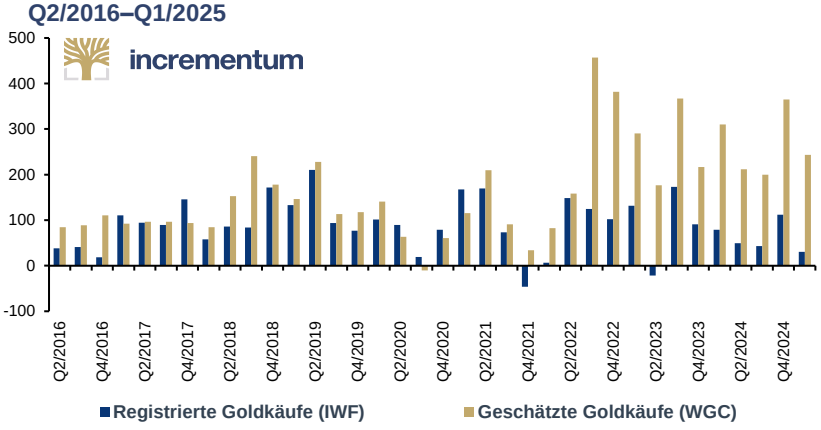



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Observe calmly; secure our position; cope with affairs calmly; hide our capacities and bide our time; be good at maintaining a low profile; and never claim leadership.*
**Deng Xiaoping**

Es ist jedoch bekannt, dass die PBoC ihre Goldkäufe nicht immer zeitnah oder vollständig offenlegt. **Seit 2022 ist die Diskrepanz zwischen den Schätzungen des *World Gold Councils* zu den weltweiten Zentralbankkäufen und den offiziell an den IWF gemeldeten Zahlen stark gestiegen (siehe folgender Chart) – vermutlich wegen verdeckter Käufe der PBoC.**

**Registrierte und geschätzte Zentralbank-Goldkäufe, in Tonnen, Q2/2016–Q1/2025**




Quelle: World Gold Council, IWF, Incrementum AG

*The PBoC keeps the „pedal to the metal" (pun intended).*
**Jan Nieuwenhuijs**

**Der Analyst Jan Nieuwenhuijs stellt die These auf, dass die PBoC mindestens dreimal mehr Gold kauft, als sie dem IWF mitteilt.** Hinweise darauf sieht er in den britischen Goldexporten aus dem *London Bullion Market*, die fast ausschließlich aus 400-Unzen-Barren bestehen – ein Format, das Zentralbanken bevorzugen, während der chinesische Privatsektor eher 1-kg-Barren nachfragt. Zudem übersteigt seit dem Ukraine-Krieg das Goldangebot in China die Verkäufe an der Shanghai Gold Exchange (SGE), was darauf hindeutet, dass die PBoC den Überschuss aufnimmt. Schließlich erfolgen britische Exporte nicht über die SGE, sondern direkt über Bullion-Banken an die PBoC, wodurch diese Käufe zwar in den Handelsstatistiken, nicht aber als SGE-Transaktionen auftauchen.

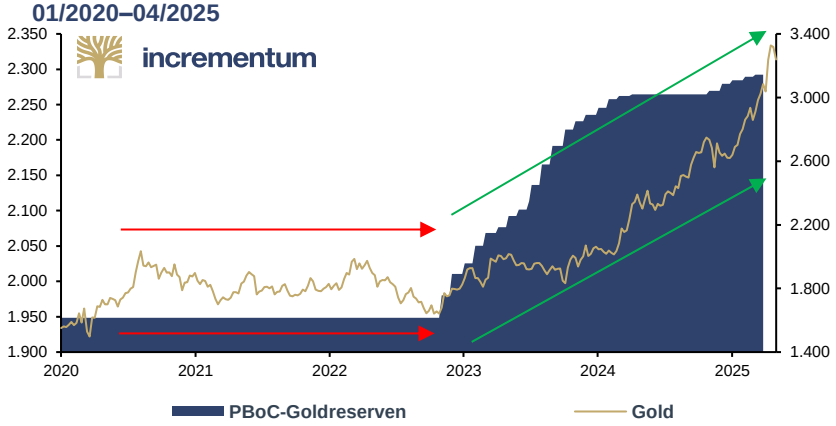
*We are able to import 500-600 tons a year, or more, but we will also take into consideration a stable gold market.*
**Yi Gang**

Doch wenn die Flussgröße der Goldankäufe in den letzten Jahren und darüber hinaus erheblich höher war als offiziell deklariert, dann sollte die Bestandsgröße ebenfalls weit über dem kommunizierten Niveau liegen. **Jan Nieuwenhuijs schätzt, dass Chinas tatsächliche Goldreserven Ende 2024 bei rund 5.000 t lagen– womit das Land den zweiten Platz unter den weltweiten Goldhaltern einnehmen würde.**

*Before long, this will go mainstream and gold could more than double in price this decade.*
**Jan Nieuwenhuijs**

**Der globale Goldmarkt vibriert jedenfalls angesichts von Chinas Goldhunger:** Schon basierend auf den offiziellen Zahlen stieg die PBoC 2023 zum größten Käufer auf und beeinflusste den Goldpreis nachhaltig. Hinzu kommt, nebst den inoffiziellen Käufen, die immense private Nachfrage, die zusammen mit Indien knapp 40% des weltweiten Volumens stellt. Doch insbesondere die verdeckten Käufe der PBoC verstärken diesen Trend. **Indem China verstärkt Gold von westlich dominierten Märkten absorbiert – weit über das offiziell Gemeldete hinaus –, verknappt es das verfügbare Angebot und erhöht den strukturellen Aufwärtsdruck auf den Preis.**

**PBoC-Goldreserven (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2020–04/2025**




Quelle: World Gold Council, LSEG, Incrementum AG

## Gold als Indikator schwindender KPCh-Legitimation?

*Geld ist nicht alles ... es gibt auch Gold und Aktien.*
**Karel Gott**

**Über Jahrzehnte waren Immobilien der bevorzugte Weg zum Vermögensaufbau in China – rund 59% der privaten Vermögenswerte stecken in Wohneigentum.** Doch die Immobilienkrise der letzten Jahre ließ die Preise landesweit fallen und erschütterte das Vertrauen in diese Anlageklasse. Zudem steht zu erwarten, dass der Immobiliensektor strukturell an der bereits einsetzenden Schrumpfung der Bevölkerung wohl dauerhaft leiden wird. Viele Haushalte stehen nun vor dem Problem, sichere Alternativen zu finden. Aktien gelten in China als riskant, da sie von Marktinstabilität und staatlichen Eingriffen geprägt sind.

*一寸光阴一寸金。*
*(Ein Zoll Zeit ist ein Zoll Gold.)*
**Chinesisches Sprichwort**

Wo Gold einst glitzernd den sozialen Aufstieg symbolisierte, dient es nun als strategische Reserve gegen den wirtschaftlichen Abstieg infolge von Preisinflation oder Immobiliendeflation.[59] Die Nachfrage nach Barren und Münzen stieg 2024 um 20% auf 345,7 t, während der Schmuckverkauf unter den steigenden Preisen spürbar um knapp ein Viertel nachgab.

*Sturdy grass withstands high winds; genuine gold stands the test of fire.*
**Xi Jinping**

**Der Goldboom unter chinesischen Privatanlegern deutet auf schwindendes Vertrauen in die wirtschaftspolitische Steuerung Pekings hin.** Viele Bürger sehen in Gold das ultimative Notausgangsmetall – eine Absicherung gegen Krisen, staatliche Eingriffe und Währungsrisiken. Doch wie souverän ist ein Hortender in einem System, das Besitz als potenzielle Pflichtressource begreift? Im *In Gold We Trust*-Report 2023 „Showdown" merkten wir an, dass China sein Gold auch in den Taschen seiner Bürger hält. Denn es sei

> *„möglich, dass die chinesische Regierung, wenn sie es für notwendig hält, die Kontrolle über die privaten Goldbestände Chinas ausüben könnte, indem sie entweder verlangt, dass physisches Gold aus patriotischen Gründen und zum Wohle der Wirtschaft an die Behörden übergeben wird, oder indem sie dies sogar zur Pflicht macht. Auf diese Weise würde der chinesische Staat einen*

[59] Siehe „Einleitung", In Gold We Trust-Report 2024

*weitaus größeren Goldbestand kontrollieren als nur das von der PBoC und anderen staatlichen Stellen gehaltene Währungsgold.“*[60]

## Ausblick

Während westliche Beobachter den Blick vornehmlich auf Chinas kriselnden Immobiliensektor und drohende Finanzinstabilitäten richten, vollzieht sich zugleich eine tiefgreifende wirtschaftliche Transformation. **Chinas zunehmende technologische Wettbewerbsfähigkeit und seine industrielle Führungsrolle in zentralen Sektoren verschieben das globale Machtgefüge.** Louis-Vincent Gave bringt diese Gegensätze mit einer zugespitzten rhetorischen Frage auf den Punkt:

*„Still, the fundamental question all investors should ask themselves is what matters more going forward: whether Shanghai real estate prices rise or fall by another 10%? Or whether the BYD Seagull becomes the default vehicle among new car buyers, not only across emerging markets, but across the whole world?“*

*China must lead the reform of the global governance system with the concept of fairness and justice.*
**Xi Jinping**

**Der industrielle und ökonomische Aufstieg Chinas wirft unweigerlich seinen Schatten – oder sein Licht – über die Horizontlinie seiner Einflusszonen. So wirkt Peking als Katalysator einer multipolaren globalen Ordnung, in der die Dominanz der USA relativiert wird. Das China-Modell gilt dabei als Schablone:** Es ist eine zentral gesteuerte, staatskapitalistische Alternative, die sich nicht nur als funktionsfähiger, sondern als historisch bedeutsamer Gegenentwurf zu westlichen Demokratien präsentiert. Ziel dabei ist, autoritären Systemen global eine neue Legitimität zu verschaffen und sie zumindest als ebenbürtige Regierungsform gegenüber dem liberal-demokratischen Modell und dessen universalen Geltungsansprüchen zu positionieren.

*Der Prozess westlicher Modernisierung hat tiefes Leid über viele Entwicklungsländer gebracht.*
**Xi Jinping**

Im Globalen Süden tritt China mit moralischem Agnostizismus auf. Die Erinnerung an die eigene koloniale Versehrtheit wird diskret platziert, um eine Brücke des gemeinsamen Pragmatismus zu schlagen. Moralische Neutralität wird so zur stillen Höflichkeit der Geopolitik. **Projekte wie die Belt-and-Road-Initiative und Institutionen wie die AIIB oder die New Development Bank fungieren als Hebel für die Errichtung einer multipolaren Weltordnung.** Inwieweit sich der Globale Süden geschlossen in die Sinosphäre hineinziehen lässt – und ob China mit Blick auf seine wirtschaftlichen Herausforderungen seine hegemoniale Rolle in dieser Region behaupten kann –, bleibt zwar abzuwarten, doch im weltpolitischen Gefüge kündigt sich eine markante Selbstbehauptung jener Staaten an, die abseits des Westens nach neuer Eigenständigkeit streben – eine Entwicklung, die im Spiegel des Ukraine-Krieges und der G7-Gipfel zunehmend an Kontur gewinnt.

60 „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In Gold We Trust-Report 2023

*What Mr. Xi is really promoting is something else: the idea that authoritarian political systems are not only legitimate but can outperform Western democracies.*
**Richard McGregor**

*China macht uns da Beine, und ich glaube, das ist gut so.*
**Sebastian Heilmann**

**Die parallele Globalisierung, die China orchestriert und die angesichts des sich abzeichnenden Handelskriegs wohl an Dynamik gewinnen wird, entfaltet sich nicht nur wirtschaftlich, sondern auch kulturell und technologisch.** China treibt die Entwicklung eigenständiger digitaler Ökosysteme voran (WeChat statt WhatsApp, Douyin statt Meta, Alibaba statt Amazon, Weibo statt X, DeepSeek statt ChatGPT), die nicht nur als technische Gegenentwürfe, sondern als politische, kulturelle und narrative Alternativen zur westlich dominierten Technosphäre fungieren und völlig verschiedene Weltverständnisse schaffen.

Ob diese parallelen Ordnungen friedlich nebeneinander existieren oder in eine Konfrontation abdriften, wird sich an der Fähigkeit der globalen Akteure entscheiden, Spielregeln für den Umgang zu formulieren. **Was geopolitisch als Herausforderung erscheint, könnte sich aber auch als Treiber einer neuen Epoche von Innovationen erweisen.**

ENDEAVOUR MINING

LSE:EDV
TSX:EDV

# MINING GOLD, MAXIMISING VALUE

**TOP 10 GLOBAL GOLD PRODUCER**
**1.1-1.3Moz**
for 2025

**LOWEST COST QUARTILE PRODUCER**
**$1,150-1,350/oz**
AISC for 2025

**ATTRACTIVE GROWTH WITH TIER 1 ASSAFOU DISCOVERY**
**+35%**
production growth to +1.5 Moz by 2030

**STRONG FREE CASH FLOW GENERATION**
**+$487m**
free cash flow 2024 vs 2023

**SECTOR LEADING SHAREHOLDER RETURNS**
**+$250 per oz**
produced returned to shareholders for 2024

Find out more about our attractive shareholder returns program at
**endeavourmining.com/investors**

# Saudi-Arabien: Ein aufstrebender Gigant im Bergbau

*The mining sector in Saudi Arabia is an untapped resource, and it is planned to be the third pillar of the Saudi industry alongside oil, gas, and petrochemicals It aims to contribute to further prosperity and aligns closely with the Kingdom's development.*

**Mohammed bin Salman**

- **Saudi-Arabien möchte seinen Reichtum an Bodenschätzen nutzen, um neben der Öl- und der petrochemischen Industrie den Minensektor zur „dritten Säule" der saudischen Volkswirtschaft zu machen.**
- **Der Arabisch-Nubische Schild, der sich über den Westen Saudi-Arabiens erstreckt, birgt ein enormes Potenzial an Bodenschätzen, darunter Gold im Wert von geschätzten 2,5 Bill. USD.**
- **Der saudische Bergbaugigant Ma'aden stößt allen voran in seinem Mansourah-Massarah-Minenkomplex auf Gold im großen Stil, und strebt an, seine Goldproduktion bis 2040 zu vervierfachen.**
- **Internationale Schwergewichte von Chinas Geological Survey bis zu Barrick und Ivanhoe Electric schließen sich mit Saudi-Arabien zusammen und setzen große Summen auf den Mineralienboom im Königreich.**
- **Die saudische Regierung steht hinter dem Minensektor und hat eine Beschleunigung des Lizenzierungsverfahrens, Anreize für Explorationsarbeiten und Unterstützung bei den Investitionsausgaben angeboten, um Minenunternehmen zu Investitionen zu veranlassen.**

## Einführung

Das Königreich Saudi-Arabien (KSA), das für seine enorme Öl- und Gasförderung bekannt ist, hat vor kurzem damit begonnen, den Fokus vermehrt auf den Minensektor zu legen, um die Wirtschaft zu diversifizieren und in die Zukunft des Landes zu investieren.

*Our real wealth lies in the ambition of our people and the potential of our younger generation.*
**Mohammed bin Salman**

**Ein Beispiel für diese Diversifizierung ist Saudi-Arabiens 2016 ins Leben gerufene ehrgeizige Entwicklungsstrategie *Vision 2030*.** Sie zielt nicht nur darauf ab, die saudische Wirtschaft breiter aufzustellen und die Abhängigkeit des Landes vom Öl zu verringern, sondern auch darauf, das Land zu einem regionalen Wirtschaftszentrum von der Industrie über das Finanzwesen bis hin zum Technologiesektor zu machen, Arbeitsplätze zu schaffen und ausländische Investitionen anzuziehen.

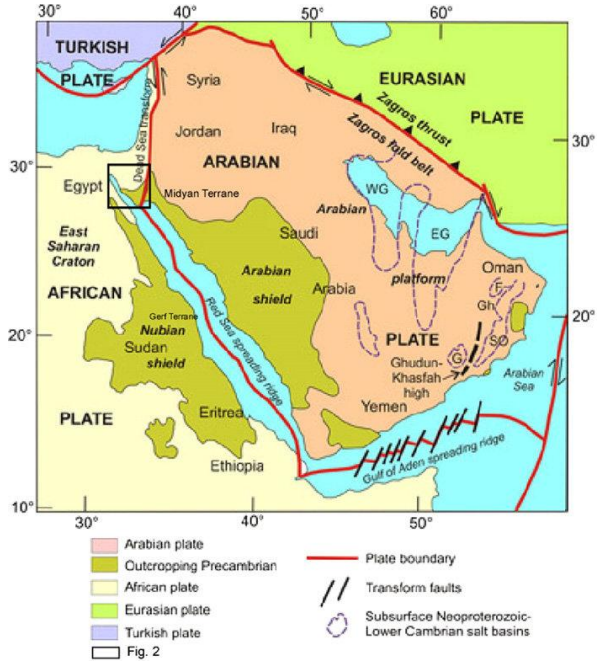
*Wealth is not about having a lot of money. It's about having a lot of options.*
**Chris Rock**

**Der Grund dafür ist, dass Saudi-Arabien über reichhaltige Bodenschätze verfügt.** Nach Angaben des Saudi Arabian Geological Survey wurden bislang 48 verschiedene Mineralien entdeckt, mindestens 15 sind kommerziell nutzbar. Die Regierung hofft, dass die Förderung dieser Ressourcen für Wachstum, Diversifizierung und ausländische Investitionen sorgen wird. Zu diesem Zweck wurde 2019 das saudische *Ministerium für Industrie und Bodenschätze* als Teil der Vision 2030 gegründet. Bandar bin Ibrahim Al-Khorayef, der saudische Minister für Industrie und Bodenschätze, erklärte im Jahr 2022:

> *„We aim for the mining sector to become the third pillar of the Saudi economy, and the Kingdom has a great opportunity to become a qualified and reliable destination for the mining industry on a global level, given the vast mining resources estimated at 5 trillion SAR that are available in the Kingdom."*

## Der Arabisch-Nubische Schild: Eine geologische Goldmine

**Saudi-Arabien ist deshalb so reich an Bodenschätzen, weil ein großer Teil des Westens der arabischen Halbinsel im geologisch wichtigen Arabisch-Nubischen Schild (ANS) liegt.**




Karte des Arabisch-Nubischen Schildes, Quelle: Gad, Sabreen, El-Shafei Mohamed und Kusky, Timothy M.: „Integrated satellite remote sensing and field based structural analysis of the Late Proterozoic Wadi Kid metamorphic belt, Sinai Peninsula, Egypt", Gondwana Research, 11, 2007, S. 326 –335, S. 327

*The race for critical minerals will define geopolitics in the 21st century.*
**Henry Sanderson**

Der ANS ist eine riesige geologische Struktur von 3 Mio. Quadratkilometern, die sich vom westlichen Saudi-Arabien über das Rote Meer bis zum östlichen Ägypten erstreckt und Teile des Sudans, Äthiopiens und Jemens einschließt. Der ANS ist für seine reichen Mineralienvorkommen bekannt, darunter Kupfer, Zinn, Nickel, Bauxit, Chromit, Niob, Tantal und vor allem bedeutende Goldvorkommen. Der westliche Teil Saudi-Arabiens wird im wahrsten Sinne des Wortes vom ANS beherrscht.

*He went in and the light of day showed him that the cavern was spacious and filled with bales of merchandise—bales of silk stuff and brocade and embroideries, and great store of gold ingots and silver and coins in heaps and strings, pearls and rubies and emeralds, and all manner of precious stones.*
**Richard Francis Burton**

Aufgrund der Fülle an unentdeckten Rohstoffen, darunter Seltene Erden, Gold, Zink, Kupfer und Phosphate, wurde deren geschätzte Gesamtbewertung regelmäßig nach oben angepasst. **So erhöhte die saudische Regierung diese im Jänner 2024 um 92% von 1,3 auf 2,5 Bill. USD, womit das Königreich zu einem weltweit wichtigen Akteur im Bergbausektor avancierte.** Laufende Explorationsarbeiten geben Anlass zur Annahme, dass sich diese Bewertung noch deutlich erhöhen wird, besonders in Anbetracht der Tatsache, dass bisher nur 30% der Fläche des ANS nach Rohstoffen untersucht wurden.

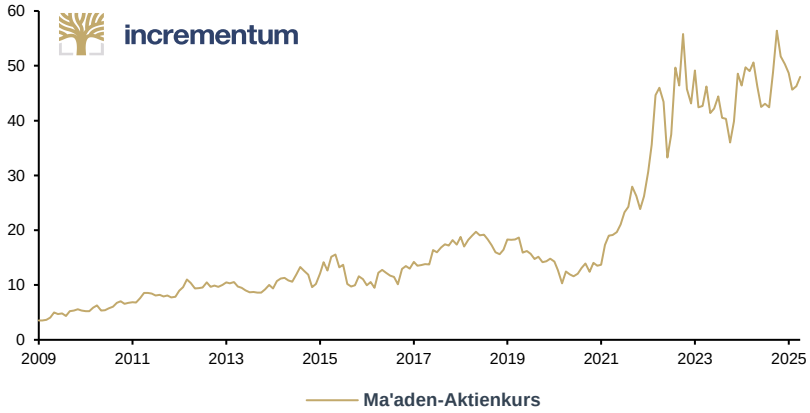
Im benachbarten Ägypten wurde das Potenzial des ANS für den Goldabbau bereits in der Sukari-Goldmine in der östlichen Wüste Ägyptens, nur 25 km vom Roten Meer entfernt, unter Beweis gestellt. 2023 förderte die Sukari-Mine, die zunächst *Centamin* gehörte, aber im November 2024 von *AngloGold Ashanti* übernommen wurde, 450.000 Unzen (14 t) und verfügt über ausgewiesene Goldreserven von 5,8 Mio. Unzen (180 t). Dies entspricht einer Förderdauer von 13 Jahren. Tatsächlich erklärte Centamin 2023, dass der ANS „remains one of the few underexplored gold belts", eine Tatsache, die den Saudis nicht verborgen geblieben ist.

*Geography is destiny.*
**Napoleon Bonaparte**

## Ma'aden: Ein aufstrebender Goldbergbaugigant

**Auf der anderen Seite des Roten Meeres in Saudi-Arabien steht die *Saudi Arabian Mining Company*, besser bekannt unter dem Namen Ma'aden, an der Spitze der saudischen Explorationsarbeiten und der Goldproduktion.** Ma'aden ist das größte Minenunternehmen sowohl in Saudi-Arabien als auch im Nahen Osten und befindet sich zu 67% im Besitz des saudi-arabischen *Public Investment Fund* (PIF), der mit einem Gesamtvermögen von 925 Mrd. USD der sechstgrößte Staatsfonds der Welt ist.

**Ma'aden-Aktienkurs, in SAR, 01/2009–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

Obwohl mehrheitlich im Besitz der saudischen Regierung, ist Ma'aden auch ein börsennotiertes Unternehmen, dessen Aktien an der saudischen Börse gehandelt werden, CEO ist der US-Amerikaner Bob Wilt. Ma'aden fördert insbesondere Phosphate, Bauxit (der wichtigste Rohstoff für Aluminium), Kupfer, Gold und andere Industriemineralien wie Magnesium. Seit seiner Gründung 1997 hat Ma'aden eine enge Verbindung zu Gold: „Gold enjoys a special status at Ma'aden as the first commodity ever mined by the company. The company at its inception earned almost all its earnings from gold production."

*Gold is a fundamental element of our success story. In the past decade, Maa'den has transformed from a small gold mining company into an internationally renowned gold miner with gold and base metals contributing significantly to our overall growth.*
**Ma'aden**

**Die Förderung von Gold betreibt die *Base Metals and New Minerals Company* (BMNM), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft von Ma'aden.** Entscheidend ist, dass Ma'aden nun eine noch bedeutendere Rolle in den Mineralien- und Bergbauplänen des Königreichs einnimmt: „further projects are underway consistent with Ma'aden being the third pillar of Vision 2030 for the Saudi Arabia's economy."

Gold macht bereits einen Großteil der Einnahmen von BMNM aus, der Rest stammt aus dem Abbau von Silber, Kupfer und Zink. **2023 förderte Ma'aden in allen sieben derzeit in Betrieb befindlichen Goldminen in Saudi-Arabien, die alle in der Zone des Arabischen Schildes liegen, insgesamt 407.000 Unzen Gold (12,65 t):**

- Ad Duwayhi: 147.294 Unzen.
- Die 70 km voneinander entfernten Goldminen Yje Bulghah und Sukhaybarat: insgesamt 58.516 Unzen.
- Die Mahd Adh Dhahab Mine, auch bekannt als Gold Cradle Mine, eine historische Mine in der Region Al Madinah, in der 2023 insgesamt 22.954

Unzen gefördert wurden. Bereits vor 3.000 Jahren wurde in Mahd Adh Dhahab Gold abgebaut, und Historiker spekulieren, dass sich an diesem Ort die sagenumwobene Goldmine von König Salomon befinden könnte.
- Die Al Amar: 20.260 Unzen.
- Die Mine As Suq: 11.850 Unzen.

**Unter allen Minen sticht jedoch Ma'adens neuestes und größtes Bergbaugebiet in der Region Makkah hervor.** 2023 konnte die Produktion um das Zwölffache auf 146.038 Unzen gesteigert werden.

*Luck is what happens when preparation meets opportunity.*
**Seneca**

**Der saudi-arabische Bergbaugigant geht davon aus, dass dies erst der Anfang ist, da das Unternehmen eine bedeutende Goldentdeckung gemacht hat, die auf potenziell riesige Goldressourcen hindeutet**. Einer Aussendung von Maa'den zufolge wurden mehrere hochgradige Goldvorkommen entlang eines 100 Kilometer langen Streifens südlich der Mansourah-Massarah-Minen in einem Gebiet namens Uruq South entdeckt.

*Starting as a single gold mine, we are now a global leader in phosphate production, a regional leader in aluminium, and we are on the precipice of becoming a globally significant gold miner.*
**Bob Wilt**

Diese Erkenntnisse beruhen auf Bohrergebnissen, die eine Reihe von Goldgehalten zwischen 10,4 und 20,6 Gramm pro Tonne aufwiesen. **Angesichts dieser hochgradigen Bohrentdeckungen hat Ma'aden seither sein Goldbohrprogramm rund um Mansourah-Massarah ausgeweitet.**

Darüber hinaus wurden Explorationsarbeiten in einem 25 km langen Abschnitt nördlich von Mansourah-Massarah in einem Gebiet namens Jabal Ghadarah und Bir Tawilah durchgeführt. Dabei konnten 1,5 Mio. Unzen zuvor vermuteter Goldressourcen in den Status ‚angezeigt' und ‚gemessen' überführt werden. Es überrascht nicht, dass Ma'aden der Meinung ist, dass dieser 125 km lange Streifen ein „significant potential to become a major world class gold belt in Saudi Arabia" hat. **Mit diesen neuen Goldfunden verfügen die Mansourah-Massarah-Minen nach Angaben des Unternehmes über Goldressourcen von fast 7 Mio. Unzen (218 t).**

*These discoveries have the potential to be the center of the world's next gold rush and are a strong part of our growth strategy. The Arabian Shield has enormous potential for more world class discoveries, and this is the first of many we expect to make in the coming years.*
**Bob Wilt**

**Ma'aden erwartet, dass die Mansourah-Massarah-Mine 2025 mehr als 500.000 Unzen und im Jahr 2028 700.000 Unzen Gold fördern wird.** Langfristig ist geplant, die Produktion bis 2040 auf 1,6 Mio. Unzen zu steigern.

Auf dem Future Minerals Forum (FMF) im Jänner in Riad gab Ma'aden weitere Entdeckungen bekannt, darunter neue Bohrergebnisse aus der Mansourah-Massarah-Goldmine, die eine starke Goldmineralisierung mit hochgradigen Erweiterungen in der Tiefe zeigten, eine neue Goldentdeckung in Wadi Al Jaww und weitere Explorationsarbeiten in Jabal Shayban im Arabischen Schild, die laut Ma'aden das Potenzial der Region als bedeutendes Gold- und Kupfergebiet unterstreichen.

# Kleinere internationale Akteure im saudischen Goldsektor

## KEFI Gold and Copper

***KEFI Gold and Copper*** **ist ein an der Londoner Börse notiertes Explorationsunternehmen, das sich auf Gold- und Kupfervorkommen im Arabisch-Nubischen Schild konzentriert, insbesondere in Saudi-Arabien und Äthiopien.** In Saudi-Arabien betreibt KEFI das Goldprojekt Jibal Qutman und das Kupfer-Zink-Projekt Hawiah, wo bereits bedeutende Goldvorkommen entdeckt wurden. Gemeinsam mit dem saudischen Partner *Abdul Rahman Saad Al Rashid and Sons Company Limited* (ARTAR) ist KEFI über das Joint Venture *Gold and Minerals Co.* (GMCO) an weiteren Explorationsvorhaben beteiligt. 2022 lieferten sich Ma'aden und Barrick ein Bietergefecht mit ARTAR um eine Explorationslizenz für das Gebiet Umm Ad Damar in der Region Madinah. Dabei handelt es sich um ein über 40 Kilometer langes Areal mit Vorkommen von Kupfer, Zink, Gold und Blei.

## Royal Road Minerals

*Successful disruption hinges on precise timing, [and] with its considered and authentic approach, Saudi Arabia is carving out a new and exciting future for the global mining industry.*
**Tim Coughlin, Royal Road Minerals**

***Royal Road Minerals*** **ist ein Junior-Explorer, der sich auf die Entdeckung und Förderung von Gold und Kupfer konzentriert.** Das Unternehmen setzt auf Partnerschaften mit lokalen Akteuren und verfolgt einen Ansatz von der Entdeckung bis zur Erschließung, um politische Risiken besonders in kritischen Projektphasen zu minimieren.

**Im Rahmen seiner *Vision 2030* fördert Saudi-Arabien gezielt den Bergbau, um den Anteil der Wirtschaftssektoren außerhalb der Öl- und Gasindustrie von 16 auf 50% zu steigern.** Dafür wurden Regulierungen reformiert, eine geologische Online-Datenbank erstellt und erhebliche finanzielle Anreize geschaffen. Dazu zählen Förderungen von bis zu 200 Mio. USD für Explorationsarbeiten und 75% des Startkapitals für Minen, begrenzt auf bis zu 800 Mio. USD pro Projekt. Diese politische Unterstützung macht das Königreich als Investitionsstandort attraktiv für *Royal Road Minerals*, das nach zweijähriger Zusammenarbeit bereits mehrere vielversprechende Gold- und Kupfervorkommen identifiziert hat, von denen drei derzeit angebohrt werden. Das Unternehmen ist an der kanadischen TSX Venture Exchange notiert.

## Saudi Discovery Company

*Only one country in the world is setting near-term targets of 10 new mines by 2030. At the heart of SDC's success is the foundation laid by Saudi Arabia's Vision 2030 - an ambitious framework designed to diversify and grow the Kingdom's economy and reduce its dependence on oil.*
**Christian Milau, Saudi Discovery Company**

**Die *Saudi Discovery Company* (SDC) ist ein privates Explorations- und Erschließungsunternehmen mit Fokus auf den Arabisch-Nubischen Schild.** Gegründet von erfahrenen Minenunternehmern, konzentriert sich SDC auf Kupfer, Zink und Edelmetalle, insbesondere in VMS-artigen Lagerstätten, und verfügt über umfangreiche Erfahrung im Aufbau von Minenunternehmen von Einzel- zu Mehrfachminenplattformen. SDC verfügt über Explorationslizenzen im gesamten Arabisch-Nubischen Schild, begann Ende 2024 mit den ersten Arbeiten und setzt die Bohrungen 2025 fort. Zugleich werden neue potenzielle Förderstätten erworben.

Auch für SDC ist die langfristige Strategie der Vision 2030 in Zusammenhang mit der vor kurzem erfolgten Reformen des Bergbaugesetzes sowie das noch wenig

erforschte geologische Potenzials Saudi-Arabiens attraktiv. Investorenfreundliche Politik, erstklassige Infrastruktur, schnelle Lizenzierungsverfahren und ein unternehmensfreundliches Steuersystem machen das Königreich für SDC zu einer der attraktivsten Rechtsordnungen für den Bergbau weltweit.

### ANS Exploration

*Saudi Arabia's mining sector is no longer an emerging story – it's a booming reality, and ANS Exploration is proud to be part of it.*
**Christopher Schmidt, ANS Exploration**

**Bei *ANS Exploration* handelt es sich um ein weiteres kanadisches Explorationsunternehmen, das sich auf erstklassige Entdeckungen im Arabisch-Nubischen Schild spezialisiert.** Mit Technologien wie KI-gesteuertem Targeting und moderner Geowissenschaft, die kostengünstige und ganzjährige Explorationsarbeit ermöglichen, will das Unternehmen an Saudi-Arabiens Transformation im Minensektor mitwirken. Auch für ANS Exploration ist Saudi-Arabien aufgrund des regulatorischen Umfeldes und der klaren politischen Vision 2030 ein attraktives Umfeld für Investitionen.

ANS Exploration sieht im Arabisch-Nubischen Schild bezüglich seiner Ressourcenvorkommen Parallelen zu einigen der produktivsten Bergbauregionen der Welt, wie dem Kanadischen Schild, dem Westafrikanischen Kraton und Westaustralien. Es beherbergt erstklassige Lagerstätten mit großem Potenzial für Gold, Kupfer und andere wichtige Mineralien, die nur darauf warten nutzbar gemacht zu werden.

## Internationale Zusammenarbeit und Joint-Ventures

*As an Al-Nassr player, it's a privilege to change a country's culture and football, to have great stars, it makes me proud. I was the pioneer and I feel proud of it.*
**Cristiano Ronaldo**

**Die saudische Regierung und Ma'aden arbeiten auch aktiv mit globalen Minenunternehmen zusammen, um das Wachstum des saudi-arabischen Minensektors anzukurbeln.** Diese Strategie stärkt den Ruf des Königreichs als attraktives Ziel für den Bergbau und ist entscheidend für technologische Fortschritte, Wissenstransfer und Kapitalinvestitionen in den inländischen Minensektor.

**Beispielhaft sind die Partnerschaften von Ma'aden mit *Barrick* und *Ivanhoe Electric*.** Ma'aden und Barrick betreiben in Saudi-Arabien die Untertagebau-Kupfermine Jabal Sayid als 50/50-Joint-Venture, die sich in derselben Region wie die Goldminen von Ma'aden befindet. Vor kurzem sind beide Unternehmen zwei weitere Joint-Ventures eingegangen, um in Jabal Sayid South und Umm Ad Damar in der Nähe der Jabal-Sayid-Mine nach Förderstätten zu suchen. Dabei handelt es sich um 50/50-Joint-Ventures namens *Ma'aden Barrick 2 Limited* (MBC2) und *Ma'aden Barrick 3 Limited* (MBC3).

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

Das 50/50-Joint-Venture mit Ivanhoe Electric betreibt geophysikalische Untersuchungen in lizenzierten Gebieten mit einer Gesamtgröße von 48 500 km² im ANS, um neue Gold-, Kupfer-, Nickel-, Silber- und andere Mineralienvorkommen zu identifizieren.

*Saudi Arabia has amazing data, but no one's really processed it. That's why it's attractive for us because the path to new opportunities is much shorter in this terrain than it would be a much more mature terrain geologically.*
**Mark Bristow**

Dieses Joint-Venture ist Teil einer strategischen Partnerschaft, die Ma'aden im Jänner 2023 mit Ivanhoe Electric einging, wobei Ma'aden 9,9% von Ivanhoe Electric erwarb. Bei den Explorationsarbeiten wird das geophysikalische Vermessungssystem Typhoon von Ivanhoe eingesetzt, um Daten zu sammeln, die von der Ivanhoe-Tochter *Computational Geosciences Inc* (CGI) analysiert werden, um neue Mineralvorkommen zu identifizieren. Die bisherigen Ergebnisse sehen vielversprechend aus, wobei die durch Typhoon-Vermessung identifizierten Mineraliengebiete in der Nähe der Gold-Kupfer-Zink-Mine Al Amar von Ma'aden, durch ein erstes Bohrprogramm als potenziell geeignet eingestuft wurden.

**Ma'aden entwickelt nicht nur den Bergbausektor in Saudi-Arabien, sondern investiert auch in Bergbauanlagen im Ausland über das Joint-Venture-Unternehmen *Manara Minerals Investment Co.*, welches im Jänner 2023 zusammen mit dem saudischen Public Investment Fund (PIF) gegründet wurde.** Es gehört zu 51% Ma'aden und zu 49% dem PIF und will weltweit in Minenunternehmen investieren, die Kupfer, Nickel, Eisenerz, Lithium und Gold fördern.

*Someone is sitting in the shade today because someone planted a tree a long time ago.*
*Someone is sitting in the shade today because someone planted a tree a long time ago.*
**Warren Buffett**

Mit dem Kauf eines 10%igen Anteils an der brasilianischen *Vale Base Metals*, dem Minenunternehmen des brasilianischen Bergbaugiganten Vale, im Mai 2024 wurde die erste Auslandsinvestition getätigt. Im Jänner enthüllte die Financial Times, dass Manara Minerals zudem einen Anteil von 10 bis 20% am pakistanischen Kupfer-Gold-Projekt *Reko Diq* von der pakistanischen Regierung erwerben wird. Barrick hält einen Anteil von 50% an diesem Projekt, das jährlich 200.000 t Kupferkonzentrat und 250.000 Unzen Gold produzieren soll, wobei die Fertigstellung für 2029 geplant ist.

*Wir sollten uns nicht fürchten, die Wahrheit zu schätzen und zu erlangen, woher auch immer sie kommt, selbst wenn sie von fernen Völkern und Nationen kommt, die sich von uns unterscheiden.*
**Abu Yusuf al-Kindi**

**Auf dem Future Minerals Forum 2024 und 2025 in Riad unterzeichnete Saudi-Arabien Absichtserklärungen mit einer Reihe von Ländern, um die Entwicklung des saudischen Bergbausektors durch internationale Kooperationen zu unterstützen.** 2024 wurden Absichtserklärungen mit Ägypten, Marokko und der Demokratischen Republik Kongo unterzeichnet, die sich auf die Zusammenarbeit im Bereich des Mineralienreichtums konzentrieren, sowie eine Absichtserklärung mit Russland zur Zusammenarbeit im Bereich der Geologie.

**2025 ging Saudi-Arabien mit sechs weiteren Ländern Absichtserklärungen ein** – Dschibuti, Jordanien, dem Vereinigten Königreich, Sambia, Österreich und Frankreich –, um internationale Partnerschaften zur Entwicklung des Bergbausektors des Königreichs zu fördern. Diese Vereinbarungen konzentrieren sich auf die Kooperation in Bereichen wie Technologie, Investitionen und den Austausch von Fachwissen.

## Chinesisch-saudische Kooperationen

**Saudi-Arabien kooperiert bei Explorationsarbeiten zunehmend stärker mit China.** Im Juni 2023 kündigte das saudische Ministerium für Industrie und Bodenschätze auf der 10. arabisch-chinesischen Wirtschaftskonferenz in Riad eine

Partnerschaft mit China an. Im Rahmen eines 207-Mio.-USD-Projekts wird die saudi-arabische geologische Aufsichtsbehörde *Saudi Geological Survey* gemeinsam mit ihrem chinesischen Pendant *China Geological Survey* den saudischen Teil des Arabisch-Nubischen Schildes für die nationale geologische Datenbank Saudi-Arabiens geologisch kartieren und über 270 geologische Karten und Gutachten erstellen, um Mineralvorkommen zu identifizieren. Dieses Projekt hat eine Laufzeit von 11 Jahren. **Goldman Sachs zufolge hat sich Saudi-Arabien das Ziel gesetzt, 50% der geologischen Kartierung des Arabischen Schildes bis 2025 abzuschließen.**

*Observe calmly; secure our position; cope with affairs calmly; hide our capacities and bide our time; be good at maintaining a low profile; and never claim leadership.*
**Deng Xiaoping**

**Die Bedeutung dieser Zusammenarbeit sollte nicht unterschätzt werden, da für Saudi-Arabien durch die Zusammenarbeit mit dem größten Goldförderland der Welt umfangreiches Wissen über Explorationsarbeiten und die Förderung von Gold und anderen Mineralien nutzbar wird.**

Chinesische und saudische Regierungsvertreter sehen die saudische Vision 2030 und Chinas Belt-and-Road-Initiative (BRI) bereits als komplementär und synergetisch an und stimmen Förderungen und Zusammenarbeit bei der Explorationsarbeit und Entwicklung des saudischen Mineraliensektors aufeinander ab.

China verfügt zwar bereits über umfangreiche Erfahrungen im Bereich der Exploration und Produktion von Mineralien in Saudi-Arabien, beispielsweise durch die saudische Niederlassung der *China National Geological & Mining Corporation* (CGM) und das *Kontaktbüro chinesischer Unternehmen in Saudi-Arabien* (COCC), doch diese Kooperation wird die Zusammenarbeit auf eine neue Ebene heben.

## Staatliche Anreize: Exploration und Entwicklung fördern

**Im Rahmen der Vision 2030 strebt die saudische Regierung an, Investitionen von ausländischen und einheimischen Unternehmen im Umfang von 170 Mrd. USD in den Minensektor zu lenken und in diesem 200.000 Arbeitsplätze zu schaffen.**

*The resource curse is not inevitable. Countries can benefit from their natural resource wealth, but this requires good policies and good governance.*
**Joseph Stiglitz**

Zur Beschleunigung ausländischer Investitionen dient das von der saudischen Regierung im Juni 2020 neu verabschiedete Bergbaugesetz, welches die Finanzierung für Investoren regelt und geologische Erkundungs- und Explorationsarbeiten unterstützt. **Es schließt Steuervergünstigungen, finanzielle Unterstützung für Explorationsarbeiten und gestraffte Genehmigungsverfahren ein und soll Saudi-Arabien zu einem wettbewerbsfähigen Standort für Minenunternehmen machen.**

*I enjoy being in Saudi Arabia!*
**Zinedine Zidane**

Zu den Investitionsanreizen zählt ebenfalls die Vergabe standardisierter Lizenzen sowohl an inländische als auch internationale Unternehmen. Diese Dienste werden von der *ESNAD Saudi Mining Services Company* auf der Plattform

*Ta'adeen* verwaltet, die dem Ministerium für Industrie und Bodenschätze (MIM) untersteht und in der auch eine Datenbank mit detaillierten geologischen und technischen Daten des Königreichs gespeichert ist.

*I have to say without a doubt that this is the most impressive and now the most important mining conference on the planet. They've done an outstanding job of convening the most important people in our industry, policymakers, etc. And they put on quite a show here, it's really well done.*
**Frank Giustra**

Auf dem Future Minerals Forum im Jänner 2024 kündigten das saudische Ministerium für Industrie und Bodenschätze und das saudische Investitionsministerium ein Förderprogramm für Explorationsarbeiten in Höhe von 182 Mio. USD an, das bis zu 25% der Explorationskosten deckt, sowie die Beschleunigung der Vergabe von Minen- und Explorationslizenzen.

Ebenso bekanntgegeben wurden Ausschreibungsrunden für Explorationsarbeiten in Gebieten von ca. 50.000 Quadratkilometer Größe. Im Zuge dessen begann im März die Bekanntgabe des saudischen Ministeriums für Industrie und Bodenschätze von Ausschreibungen von drei mineralreichen Explorationsgebieten in den Regionen Riad und Medina auf insgesamt 25.000 km², in denen Vorkommen von Gold, Kupfer, Silber, Zink, Nickel und anderen Mineralien vermutet werden.

Für fortgeschrittene Explorationsarbeiten und Minenprojekte, einschließlich Machbarkeitsstudien und Bauarbeiten, stellt der saudische Industrieentwicklungsfonds Darlehen für bis zu 75% der Kapitalkosten der Minenerschließung bereit. Infrastrukturinvestitionen zur Unterstützung des Bergbaus, einschließlich der Transportnetze und der Energieversorgung wurden ebenfalls umgesetzt.

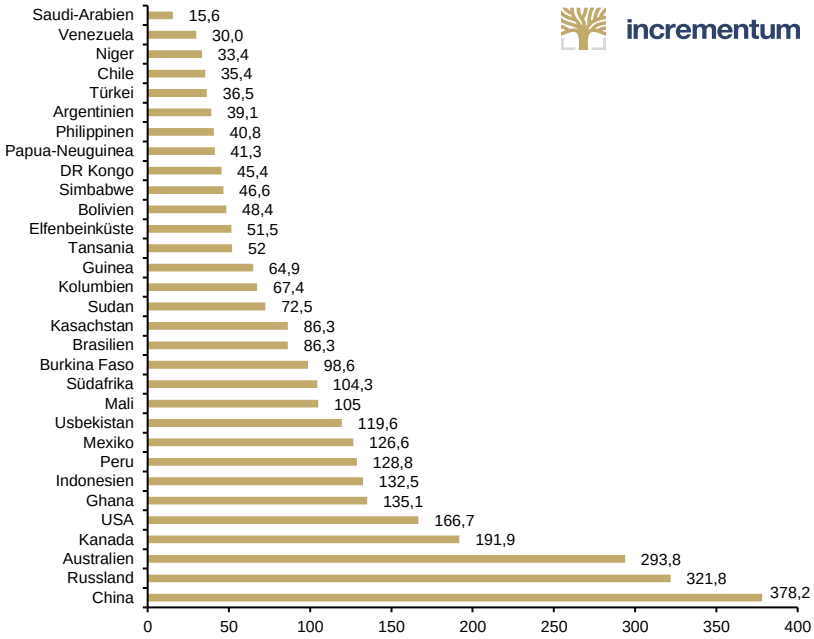
## Saudi-Arabiens Weg zum Top-20 Goldproduzenten

*Plans are nothing; planning is everything.*
**Dwight D. Eisenhower**

**Die saudische Goldproduktion betrug 2023 in etwa 500.000 Unzen und dürfte sich 2024 auf etwa 530.000 Unzen belaufen haben.** Mit etwas mehr als 15 t ist dies im internationalen Vergleich immer noch eine geringe Menge. Saudi-Arabien hält per 2023 einen Anteil von lediglich 0,38% an der weltweiten Goldproduktion.

Vor diesem Hintergrund kündigte Bandar Alkhorayef, saudischer Minister für Industrie und Bodenschätze, 2023 an: „[O]ur target is to boost that level to one million ounces in 2030", was rund 31 t entspricht. Mit dieser Goldproduktion würde Saudi-Arabien mit Ländern wie Venezuela (30 t), Niger (33,4 t), Chile (35,4 t) und der Türkei (36,5 t) gleichziehen.

**Goldproduktion, in Tonnen, 2023**




Quelle: GlobalData, World Gold Council, Incrementum AG

*Wer sich anstrengt, findet, und wer sät, erntet.*
**Arabisches Sprichwort**

Allerdings wäre dann noch immer eine Verdopplung der saudischen Goldproduktion notwendig, um in die Top-20 der weltweit führenden Goldproduzenten vorzustoßen. Ma'aden gibt in seinem Jahresbericht 2023 an, dass es bis 2040 eine Goldproduktion von 1,6 Mio. Unzen pro Jahr anstrebt. **Angesichts dieser ambitionierten Zielsetzung scheint der Aufstieg in die erweiterte Weltspitze möglich.**

## Geopolitik – Zwischen Orient und Okzident

*Saudi Arabia remains the central bank of oil.*
**Daniel Yergin**

**Die Bergbauambitionen Saudi-Arabiens sind eng mit seiner breiteren geopolitischen Strategie und seinen Bestrebungen verknüpft, sich als zentraler Akteur im globalen Handel zu positionieren.** Das Königreich liegt strategisch günstig an der Kreuzung der wichtigsten Handelsrouten nach Europa, Asien und Afrika und verfügt damit über einen effizienten Zugang zu den Exportmärkten für seine Mineralienproduktion.

**Zudem ist das Land in zahlreiche internationale Organisationen eingebettet.** Als führendes Mitglied des Golf-Kooperationsrates (GCC), welcher die Vereinigten Arabischen Emirate, Kuwait, Bahrain, Katar und Oman umfasst, verfügt Saudi-Arabien über erheblichen Einfluss. Über die im August 2023 geäußerte Einladung den BRICS+ beizutreten, hat das Königreich noch nicht entschieden. Sollte Saudi-Arabien einen Beitritt zusagen, so wäre eine weitere Vertiefung der Handelsbeziehungen mit den mittlerweile 10 Mitgliedsstaaten die Folge. **Die Partnerschaft mit China, insbesondere im Rahmen der Belt-and-Road-Initiative, stimmt mit den Zielen Saudi-Arabiens im Bergbau überein und erleichtert die technologische Zusammenarbeit sowie groß angelegte geologische Untersuchungen.**

*We have been invited to the BRICS, similar to how we have been invited to many other multilateral platforms in the past. We assess many different aspects of it before a decision is made, and right now, we are in the middle of that.*
**Faisal Alibrahim, Minister Saudi-Arabiens für Wirtschaft und Plannung**

**Weiters ist Saudi-Arabien de facto der führende und wichtigste Swing-Produzent innerhalb der OPEC und nutzt seine Ölreserven und Produktionskapazitäten, um die globalen Ölmärkte zu beeinflussen.** Diese Führungsrolle unterstreicht nicht nur den Einfluss im Energiesektor, sondern versetzt das Land auch in die Lage, sein wirtschaftliches und politisches Gewicht bei der Diversifizierung in den Bereichen Mineralien und Bergbau strategisch einzusetzen.

**Der wachsende diplomatische Einfluss, offenbart sich u.a. in seiner Rolle als Gastgeber hochrangiger diplomatischer Gespräche, z. B. zur Beendigung des Ukraine-Krieges, und in seinen engen Beziehungen zu Großmächten wie den USA und Russland.** Ohne Zweifel entfaltet dies auch seine Wirkung beim Anliegen, internationale Investitionen anzuziehen.

*Whoever has the gold, makes the rules.*
**Der Zauberer von Id**

Im Jänner erklärte Bandar Alkhorayef, Minister für Industrie und Bodenschätze, auf dem Future Minerals Forum 2025 in Riad, dass das Königreich das Zentrum einer „Superregion“ werden wolle, die Afrika und Zentralasien sowie andere Teile des Nahen Ostens einschließen würde. Das deutlich gestiegene Selbstbewusstsein findet auch in der Aussage, wonach Saudi-Arabien fortan „rule shaper, not rule taker“ sein wolle, seinen Niederschlag.

**Ein fundamentaler geopolitischer Wendepunkt für Saudi-Arabien vollzog sich im Juni 2024, als das Königreich entschied, das vor genau 50 Jahren mit den USA geschlossene Petrodollar-Abkommen nicht zu verlängern.** Dieses Abkommen aus dem Juni 1974 sah vor, dass Saudi-Arabien, seine Ölexporte ausschließlich in US-Dollar abrechnet, was ein zentraler Pfeiler für die weltweite Vormachtstellung der US-Währung war. Es trat kurz nach der Aufhebung der Goldbindung des US-Dollars im August 1971 in Kraft. **Mit dem Auslaufen der Vereinbarung im Juni 2024 eröffnet sich für Saudi-Arabien nun die Möglichkeit, Ölverkäufe auch in anderen Währungen – etwa dem chinesischen Renminbi oder der indischen Rupie – abzuwickeln.**

*I don’t see Saudi Arabia running to denominate in another currency for financial reasons. If they change the currency of denomination it would be more politically motivated.*
**Hossein Askari, Berater des saudischen Finanzministers**

**Dies signalisiert nicht nur einen weiteren Schritt in Richtung einer multipolaren Wirtschaftsordnung, sondern steht im Zuge der angestrebten stärkeren geopolitischen Unabhängigkeit auch im Einklang mit der saudi-arabischen Vision 2030.** Öl könnte künftig in alternativen Vermögenswerten wie Gold bewertet werden, und dadurch Initiativen zur Goldförderung im Arabisch-Nubischen Schild noch weiter anregen. Mit dem Auslaufen des Petrodollar-Abkommens eröffnet sich nicht nur die Möglichkeit einer Neugestaltung des Welthandels, sondern auch das Potenzial, die weltweite Nachfrage nach dem US-Dollar zu schwächen, die De-Dollarization zu beschleunigen und letztlich den bisherigen Status des US-Dollars als unangefochtene globale Leitwährung grundlegend in Frage zu stellen.

## Fazit

**Das Ansinnen Saudi-Arabiens, zu den bedeutendsten Goldproduzenten aufzusteigen, ist zwar ehrgeizig, aber die Vision des Bergbaus als „dritter Säule" der saudischen Wirtschaft fußt auf einem beträchtlichen geologischen Potenzial, erheblicher staatlicher Unterstützung und internationalen Partnerschaften, sowohl mit dem privaten Sektor als auch mit anderen Ländern.**

*As Saudi grows as a centre of wealth management, it is only natural that the investment gold market will grow. Saudi Arabia is unique in the region in having a gold mining industry – there is a real opportunity for gold to play an important role in Saudi Arabia across the supply chain.*
**Andrew Naylor**

Das Ausmaß des saudi-arabischen Bodenschatzes mit einem Wert von zumindest 2,5 Bio. USD in Verbindung mit den bisherigen Explorationsarbeiten von Ma'aden in der Region Mansourah-Massarah stellt eine solide Grundlage für Wachstum dar. Ob diese Faktoren die Vision 2030 tatsächlich innerhalb weniger Jahre Wirklichkeit werden lassen können, wird sich schon bald weisen.

Selbst auf Basis fortgeschrittener geologischer Untersuchungen, erfolgreichen Bohrungen und Kapitalinvestitionen vergehen von den Explorationsarbeiten bis zum Erreichen des vollen Fördervolumens in der Regel Jahrzehnte. **Der verbesserte Rechtsrahmen und die außerordentliche Förderprogramme tragen zu einer Beschleunigung bei, jedoch verbleiben Risiken im Bereich der Exploration, des laufenden Betriebs sowie der politischen und wirtschaftlichen Stabilität.**

*Geduld ist der Schlüssel zur Erleichterung.*
**Arabisches Sprichwort**

Nichtsdestotrotz bietet Saudi-Arabien einen der am schnellsten wachsenden Minensektoren weltweit und hat sich durch seine Neupositionierung wesentlich in den Fokus internationaler Minenunternehmen gerückt. **Nach den Besucherzahlen und der Beliebtheit des Future Minerals Forums zu urteilen, das jedes Jahr im Jänner in Riad stattfindet und sich rasch zu einer der wichtigsten Konferenzen für führende Bergbauunternehmen und Investoren aus aller Welt entwickelt hat, haben viele dieser Unternehmen Saudi-Arabien bereits auf ihrem Radar.**

McEwen Mining

# MUX

**Huge Exposure to Copper**
**The most critical metal for the energy transition**

**Gold & Silver Production, 4 Mines in the Amercias**
**Turnaround providing considerable torque to the upside**

**CEO Ownership 17%**
**$220 million invested, salary $1 / year**

**Listed NYSE & TSX**
**High liquidity**

Web: mcewenmining.com
Email: info@mcewenmining.com
Tel: 1-866-441-0690

IGWT Report

# Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung

*Streck deine Hand aus,*
*greif nach dem herrlichen Gold.*

**William Shakespeare**

- **Die Repatriierung von Gold durch die Zentralbanken ist ein Phänomen, das 2011 begann und sich bis heute in mehreren Wellen fortsetzt.**
- **Die Länder, die Gold repatriiert haben, sind zahlreich und unterschiedlich, von bedeutenden Industriestaaten in West- und Mitteleuropa – Deutschland, Niederlande, Österreich, Polen, Ungarn und Serbien – bis hin zu einigen Schwellenländern wie Indien, Türkei und Venezuela.**
- **Zusammen haben diese Zentralbanken seit 2011 mehr als 1.800 t Gold repatriiert.**
- **In vielen Ländern ging der Goldrepatriierung eine harte politische Auseinandersetzung voraus. Die Repatriierung befürworteten meist die nationalen Rechnungshöfe und einige Oppositionspolitiker, während die Zentralbanken und andere Politiker Widerstand leisteten.**
- **Jüngste Umfragen unter Zentralbanken wie vom World Gold Council und von INVESCO deuten darauf hin, dass die Goldrepatriierung weiterhin ein Thema bleiben wird.**
- **Die Zentralbanken kaufen und repatriieren Gold wegen des erhöhten geopolitischen Risikos, der Militarisierung des Finanzsystems und wegen der Besorgnis über den Zugang zu im Ausland gelagerten Gold.**

## Einführung

*The mantra we have seen in the last year or so is, „If it's my gold, then I want it in my country."*
**Rod Ringrow, Invesco**

**Unter Goldrepatriierung versteht man den Prozess, bei dem die Zentralbanken ihre physischen Goldreserven aus den Tresoren ausländischer Goldverwahrer in ihr eigenes Land zurückbringen.** Dieser Prozess hat seit 2011 erheblich an Dynamik gewonnen, gerade auch deswegen, weil der Trend zur Goldrepatriierung als ein sich selbst verstärkendes Phänomen betrachtet werden kann. Während viele Länder Gold erfolgreich repatriiert haben, gibt es auch Länder, in denen die Repatriierungsbemühungen scheiterten.

Der Impuls, Gold wieder in den unmittelbaren Besitz der Zentralbanken zu bringen, wurde durch eine Reihe von Faktoren ausgelöst, darunter geopolitische Spannungen und Sanktionsrisiken, der Wunsch nach wirtschaftlicher Souveränität sowie einer Vertrauenserosion, die gerade auch durch das Verweigern eines Audits beigetragen hat.

*Die Lagerung von Edelmetall im Lande entspricht dem internationalen Trend, erhöht die finanzielle Stabilität und kann das Vertrauen der Märkte in die ungarische Wirtschaft stärken.*
**Magyar Nemzeti Bank**

Im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion" setzten wir uns schwerpunktmäßig mit dem Phänomen *Vertrauen* auseinander, insbesondere mit jenem in die Währung und das Geldsystem sowie mit den Folgen der Erosion dieses Vertrauens. Bereits damals hielten wir fest: „Die Vertrauenserosion in die internationale Währungsordnung manifestiert sich in den höchsten Goldkäufen der Notenbanken seit 1971 sowie im Repatriierungstrend der Goldbestände." **Seit dieser Beobachtung vor mittlerweile 6 Jahren haben die Goldkäufe der Zentralbanken deutlich zugelegt und ein Rekordniveau erreicht.**

## Gründe der Goldrepatriierung

Die Zentralbanken repatriieren Gold aus einer Vielzahl miteinander verbundener Gründe. Die wichtigsten Auslöser und Beweggründe für die Repatriierung von Gold sind die folgenden:

- **Verringerung des Sanktionsrisikos:** Da die USA, die EU und die G7 aktiv Sanktionen verhängen und ausländische Reserven einfrieren und konfiszieren, repatriieren die Zentralbanken Gold und halten es unter direkter staatlicher Kontrolle, um zu verhindern, dass im Ausland gelagertes Gold mit Sanktionen belegt und damit der Verfügungsgewalt der Zentralbank entzogen wird.

- **Audit:** Manche nationalen Rechnungshöfe haben die Repatriierung des Goldes verlangt, um eine Überprüfung der Goldreserven vornehmen zu können, da die Federal Reserve Bank of New York und die Bank of England physische Prüfungen untersagen.

- **Konzentrationsrisiko:** Aufsichtsbehörden können zu dem Schluss kommen, dass die Lagerung eines hohen Prozentsatzes der Goldreserven in einem einzigen ausländischen Tresor ein Konzentrationsrisiko darstellt.

- **Zweifel an der Existenz des Goldes:** Die mangelnde Transparenz von Verwahrern wie der Federal Reserve Bank of New York hat den Verdacht genährt, dass nicht genügend Gold vorhanden ist, um alle Goldforderungen zu decken. Die extrem zähe Repatriierung der deutschen Goldreserven aus New York und Paris über einen Zeitraum von fünf Jahren hat dieses Misstrauen zusätzlich verstärkt. Die Zentralbanken ziehen daher ihr Gold ab und repatriieren es, um sich der tatsächlichen Existenz ihrer Goldbestände zu vergewissern.

- **Geopolitische Spannungen:** Zunehmende politische und militärische Konflikte, Handelskriege und die Neuordnung der Handelsblöcke veranlassen die Zentralbanken, ihre Goldreserven im Inland zu lagern, um das Risiko des Einfrierens von Vermögenswerten oder der Nutzung der Goldreserven als politische Verhandlungsmasse zu verringern.

- **Globales Momentum:** Wenn eine Zentralbank Gold repatriiert, ziehen andere nach, weil sie befürchten, angreifbar zu sein. Es bildet sich eine Eigendynamik, vergleichbar mit dem Spiel „Reise nach Jerusalem".

- **Politischer Druck von Politikern und der Bevölkerung:** In vielen Fällen haben Regierungen als Folge innenpolitischen Drucks Gold repatriiert.

- **Eliminierung des Gegenparteirisikos:** Physisches Gold birgt kein Gegenparteirisiko, aber das gilt nur, wenn das Gold im Inland gelagert wird und nicht im Ausland. Die Weltfinanzkrise 2007/2008 veranlasste die Zentralbanken, das Gegenparteirisiko neu zu bewerten, und verstärkte die Bedeutung von in inländischen Tresoren gelagertem Gold.

- **Vorbereitung auf Währungskrisen:** Die Euro-Schuldenkrise von 2009 bis 2012 lenkte die Aufmerksamkeit der Zentralbanken auf Währungskrisen und machte deutlich, wie wichtig es ist, Gold als stabile Reserve während finanzieller Turbulenzen zu halten.

- **Verringerung des Erpressungspotenzials:** Die Repatriierung von Gold verhindert, dass ausländische Regierungen die Zentralbanken unter Druck setzen, ihr im Ausland gelagertes Gold bei Swaps, Krediten und Leasinggeschäften oder in politischen oder wirtschaftlichen Verhandlungen einzusetzen. Die souveräne Kontrolle minimiert daher den externen Einfluss auf die Geldpolitik.

- **Strategische Reserve:** Gold ist ein zentraler strategischer Vermögenswert einer Zentralbank, mit kontinuierlichem Wertzuwachs und eine Grundlage des nationalen Wohlstands. Die Zentralbanken erkennen zunehmend, dass ihr Gold am sichersten ist, wenn es im Inland gelagert wird, frei von externer Kontrolle und sicher vor Beschlagnahmung.

- **Eine vertrauensbildende Maßnahme:** Die Repatriierung von Gold stärkt die nationale Souveränität und fördert das Vertrauen der Öffentlichkeit.

- **Aus Gründen der Sparsamkeit:** Goldverwahrer wie die Bank of England erheben laufende Gebühren für die Lagerung. Die Repatriierung kann trotz der unmittelbar für Transport und Versicherung anfallenden Kosten langfristig die Lagerungskosten senken.

- **Krisenszenarien:** Wenn Gold in Krisenzeiten im Ausland aufbewahrt wird, kann es für Bailouts beschlagnahmt werden. Durch die Repatriierung wird sichergestellt, dass die Goldreserven in Zeiten finanzieller Instabilität nicht gefährdet sind und unter staatlicher Kontrolle bleiben.

- **Verhinderung der Verwendung von Gold für Bailouts:** Historische Fälle deuten darauf hin, dass einige Zentralbanken zu Goldverkäufen gedrängt wurden, um nicht rückzahlbare Golddarlehen zu schließen und Verbindlichkeiten von Bullion-Banks zu decken. Durch die Lagerung im Inland wird der Druck vermieden, zur Deckung solcher Verbindlichkeiten beitragen zu müssen.

*Prepare and prevent, don't repair and repent.*
**Redensart**

Jedenfalls ist zu bedenken, dass die Zentralbanken sich für gewöhnlich diplomatisch ausdrücken und sich nur im Ausnahmefall gegenseitig öffentlich kritisieren.

## Praktische Gründe für Zentralbanken, Gold bei Drittverwahrern zu lagern

*Gringotts is the safest place in the world for anything you want to keep safe – except perhaps Hogwarts.*
**Hagrid in Harry Potter**

Es gibt jedoch einige praktische Gründe, warum die Zentralbanken Gold weiterhin in den traditionellen Goldlagern der Bank of England in London, der Banque de France in Paris und der Federal Reserve Bank of New York in Manhattan aufbewahren. Dazu gehören:

- **Sichere Lagerung und Expertise:** Diese Institutionen sind bekannt für ihre hochmodernen Hochsicherheitstresore und verfügen zudem über eine langjährige Erfahrung in der Lagerung der Goldreserven von Zentralbanken.

- **Liquidität und Marktzugang:** Die Bank of England in London bietet den Zentralbanken die Möglichkeit, Gold an einem Ort zu kaufen, zu lagern und zu verkaufen. Der gleichzeitige Zugang zum Goldleih- und Goldswapmarkt, der von den Geschäftsbanken betrieben wird, die ebenfalls Goldkonten bei der Bank of England unterhalten, erlaubt es den Zentralbanken, Einnahmen zu erzielen. Gold kann auch als Sicherheit für die Beschaffung von Devisen verwendet werden.

- **Diversifizierung des Lagerungsrisikos:** Die Lagerung eines bestimmten Prozentsatzes der Goldreserven in einem stabilen ausländischen Land ermöglicht es den Zentralbanken, das Lagerungsrisiko zu diversifizieren, insbesondere wenn im eigenen Land politische Instabilität herrscht.

## Zentralbankumfragen und Goldrepatriierung

**Während es seit 2011 einige prominente Fälle von Goldrepatriierungen gab, die wir anschließend näher betrachten, ist es wichtig, zu wissen, dass die Goldrepatriierung durch die Zentralbanken keine Sache der Vergangenheit ist, wie die Ergebnisse der jüngsten Goldumfragen unter Zentralbanken zeigen.**

Die jährliche „Invesco Global Sovereign Asset Management Study", für die 2023 57 Zentralbanken und 85 Staatsfonds befragt wurden, ergab, dass von den 43 befragten Zentralbanken, die 2023 Gold erwarben, 68% angaben, physisches Gold im eigenen Land zu verwahren. 2020 waren es dagegen nur 50% gewesen. Interessanterweise gaben 74% der Befragten an, dass sie bis 2028 physisches Gold im eigenen Land verwahren wollen. **Der Trend zur Repatriierung wird sich daher auch in Zukunft fortsetzen.**

Ein anonymer westlicher Zentralbanker, der in der Invesco-Studie 2023 zitiert wird, sagte, dass seine Bank früher Gold in London gelagert habe, das nun aber in sein Heimatland zurückgeführt worden sei, und wird wie folgt zitiert:

> *„Gold has played a crucial role during the last couple of years. We increased the exposure 8–10 years ago and had it held in London, using it for swaps and to enhance yields, but we've now transferred our gold reserves back to our own country to keep it safe – its role now is to be a safe-haven asset."*

Dieser Zentralbanker wollte anonym bleiben. Das beweist, dass es neben den Zentralbanken, die an die Öffentlichkeit gegangen sind, auch Zentralbanken gibt, die Gold im Verborgenen repatriieren. Die Repatriierung von Zentralbankgold wird also wie der Kauf von Zentralbankgold gehandhabt: **Ein Teil davon wird öffentlich bekannt gegeben, ein Teil wird geheim gehalten.**

*Die Attraktivität von Gold wächst angesichts der Bedenken über die Bewaffnung der Reserven und die steigende Verschuldung der USA.*
**Martin Franc, Invesco Japan**

Die Invesco-Studie ergab darüber hinaus, dass „central banks prefer to hold physical gold rather than gold ETFs or derivatives", und dass von den 24 Zentralbanken, die angaben, ihre Goldreserven 2023 erhöhen zu wollen, ganze 96% dies damit begründeten, dass Gold ein sicherer Hafen sei, während 38% angesichts des Präzedenzfalls, der durch das Einfrieren der Devisenreserven der russischen Zentralbank geschaffen wurde, über das „freezing of central bank assets" besorgt waren.

**Die beiden Trends der Goldkäufe der Zentralbanken und der Repatriierung von Gold sind inzwischen untrennbar miteinander verbunden.** Die Zentralbanken kaufen Gold wegen des steigenden geopolitischen Risikos und der Militarisierung der Währungsreserven durch Sanktionen.

Dies wurde in der 2023 erschienenen IWF-Studie „Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?" über internationale Goldreserven thematisiert. In dieser Studie heißt es, dass:

> *„...the decision to freeze foreign exchange reserves of the Russian central bank has highlighted the possibility that other central banks may respond by shifting a portion of their reserves from foreign exchange into gold, which can be repatriated and vaulted at home."*

Die „Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2024" ergab, dass 60% der Zentralbanken „consider gold as a hedge against geopolitical turmoil", während 56% der Meinung waren, dass „the weaponisation of central bank reserves makes gold more attractive". Diese Aussagen stützen nicht nur den Trend zur Lagerung der Goldreserven im eigenen Land, sondern auch die Goldnachfrage der Zentralbanken in den kommenden Jahren.

**Auch die „2024 Central Bank Gold Reserves Survey" des World Gold Council (WGC), an der 70 Zentralbanken teilnahmen, geht in diese Richtung.** Die Ergebnisse dieser Umfrage zeigen, dass geopolitische Instabilität zu den drei wichtigsten Gründen zählt, warum Zentralbanken in Gold investieren, wobei 76% der Zentralbanken der Schwellenländer dies angaben, d. h. jener Zentralbanken, die tatsächlich für den Großteil der Zentralbank-Goldkäufe verantwortlich zeichnen.

**Diese Umfrage ergab, dass die aktuellen Themen, die Zentralbanken zunehmend zum Kauf von Gold motivieren,** a) die Performance von Gold in Krisenzeiten, b) die Funktion von Gold als geopolitischer Diversifikator, c) das fehlende politische Risiko von Gold, d) die zunehmende Besorgnis über Sanktionen und e) das steigende politische Risiko in den westlichen Industriestaaten. Ähnlich wie die Ergebnisse der Invesco-Umfragen veranlassen auch die vom WGC genannten Themen die Zentralbanken dazu, Gold zu repatriieren.

*Gold will be around; gold will be money when the dollar and the euro and the yuan and the ringgit are mere memories.*
**Richard Russell**

**Die OMFIF-Studie „Global Public Investor 2024", in der 73 Zentralbanken befragt wurden, hat zum Ergebnis, dass die beiden wichtigsten Beweggründe der Zentralbanken für das Halten von Gold in ihren Reserveportfolios** a) die Diversifizierung (68% der Befragten) und b) die Absicherung gegen geopolitische Risiken (40% der Befragten) sind. Eine noch aktuellere OMFIF-Studie mit dem Titel „Gold and the New World Disorder 2025–26 Perspectives" greift das Sanktionsrisiko auf und stellt fest, dass:

> *„Even countries that are staunch American allies fear they may be caught up in the indirect effect of sanctions on third countries, which could jeopardise their holdings in dollars or other western currency assets in certain jurisdictions. The move into gold has been strengthened by doubts overshadowing other reserve currency alternatives".*

Ein ähnliches Thema wird im „Gold Investing Handbook for Asset Managers" der Weltbank aus dem Jahr 2024 erörtert, in dem es heißt, dass „geopolitical risk is a major factor for asset managers to consider, especially in emerging markets". Dies liege daran, dass „geopolitical events can have significant impact on financial markets", und diese Ereignisse haben zum Einfrieren von Zentralbankguthaben geführt. Zunächst waren nur kleinere Zentralbanken betroffen. So wurden 2010

Guthaben der Zentralbank von Iran in der Höhe von 1,9 Mrd. USD eingefroren, 2017 Guthaben von Kasachstan in der Höhe von 22,6 Mrd. USD, 2020 Guthaben Venezuelas in der Höhe von 342 Mio. USD, 2021 Guthaben Afghanistans in der Höhe von 7 Mrd. USD. 2022 wurde nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine erstmals Guthaben eines großen Staats im Umfang von schätzungsweise 258 Mrd. USD 2022 eingefroren. Betreffen kann ein derartiges Einfrieren nicht nur die Devisenreserven, sondern auch Gold, wie die Weltbank zum Goldbesitz bei ausländischen Verwahrern – treffend möchte man ergänzen – festhält: „Political risks must be considered because gold accounts can be frozen."

Die Zeitreihenanalyse der Daten zu den Tresorbeständen unterstreicht den anhaltenden Trend zur Repatriierung von Gold, wie Jan Nieuwenhuijs in einem Artikel mit dem vielsagenden Titel „Repatriated Gold Reaches Historic Highs" ausführt: „The share of global official gold reserves not stored at the Federal Reserve and Bank of England has reached 78% in 2024, from 51% in 1972. This shift can be seen as a proxy for the West's decline in financial dominance."

## Goldrepatriierung in der Praxis

Nachdem wir die allgemeinen Trends, Motivationen und aktuellen Überlegungen der Zentralbanken in Bezug auf die Goldrepatriierung untersucht haben, wenden wir uns nun konkreten Fallstudien zu.

### Venezuela: 160 t

*In 2012, the central bank completed the repatriation of monetary gold , which began in late 2011. This unprecedented process, which reaffirms the sovereignty of the nation, constitutes the largest movement of physical gold in the world market in recent years.*
**Nelson Merentes, Gouverneur, BCV**

*The gold is returning to where it was always meant to be: the vaults of the Central Bank of Venezuela.*
**Hugo Chavez**

**Die erste öffentlichkeitswirksame Goldrepatriierung durch eine Zentralbank in jüngerer Vergangenheit erfolgte durch die Banco Central da Venezuela (BCV).** In einem Zeitraum von zwei Monaten zwischen dem 25. November 2011 und dem 30. Jänner 2012 wurden mit 23 Frachtflügen 160 t venezolanischen Goldes von Europa zurück nach Caracas geflogen.

Ausgelöst durch die drohenden US-Sanktionen und den Wunsch, die Abhängigkeit von westlichen Finanzinstitutionen zu verringern, war die Goldrepatriierung der BCV eine klassische *„First Mover Advantage"*-Aktion, die den Boden für spätere Repatriierungen bereitete und den Begriff „Goldrepatriierung" erst in die öffentlichen Debatten einbrachte.

**Initiator der Aktion war der venezolanische Präsident Hugo Chávez, der im August 2011 in einer Direktive mit dem Titel „Proposed relocation of the International Reserves" die BCV aufforderte, innerhalb von zwei Monaten 210 t Gold zu repatriieren.** Die Repatriierung des Goldes war Teil der Strategie Venezuelas, internationale Devisenreserven von westlichen Finanzinstituten abzuziehen und sie bei Banken in den BRICS-Ländern China, Russland und Brasilien anzulegen.

Bemerkenswert ist, dass die BCV die Repatriierung des Goldes am 17. August 2011 ankündigte, zwei Wochen nachdem S&P die Kreditwürdigkeit der USA herabgestuft hatte, und Chavez behauptete, er bringe das Gold wegen der

weltweiten Finanzkrise nach Venezuela zurück: „the time has come, the economies of Europe and the United States are collapsing. Now we have to see how strong the economies of China, Russia and Brazil are."

## Logistik und Umsetzung

*The first ingots came from France in an operation called Oro Patrio and in which more than 500 officials participated.*
**El Nacional, November 2013**

Als öffentlicher Unterstützer des libyschen Staatschefs Muammar Gaddafi war Chavez auch besorgt, dass der Westen Venezuela auf die gleiche Weise sanktionieren könnte wie die Vereinten Nationen, die Libyen im Februar 2011 sanktioniert und die Guthaben von Gaddafi und der libyschen Regierung eingefroren hatten. Die Repatriierung des venezolanischen Goldes wurde auch als populistisches Spiel und als Mittel zur Erlangung der Souveränität über das Gold dargestellt, wobei der damalige Präsident der BCV, Nelson Merentes, erklärte: „[W]e want to protect our assets, which belong to all Venezuelan people." Laut Merentes waren an Aktion zur Repatriierung des venezolanischen Goldes, die als „Patriotisches Gold" (Oro Patrio) bezeichnet wurde, 500 Personen beteiligt. Von den 23 Flügen transportierte der erste Flug 5 t Gold und der letzte Flug 14 t, während die anderen 21 Flüge jeweils durchschnittlich 6,7 t Gold an Bord hatten.

## Strategische Motivation und Folgen

**Zu diesem Zeitpunkt, im August 2011, besaß Venezuela 366 t Gold, von denen 156 t oder 42,3% in den Tresoren der BCV in Caracas und die restlichen 210 t oder 57,7% im Ausland gelagert waren.** Von den 210 t Gold im Ausland befanden sich 99,2 t bei der Bank of England, 12 t bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 17,5 t bei J.P. Morgan. Weitere 83 t wurden verliehen und wurden zu diesem Zweck auf fünf Goldbanken verteilt, nämlich Barclays, HSBC, Standard Chartered, die Bank of Nova Scotia und BNP Paribas.

*Possession is nine-tenths of the law.*
**Englische Redewendung**

Während Chavez und die BCV gefordert hatten, dass alle 210 t Gold nach Venezuela zurückgebracht werden sollten, wurden letztlich nur 160 t zurückgebracht, während 50,87 t in der Bank of England in London verblieben, um für „internationale Finanzgeschäfte" verwendet zu werden. Diese Entscheidung, das Gold bei der Bank of England zu belassen, sollte der BCV zum Verhängnis werden, da es sich um jenes venezolanische Gold handelte, das die Bank of England 2018/2019 auf Anweisung des britischen Außenministeriums, des US-Finanzministeriums und des US-Außenministeriums, einfror.

## Deutschland: 674 t

*Was mich immer noch überrascht, ist, dass wir keine Kontrolle über unser eigenes Gold haben ... Wir müssen wissen, ob es wirklich Gold ist oder ob es etwas ist, das mit Gold überzogen ist?*
**Rolf Baron von Hohenhau**

**Die Goldrepatriierung Venezuelas in den Jahren 2011/2012 trug dazu bei, dass die deutsche Öffentlichkeit Fragen zur Lagerung des deutschen Goldes im Ausland zu stellen begann.** Infolgedessen kam die Goldrepatriierungsbewegung in Deutschland in Gang.

2011 besaß Deutschland 3.396 t Gold, aber nur 31% davon wurden in Frankfurt gelagert, der Rest bei der Federal Reserve in New York (1.536 t), der Bank of England in London (450 t) und der Banque de France in Paris (374 t). Aufgrund der Geheimhaltung der Bundesbank und fehlender Audits begann eine Reihe von

deutschen Politikern, Bundesrechnungsprüfern und großen deutschen Medien wie die Tageszeitung *Bild* und das Wochenmagazin *Der Spiegel* Fragen zu stellen.

**Im Juli 2011 deckte der *Spiegel* auf, dass die Bundesbank die deutschen Goldreserven in New York nur selten kontrollierte.** Sie hatte die Tresore in Manhattan nur zweimal – 2007 und 2011 – besucht, beide Male mit begrenztem Zugang. Diese Enthüllung erfolgte nach einer parlamentarischen Anfrage des CSU-Politikers Peter Gauweiler, die zu einem Bericht von Professor Jörg Baetge führte, der der Bundesbank vorwarf, ihre Prüfungspflichten zu vernachlässigen. Im November 2011 berichtete *Bild*, dass der Bundesrechnungshof auf der Grundlage von Baetges Bericht eine Untersuchung über die mangelnde Aufsicht der Bundesbank über das im Ausland gehaltene deutsche Gold eingeleitet habe.

*Es gibt keinen Grund auf der Welt, warum Deutschland und alle anderen Länder nicht selbst für ihr Gold sorgen können.*
**Jim Sinclair**

Im März 2012 veröffentlichte *Bild* einen Artikel über das bei der Federal Reserve of New York Bank gelagerte deutsche Gold und sprach von einem „unglaublichen Gold-Skandal", nachdem BILD-Reporter Ralf Schuler und ein weiterer deutscher Politiker, Philipp Mißfelder (CDU), den New Yorker Goldtresor der Federal Reserve in Manhattan aufgesucht hatten, ihnen aber der Zugang verwehrt wurde. Mißfelder forderte daraufhin von Bundesbankpräsident Jens Weidmann eine Liste der deutschen Goldbarren. Dieser behauptete allerdings, die Liste sei geheim und Nachfragen würden das Vertrauen zwischen der Bundesbank und der Federal Reserve gefährden.

## Die Repatriierungskampagne

Anfang 2012 drängte die deutsche Initiative „Holt unser Gold heim!", angeführt von Peter Boehringer sowie dem Unternehmer und CSU-Kommunalpolitiker Rolf Baron von Hohenhau, die Bundesbank zu einer vollständigen, unabhängigen Prüfung des gesamten deutschen Goldes und zu dessen rascher Repatriierung aus dem Ausland. **Die Initiative forderte, dass 100% des deutschen Goldes repatriiert werden sollten, um die Bilanz der Bundesbank zu stützen und die künftige Währungsdeckung zu gewährleisten.**

*Sunlight is said to be the best of disinfectants.*
**Louis D. Brandeis**

Die Initiatoren der Kampagne – zu den 28 Hauptunterzeichnern gehörten u. a. der Industrielle Hans-Olaf Henkel, Jim Rogers, Egon von Greyerz, Dimitri Speck und Ed Steer (GATA) – hatten in Q4/2011 bereits damit begonnen, die Bundesbank zu befragen, und forderten eine vollständige Prüfung des physischen Goldbestands, wobei sie darauf hinwiesen, dass eine solche Prüfung schon lange überfällig wäre.

**Im Mai 2012 schloss der deutsche Bundesrechnungshof seinen Untersuchungsbericht ab. Veröffentlicht wurde eine geschwärzte und auf Drängen der Bundesbank redigierte Version erst im Oktober 2012.** Der Bericht übte heftige Kritik an der Bundesbank und verlangte die Vor-Ort-Überprüfung des deutschen Auslandsgoldes. Weitere erstaunliche Details kamen zutage:

- Die deutsche Goldbarrenliste bei der Federal Reserve of New York würde aus den Jahren 1979/80 stammen.
- Die Federal Reserve of New York würde die ausländischen Zentralbanken ein Audit der Goldreserven verwehren.

– Weder in New York noch in London oder Paris wurde jemals eine Prüfung des physischen Goldbestands durchgeführt. Die Bundesbank verließ sich all die Jahre auf schriftliche Bestätigungen.

**Im Jahr 2007 durften Bundesbankmitarbeiter nur einen Vorraum des New Yorker Tresors betreten und sahen kein Gold.** Im Mai 2011 wurde den Prüfern Gold in einem Fach gezeigt, aus dem nur wenige Barren herausgezogen und gewogen wurden.

*The best way to keep a secret is to pretend there isn't one.*
**Margaret Atwood.**

**Der Bericht des Bundesrechnungshofs verwies auch auf Pläne, die in einem der neun Tresore der Federal Reserve in New York gelagerten Goldbarren zu zählen und zu wiegen.** In Panik wehrte sich die Bundesbank unter Berufung auf rechtliche und vertrauliche Gründe und schlug stattdessen vor, drei Jahre lang jährlich 50 t Gold zur Prüfung zu repatriieren. Der Vorstand versuchte auch, Prüfungen abzuwehren. So sagte Carl-Ludwig Thiele, dass das deutsche Gold nicht bei „dubiosen Geschäftspartnern", sondern bei „hoch angesehenen Zentralbankern" gelagert sei.

Philipp Mißfelder wies die Ablenkungstaktik der Bundesbank zurück und betonte, dass das gesamte im Ausland gelagerte deutsche Gold repatriiert und die Bilanzierungsvorschriften eingehalten werden müssten.

## Die verzögerte Repatriierung

**Im Jänner 2013 machte die Bundesbank wieder einen Rückzieher und veröffentlichte ein neues „Lagerstellenkonzept".** Darin wurde versprochen, in einem überlangen Zeitrahmen von acht Jahren und ohne Jahresziele bis zum 31. Dezember 2020 insgesamt 300 t Gold aus New York und 374 t Gold aus Paris zu repatriieren.

*Wir sind zuversichtlich, dass unser Gold bei Ihnen [Federal Reserve Bank of New York] in sicheren Händen ist. Die Zeiten, in denen Hollywood-Deutsche wie Gerd Fröbe, besser bekannt als Goldfinger, und der ostdeutsche Terrorist Simon Gruber Golddiebstähle in US-Tresoren planten, sind längst vorbei.*
**Andreas Dombret, Vorstandsmitglied der Bundesbank**

Dieser absurde, weil auf acht Jahre angelegte Plan zur Repatriierung von Gold stieß ebenfalls auf harte Kritik und verstärkte den Verdacht, dass das im Ausland gelagerte deutsche Gold entweder verschwunden oder für geheime internationale Goldtauschvereinbarungen mit ausländischen Zentralbanken verwendet wurde. Die im besten Fall zögerliche Repatriierung führte die Deutsche Bank ein Jahr später, 2014, euphemistisch auf „diplomatic difficulties" zurück. Wie sich herausstellte, war selbst jenes Gold, das von 2013 bis 2017 nach Deutschland zurückgeführt wurde, nicht ohne Weiteres verfügbar und musste nach und nach von den Verwahrern beschafft – oder aus Goldswaps abgewickelt – und dann von der Federal Reserve an die Bundesbank zurückgegeben werden, wie der folgende Zeitverlauf verdeutlicht:

2013 repatriierte die Bundesbank 37 t Gold, davon 32 t aus Paris und lediglich 5 t Gold mit niedrigem Feingehalt aus New York, die umgeschmolzen wurden, um ihre Herkunft zu verschleiern. Im Jahr 2014 wurden 120 t repatriiert, davon 85 t aus New York, wobei 50 t Gold mit niedrigem Feingehalt aus demselben Grund umgeschmolzen wurden. 2015 wurden 210 t repatriiert, davon 99 t aus New York. 2016 wurden 216 t nach Deutschland transferiert, womit die Repatriierung von 300 t aus New York abgeschlossen war und 91 t in Paris verblieben. Im August

2017 wurden die letzten 91 t aus Paris gebracht, womit der Repatriierungsprozess 56 Monate nach der Ankündigung des Plans abgeschlossen war.

*Distrust and caution are the parents of security.*
**Benjamin Franklin**

Die Bundesbank hatte jedoch zu keinem Zeitpunkt erklärt, warum die Heimholung von 300 t Gold aus New York vier Jahre dauerte, während Venezuela 160 t mit 23 Frachtflügen in nur zwei Monaten aus Europa repatriieren konnte. Auch der Transport von 374 t Gold von Paris nach Frankfurt – eine Entfernung von weniger als 600 km – hätte in wenigen Wochen erledigt werden können. Seltsamerweise sind in den Jahren 2013–2017 keine Beweise oder Fotos von auch nur einem einzigen Transport der Bundesbank aufgetaucht.

*Besser spät als nie.*
**Redensart**

Mit der Repatriierung von 674 t oder 28% des im Ausland gelagerten Goldes gelang es jedoch, den öffentlichen Druck abzuschwächen und den politischen Forderungen den Wind aus den Segeln zu nehmen, während gleichzeitig die Bundesrechnungsprüfer daran gehindert wurden, die deutschen Goldbarren zu zählen und zu wiegen, die angeblich in neun Tresorräumen der Federal Reserve of New York gelagert wurden.

## Die Rückkehr der Bedenken

**Die Diskussion um die Repatriierung der in New York lagernden Goldreserven brandeten im Zuge der aufkommenden Spannungen zwischen den USA und der EU zuletzt wieder auf.** So forderte der mittlerweile aus dem Deutschen Bundestag ausgeschiedene CDU-Abgeordnete Marco Wanderwitz, der bereits 2021 vergeblich das Ansuchen stellte, die deutschen Goldreserven in den USA zu inspizieren, die sofortige Rückführung der mehr als 1.200 t deutschen Goldes aus New York, was knapp 37% der gesamten deutschen Goldreserven entspricht.

## Niederlande: 122,5 t

*Gold is the ultimate anchor of trust, especially during times of financial unrest and panic. With these kinds of scenarios it is not practicable to have 90 percent of Dutch gold reserves abroad.*
**Ewout Irrgang, niederländischer Politiker**

**Die im August 2011 angekündigten Pläne Venezuelas zur Repatriierung von Gold führten auch zu einer Untersuchung der von der niederländischen Zentralbank (De Nederlandsche Bank, DNB) verwalteten niederländischen Goldreserven.** Im September 2011 stellte der niederländische Abgeordnete Ewout Irrgang eine Anfrage an das niederländische Finanzministerium bezüglich der Lagerorte der 612,5 t Gold der DNB, da diese Informationen zu diesem Zeitpunkt nicht öffentlich zugänglich waren.

## Von Fragen zu Taten

**Nach sechs Wochen teilte das niederländische Finanzministerium mit, dass das niederländische Gold in New York, London, Ottawa und Amsterdam gelagert wurde, gab aber nicht bekannt, wie viel Gold sich an den einzelnen Orten befand.** Im Jänner 2012 gab der Präsident der DNB, Klaas Knot, in einer niederländischen Fernsehsendung bekannt, dass nur 67 t des niederländischen Goldes, d. h. weniger als 11%, in Amsterdam gelagert seien, der Rest würde sich im Ausland befinden. Diese Ausflucht von Knot, die ausländischen Lagerorte nicht zu nennen, löste einen Aufschrei in Politik und Öffentlichkeit aus. In derselben Fernsehsendung sagte Irrgang, es sei leichtsinnig, in Zeiten finanzieller Instabilität – die Euro-Krise war gerade im Gange – 90% des

niederländischen Goldes im Ausland zu lagern, während Willem Middelkoop argumentierte, es gebe keinen Grund, das Gold nicht zu repatriieren. Auf die Frage, ob das Gold repatriiert werden sollte, antwortete Klaas Knot mit einem entschiedenen „Nein".

*The decision was made by DNB to spread its gold stock in a more balanced way, but it was of little importance.*
**Jeroen Dijsselbloem**

**Im Dezember 2012 bestätigte der niederländische Finanzminister Jeroen Dijsselbloem schließlich die Goldlagerorte der DNB wie folgt: über 50% oder 300 t Gold würden in New York lagern, 20% in Ottawa, fast 20% in London und 11%, wie bereits erwähnt, in Amsterdam.** Gleichzeitig lehnte Dijsselbloem die Idee einer Repatriierung des niederländischen Goldes ab und erklärte in Anlehnung an die Strategie der Bundesbank, dass das Gold bei Zentralbanken mit „ausgezeichneter Erfolgsbilanz" gelagert werde.

## Die Geheimoperation

*Gold is the perfect piggy bank – it's the anchor of trust for the financial system. If the system collapses, the gold stock can serve as a basis to build it up again.*
**De Nederlandsche Bank (DNB)**

**Im November 2014 meldete die DNB jedoch überraschend, dass sie 122,5 t Gold von der Federal Reserve Bank of New York nach Amsterdam zurückgeführt habe, wodurch sich ihr Goldanteil in Amsterdam auf 31% erhöhte .**Während die DNB diesen Schritt mit vagen Begründungen wie der ausgewogeneren Streuung ihres Goldbestandes und der positiven Auswirkung auf das Vertrauen der Öffentlichkeit des Goldes rechtfertigte, erklärte sie aber auch, dass es nicht mehr klug sei, die Hälfte der Goldreserven im Ausland zu lagern.

Da diese Änderung der Haltung im Widerspruch zu früheren Zusicherungen von Klaas Knot und Jeroen Dijsselbloem im Jahr 2012 stand, scheint es daher, dass die Goldrepatriierungspläne der Bundesbank 2012/2013 bei der DNB Bedenken auslösten und die DNB veranlassten, die Repatriierung einzuleiten. Der Sinneswandel der DNB entwickelte sich wahrscheinlich zwischen 2012 und 2014 und wurde auch durch die europäische Schuldenkrise beeinflusst.

*Possession is nine-tenths of the law, and since we [the US] possess the gold ... then we're 90 percent on the way to owning it.*
**James Rickards**

**Der Goldanalyst Jan Nieuwenhuijs berichtete im November 2014, dass die DNB die Repatriierung des Goldes bereits 2012 in Erwägung gezogen hatte, dass aber laut DNB-Quellen das Thema ziemlich heikel sei.** Ein DNB-Team besuchte dann 2013 die Federal Reserve of New York, um ein Gold-Audit vorzunehmen, und Mitte 2014 begannen die Vorbereitungen für die Repatriierung. Das Gold wurde im Oktober und November 2014 in mehreren Transporten zurückgeflogen.

## Deutschland, Niederlande und die Daten der Federal Reserve of New York

**Die US Federal Reserve veröffentlicht jeden Monat Daten über die Menge des für das Ausland gehaltenen Goldes, d. h. „zweckgebundenes Gold" („earmarked gold"), im Tresor der Federal Reserve Bank of New York (siehe Tabelle 3.13).** Da sowohl die Bundesbank (2013–2016) als auch die De Nederlandsche Bank (2014) angegeben haben, im selben Zeitraum Gold aus dem Tresor der Federal Reserve of New York abgezogen zu haben, kann der von ihnen gemeldete Abzug mit den von der Federal Reserve verzeichneten Goldabflüssen verglichen werden.

*Zahlen lügen nicht.*
**Redensart**

2013 meldete Deutschland die Entnahme von 5 t, was mit den Daten der Federal Reserve übereinstimmt. Im Jahr 2016 gab Deutschland die Repatriierung von 111 t bekannt, während die Federal Reserve Abflüsse von 113 t verzeichnete, was eine hohe Übereinstimmung ist. 2014 gaben die DNB und die Bundesbank an, 122,5 t bzw. 85 t aus den Tresoren der Federal Reserve Bank of New York abgezogen zu haben, insgesamt also 207,5 t. Aus den Daten der Federal Reserve geht jedoch hervor, dass nur 176,8 t entnommen wurden, was eine Diskrepanz von 30,7 t ergibt. 2015 meldete die Bundesbank die Entnahme von 99 t, während die Daten der Federal Reserve 129 t ausweisen, also 30 t mehr. Dies deutet darauf hin, dass entweder die 2014 gemeldeten 30 t in Wirklichkeit erst 2015 entnommen wurden oder eine andere Stelle die Bundesbank 2014 mit Gold belieferte, das später von der Federal Reserve erstattet wurde. Dies würde bedeuten, dass die Bundesbank 2014 tatsächlich nur 55 t Gold von der Federal Reserve erhielt, von denen sie 50 t umschmelzen musste, um die Herkunft der Barren zu verschleiern, was darauf hindeutet, dass es sich bei den erhaltenen Barren um Gold mit niedrigem Feingehalt aus den Goldbeständen des US-Finanzministeriums bei der Federal Reserve of New York handelte.

## Österreich: 90 t

**2015 setzte sich der Dominoeffekt der Goldrepatriierung durch die Zentralbanken fort, als die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) im Mai 2015 ankündigte, 90 t ihres im Ausland gelagerten Goldes von London nach Österreich zu repatriieren und weitere 50 t von London in die Schweiz zu verlagern.** Zu diesem Zeitpunkt verfügte die OeNB über 280 t Gold, von denen 80% oder 224 t bei der Bank of England in London, 50 t in den Tresoren der *Münze Österreich* – einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft der OeNB – und die restlichen 6 t in der Schweiz gelagert wurden.

### Der Rechnungshofbericht

**Auslöser für die Goldrepatriierung in Österreich war ein Rechnungshofbericht.** Dieser Bericht wurde im Februar 2015 veröffentlicht. Darin wurde festgestellt, dass die OeNB Ende 2013 rund 178 t oder 82% ihres physischen Goldbestandes bei der Bank of England lagerte, was „einem hohen Konzentrationsrisiko" entspräche. Der österreichische Rechnungshof stellte zudem fest, dass:

- der Goldverwahrungsvertrag mit der Bank of England Mängel aufweist;
- die OeNB Goldverwahrungsverträge mit insgesamt vier ausländischen Verwahrungsstellen hatte, davon drei in der Schweiz, die aber „im Hinblick auf Regelungen betreffend die Sicherstellung der Werthaltigkeit und Existenz der Goldbestände [...] in wesentlichen Teilen mangelhaft und unzureichend" waren;
- es in allen vier Lagerverträgen keine Bestimmungen über den Zugang der OeNB zu den Goldlagern gab und keine Möglichkeit bestand, Prüfungen durchzuführen. Wie die Prüfer feststellten: „Ein Konzept zur Durchführung der Revision für Goldbestände, die im Ausland gelagert waren, fehlte."

## Das Goldlagerstellenkonzept 2020

**Als Reaktion auf diesen Bericht wurde ein Plan, das „Goldlagerstellenkonzept 2020“ ausgearbeitet.** Dieser sah vor, dass Österreich 50% bzw. 140 t seines Goldes bis 2020 in die Wiener Tresore der OeNB und der Münze Österreich verlagern würde, 20% bzw. 56 t des Goldes in die Schweiz, während 30% bzw. 84 t in London verbleiben sollten. Wie die Bundesbank erklärte auch die OeNB, dass die Umsetzung des neuen Goldlagerstellenkonzeptes „schrittweise“ über einen Zeitraum von mehr als vier Jahren erfolgen solle.

*Never put off till tomorrow what may be done day after tomorrow just as well.*
**Mark Twain**

Die schrittweise Umsetzung der Empfehlungen des Rechnungshofes zeigt sich darin, dass die Repatriierung von 90 t Gold aus London in die Tresore der OeNB in Wien zwar im Jahr 2015 begonnen, aber erst mehr als drei Jahre später Anfang Juli 2018 abgeschlossen wurde. 2018, also nach der Repatriierung von 90 t Gold aus London, lagerte die OeNB bereits 140 t Gold in Wien, davon 90 t in den eigenen Tresoren der OeNB und 50 t in den Tresoren der Münze Österreich.

## Polen: 100 t

*Gold ist die "größte Reserve" unter den Reserveaktiva: Es diversifiziert das geopolitische Risiko und ist eine Art Vertrauensanker, insbesondere in Zeiten von Spannungen und Krisen.*
**Nationalbank von Polen**

**Eine der größten und öffentlichkeitswirksamsten Goldrepatriierungsaktionen der letzten Jahre wurde von der polnischen Nationalbank (NBP) im Jahr 2019 durchgeführt.** Dabei wurden 100 t Gold von der Bank of England in London in die Tresore der NBP in den polnischen Städten Posen und Warschau transportiert.

## Strategische Entscheidungen und Nationalstolz

Im Juli 2019 gab die NBP überraschend bekannt, dass sie im Zuge der Aufstockung ihrer Goldbestände auf 228,6 t 100 t Gold in London gekauft und die „strategische Entscheidung“ getroffen hatte, diese 100 t Gold in Form von 400-Unzen-Goldbarren aus London in die Tresore der NBP in Polen zu transferieren.

Die NBP verwies zwar auf die Notwendigkeit einer geographischen Diversifizierung der Lagerhaltung, spielte aber erstaunlicherweise auch auf die Risiken der Lagerung von Gold bei der Bank of England an und erklärte, sie führe die Goldrepatriierung durch, „um das geopolitische Risiko zu verringern“ und um zu vermeiden, „dass der Zugang zu den im Ausland gelagerten Goldressourcen verloren geht oder deren freie Verfügbarkeit eingeschränkt wird“. Die NBP erklärte, dass sie ihre Entscheidung „unter Berücksichtigung der Praktiken anderer Zentralbanken“ getroffen habe. Die polnische Goldrepatriierung würde nach den Worten der NBP auch „die Glaubwürdigkeit stärken und die Finanzkraft unseres Landes auch unter extrem ungünstigen Bedingungen sichern“.

## Mit 8 Flügen zur Unabhängigkeit

Mit insgesamt acht Frachtflügen wurden die 100 t Gold von August bis November 2019 repatriiert. Jeder Flug transportierte 12,5 t Gold, d. h. 1.000 Goldbarren. Die Repatriierung wurde im November 2019 abgeschlossen, nachdem acht Frachtflüge. Interessanterweise wurde 2019 der 100. Jahrestag der Einführung des Złotys begangen, was erklärt, warum die NBP genau 100 t nach Polen

zurückführen wollte. Die NBP gab sogar eine barrenförmige Goldmünze für Sammler heraus, um an die Repatriierung zu erinnern.

## Ungarn: 94,5 t

*We are in a special and joyful moment; the nation's gold has come home.*
**György Matolcsy**

**Im Oktober 2018 gab die ungarische Zentralbank, die Magyar Nemzeti Bank (MNB), bekannt, dass sie 28,4 t Gold in London gekauft und damit ihre Goldreserven von 3,1 t auf 31,5 t aufgestockt habe.** Zudem habe sie das gesamte Gold nach Budapest zurückgeführt. 2021 meldete die MNB, dass sie weitere 63 t Gold auf dem internationalen Markt gekauft habe, wodurch sich ihre Goldreserven auf 94,5 t verdreifachten, und dass dieses Gold 2020 und 2021 ebenfalls vollständig nach Budapest zurückgeführt wurde, wie der MNB-Gouverneur György Matolcsy bestätigte.

## Serbien: 13 t

**Im Jahr 2021 führte die serbische Zentralbank (NBS) 13 t Gold aus Bern in die serbische Hauptstadt Belgrad zurück.** Davon hatte die NBS 12 t 2020 und 2021 gekauft, 1 Tonne stammt aus dem Zerfall Jugoslawiens. Im Juli 2021 lagerte das gesamte Gold der NBS in Serbien, zu diesem Zeitpunkt 37 t. Nach Angaben des NBS-Gouverneurs Tabakovic wurde das Gold auf Wunsch des serbischen Präsidenten Aleksandar Vucic nach Serbien zurückgeführt. Vucic begründete dieses Vorgehen damit, dass man nicht wissen könne, was in der Welt passiert.

## Frankreich: 219 t

*Discretion is the better part of valor.*
**William Shakespeare**

**Zwischen 2013 und 2016 repatriierte die Banque de France 219 t Gold nach Paris und erhöhte damit ihre inländischen Bestände von 91% auf 100%.** Vor der Repatriierung lagerten diese 219 t wahrscheinlich in London. Im August 2016 meldete die Banque de France, dass sie die gesamten Goldreserven von 2.435 t in ihren Pariser Tresoren aufbewahrt. Diese diskrete Verlagerung, die sich nur indirekt aus Angaben der Banque de France ableiten lässt, wonach 2013 noch 9% der französischen Goldreserven im Ausland aufbewahrt wurden, ist wahrscheinlich auf die Entscheidung Frankreichs zurückzuführen, Goldleihgeschäfte in Zusammenarbeit mit J.P. Morgan anzubieten, wodurch die Lagerung in London überflüssig wurde. Die diskrete Repatriierung von 219 t Gold durch die Banque de France in den 2010er-Jahren war die zweitgrößte Zentralbankrepatriierung des Jahrzehnts und übertraf die der niederländischen Zentralbank, fand aber in den Medien kaum Beachtung.

## Türkei: ~200+ t

*The CBRT used to keep a large portion of its gold abroad. As of 2018, the gold was brought from the Bank of England to Borsa Istanbul, probably considering possible sanctions.*
**Hakan Kara, ehemaliger Chefökonom der CBRT**

**2017 und 2018 repatriierte die türkische Zentralbank CBRT erhebliche Goldmengen von der Bank of England (über 100 t), der Federal Reserve Bank of New York (28,7 t) und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (19 t), was auf das Misstrauen gegenüber ausländischen Verwahrern, zunehmende geopolitische Spannungen, die damalige Krise der türkischen Lira und den Wunsch, die Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern, zurückzuführen war.** In diesem Zeitraum erhöhte die CBRT ihre inländischen Goldreserven um mehr als 200 t und verlagerte das Gold an die *Borsa Istanbul*, während türkische Geschäftsbanken wie die Halk Bank, die Ziraat und die VakıfBank ebenfalls mehr als 120 t Gold von der Bank of England an die Borsa Istanbul transferierten, was die damalige Politik der türkischen Regierung widerspiegelt. Diese Geschäftsbanken und die Borsa Istanbul befinden sich über den türkischen Staatsfonds *Türkiye Wealth Fund* (TVF) alle mehrheitlich im Besitz der türkischen Regierung.

## Indien: 215 t

*RBI started purchasing gold a few years ago and decided to undertake a review of where it wants to store it, something that is done from time to time. Since stock was building up overseas, it was decided to get some of the gold to India.*
**Anonymer RBI-Beamter**

**Zwischen Anfang 2022 und Ende 2024 repatriierte die Reserve Bank of India (RBI), diskret 215 t Gold von der Bank of England in London und lagerte dieses Gold in ihre Tresore in Nagpur und Mumbai ein.** Diese Goldtransporte, die erst im halbjährlich erscheinenden „Report on Foreign Exchange Reserves“ der RBI öffentlich wurden, begannen kurz nach dem Ausbruch des Ukraine-Krieges im Februar 2022 und deuten darauf hin, dass die Entscheidung der RBI eine Reaktion auf die erhöhten Sanktionsrisiken waren. Das ist insofern bedeutend, als dass Indien ein BRICS-Gründungsmitglied ist. Die RBI verwaltet die achtgrößten staatlichen Goldreserven und hält derzeit 510 t Gold im Inland, was 58% des Gesamtbestands entspricht.

# Gescheiterte Versuche der Goldrepatriierung

**Neben vielen erfolgreichen Goldrepatriierungsaktionen gab es auch Misserfolge, die vor allem auf den Widerstand der Politik und der Zentralbanken zurückzuführen sind.** In der Schweiz, Rumänien und der Slowakei scheiterten einschlägige Initiativen.

In der Schweiz führte die von der Schweizerischen Volkspartei (SVP) organisierte Volksinitiative „Rettet unser Schweizer Gold“ (2013–2014) zu einem Volksentscheid, der die Schweizerische Nationalbank (SNB) zwingen sollte, ihr gesamtes Gold im Inland zu lagern, mindestens 20% ihrer Vermögenswerte in Gold zu halten und Goldverkäufe zu verbieten. Zu diesem Zeitpunkt verfügte die SNB über 1.040 t Gold, von denen 70% in Bern, 20% in London und 10% in Ottawa gelagert waren. Das Referendum scheiterte jedoch deutlich, zum Teil aufgrund der Bündelung von drei Vorschlägen in einer einzigen Abstimmung, aber auch aufgrund des aktiven Widerstands und der Einmischung der normalerweise unpolitischen SNB und ihres damaligen Vorsitzenden Thomas Jordan.

*You keep your jewels at home, you do not keep them in your neighbour's house, nor do you pay rent to keep your jewels in your neighbour's house.*
**Serban Nicolae, rumänischer Politiker**

**Nach der Repatriierung von 30 t Gold durch Ungarn im Jahr 2018 gab es auch in Rumänien Bestrebungen zur Repatriierung von Gold.** Die hochrangigen rumänischen Politiker Liviu Dragnea und Serban Nicolae von der damals regierenden *Sozialdemokratischen Partei* (PSD) schlugen 2019 einen Gesetzentwurf zur Repatriierung von 60 t des bei der Bank of England gelagerten rumänischen Goldes vor. Trotz des anfänglichen Erfolges, als beide gesetzgebenden Kammern – die Abgeordnetenkammer und der Senat – den Gesetzentwurf verabschiedeten, widersetzten sich die Rumänische Nationalbank (NBR) und ihr Gouverneur Mugur Isarescu vehement. Sie argumentierten mit fragwürdigen Behauptungen, dass die Lagerung von Gold im Ausland für die finanzielle Stabilität unerlässlich sei. Die oppositionelle *Nationalliberale Partei* (PNL), die ebenfalls gegen die Repatriierung war, rief das Verfassungsgericht an, das das Gesetz für verfassungskonform erklärte. Nach einem Regierungswechsel im Jahr 2019, bei dem die PSD die Macht verlor und die PNL an die Macht kam, legte der rumänische Präsident, der ebenfalls auf Seiten der Zentralbank stand, sein Veto gegen das Gesetz ein und schickte es zur Ablehnung zurück ins Parlament. **Dies führte dazu, dass der Gesetzesentwurf auf Eis gelegt wurde und das rumänische Gold in London blieb.**

*I guarantee you, if the gold stays in Britain and there's a crisis going on in the world, we won't see a gram of this gold, Let's do it [repatriate] as quickly as possible.*
**Robert Fico**

**In der Slowakei setzte sich Robert Fico, der seit 2023 slowakischer Ministerpräsident ist, aber Ende 2019 der Opposition angehörte, unter Verweis auf Risiken infolge des Brexits und finanzielle Instabilität dafür ein, dass das slowakische Gold aus London zurückgeführt wird.** Zu dieser Zeit wurden 31,5 t Gold der slowakischen Zentralbank, der Národná Banka Slovenska (NBS), bei der Bank of England gelagert. Ein parlamentarischer Antrag, die Repatriierung zu diskutieren, scheiterte jedoch. Per Dezember 2023 befand sich fast das gesamte slowakische Gold weiterhin in London. Mit der Rückkehr Ficos an die Macht könnte das Thema jedoch wieder in den Vordergrund rücken.

**Diese Fälle zeigen, wie politischer Widerstand, der Einfluss der Zentralbank und institutionelle Widerstände die Bemühungen um die Repatriierung von Gold trotz öffentlicher und politischer Unterstützung oft behindern.**

## China und Russland

Abschließend noch ein Wort zu zwei der größten Goldeigentümer der Welt, China und Russland. **Die People's Bank of China kauft regelmäßig Gold, vor allem in London, und transportiert es umgehend nach China.** Da sowohl die Ankäufe als auch der Transport geheim sind, werden sie nicht als Goldrepatriierungsvorgänge eingestuft. Tatsächlich sind sie es aber und schützen das Gold der PBoC gegen das Sanktionsrisiko.

*Russia is increasing its gold holdings because gold is a reserve asset that is free from legal and political risks.*
**Dmitri Tulin**

**Auch die russische Zentralbank hat die Risiken von Sanktionen sehr gut erkannt und ihre Goldreserven kontinuierlich von 400 t im Jahr 2007 auf heute über 2.300 t aufgestockt.** Durch die Anhäufung von Gold aus inländischer Produktion und dessen ausschließliche Lagerung in Moskau und St. Petersburg hat sich Russland strategisch auf geopolitische Bedrohungen vorbereitet und sichergestellt, dass seine Goldbestände auch vor westlichen Sanktionen geschützt sind.

## Was die Tresordaten der Bank of England sagen

**Als Goldverwahrer für Zentralbank- und Geschäftsbankkunden veröffentlicht die Bank of England zum Monatsende Daten zum Gesamtgoldbestand in ihren Londoner Tresoren.** Die monatlichen Veränderungen in den Daten zeigen daher die Zu- und Abgänge aus den Tresoren und spiegeln allgemeine Trends im Laufe der Zeit wider.

Aus den Daten lassen sich folgende Trends ableiten: Von August 2011 bis Jänner 2012, d. h. von der Ankündigung Venezuelas bis zum Abschluss der Repatriierung von 160 t Gold, flossen beachtliche 434 t Gold aus den Tresoren der Bank of England ab, was darauf hindeutet, dass die Maßnahmen Venezuelas andere Zentralbanken wahrscheinlich dazu veranlassten, ihrem Beispiel zu folgen und in diesem Zeitraum Gold aus London abzuziehen.

*It's the little things that make the big things happen.*
**Ted Lasso**

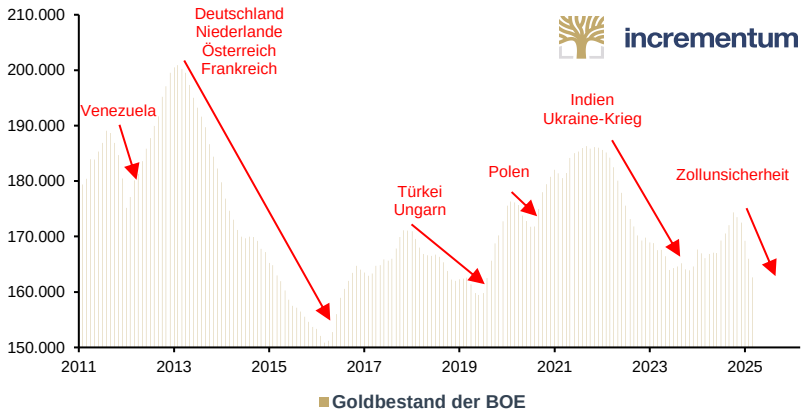
Von März 2013 bis März 2016, also in der Zeit zwischen der Ankündigung der Goldrepatriierung durch die Bundesbank im Jänner 2013, der niederländischen Goldrepatriierung 2014 und der Ankündigung der Repatriierung durch Österreich im Mai 2015, kam es in den Tresoren der Bank of England jeden Monat zu Goldabflüssen, die sich insgesamt auf 1.557 t beliefen. Dieser sehr große Abfluss deutet darauf hin, dass andere Zentralbanken die Folgen des deutschen, niederländischen und österreichischen Verhaltens verstanden und ebenfalls beschlossen haben, Gold aus westlichen Verwahrstellen abzuziehen, allerdings im geheim.

2018 verzeichnete die Bank of England einen Nettoabfluss von 282 t Gold, was höchstwahrscheinlich auf umfangreiche Repatriierungen durch die türkische Zentralbank, türkische Geschäftsbanken und die erste Phase des ungarischen Goldtransfers zurückzuführen ist. Zwischen April und Juni 2019 flossen weitere 98 t ab, zeitgleich mit der Verlagerung des Goldes der polnischen Zentralbank in einen G4S-Tresor in der Nähe von Heathrow.

**Ausgelöst durch den Ausbruch des Ukraine-Krieges wurden von Jänner 2022 bis März 2023 jeden Monat Goldabflüssen verzeichnet, insgesamt summierten sich der Nettoverlust in diesem Zeitraum auf 574 t.** Dies steht im Einklang mit den Zentralbanken, die erhöhte geopolitische Risiken und Sanktionen wahrnehmen und aus diesem Grund wahrscheinlich Gold repatriieren. In den sechs Monaten von April bis September 2023 kam es zu

Goldabflüssen von 73 t, was sich nahezu perfekt mit der Goldrepatriierung von 71 t durch die Reserve Bank of India in diesem Zeitraum deckt.

**Goldbestand der BOE, in Tausend Unzen, 01/2011–03/2025**




Quelle: BOE, Incrementum AG

## Fazit – Nicht meine Tresorschlüssel, nicht mein Gold

*Gold is a matter of national and economic strategy, a line of defence; those that have gold owe nothing to anyone.*
**György Matolcsy**

**Die Repatriierung von Gold durch die Zentralbanken ist inzwischen ein etablierter Trend, der weiter an Dynamik gewinnt, wie zahlreiche Zentralbank-Umfragen belegen.** Das Einfrieren der russischen Devisenreserven durch den Westen scheint ein entscheidender Moment gewesen zu sein, der viele Zentralbanken der Welt aufrüttelte und sie dazu veranlasste, die Risken der Goldlagerung im Ausland neu zu bewerten.

*The CBRT reduced its gold reserves abroad due to sanctions and tensions in relations with the US.*
**Durmuş Yılmaz, ehemaliger Gouverneur, CBRT**

Die Gründe für die Repatriierung von Gold sind vielfältig. Sie reichen von der Erleichterung von Audits über die Verringerung der Abhängigkeit von ausländischen Verwahrern bis hin zur Minderung des Sanktionsrisikos und der Stärkung der wirtschaftlichen Souveränität. Die Repatriierung von Gold ist auch Ausdruck des schwindenden Vertrauens der Zentralbanken untereinander und in das globale Finanzsystem sowie des Versuchs der Zentralbanken, angesichts der neuen geopolitischen Realitäten neue sichere Häfen zu finden.

**Die Repatriierung von Gold ist viel mehr als nur eine logistische Maßnahme; sie ist eine starke Botschaft der Zentralbanken, dass sie ihre Souveränität über ihr nationales Vermögen tatsächlich ausüben wollen, als Folge der Vertrauenserosion in die traditionellen Lagerorte in der City of London und Manhattan.**

NORTHPEAK

TSX: NPR | OTC: BTLLF | FRA: B9TN

**North Peak Resources is a junior exploration company backed by Harry Dobson and Brian Hinchcliffe, founders of Kirkland Lake Gold and Rupert Resources. It is developing the fully permitted Prospect Mountain property, which is located in the unexplored center of the historic high-grade gold and polymetallic mining camp of Eureka, Nevada, USA.**

Applying modern exploration techniques for the first time in 50 years, to unlock the property's potential through extending historical occurrences and by discovering new high grade polymetallic CRD and Carlin mineralisation.

The only part of the Eureka camp with over 10 miles of accessible underground tunnels.

info@northpeakresources.com
northpeakresources.com

IGWT Report

# Gold- und Silberrecycling

*We were into recycling before recycling was cool.*

**Anthony Pratt**

- **Die Bedeutung von Gold- und Silberrecycling wird oft unterschätzt. Rund 25% des weltweiten Goldangebots und etwa 18% des Silberangebots sind auf Recycling zurückzuführen.**
- **Schmuck dominiert das Recyclingangebot: Rund 90% des weltweit recycelten Goldes stammt aus Schmuck, wobei insbesondere Schwellenländer wie Indien, China oder die Türkei einen großen Beitrag leisten – meist aus Liquiditätsbedarf bei steigenden Preisen.**
- **Elektroschrott gewinnt an Bedeutung: Smartphones, Computer & Co. werden zu einer immer wichtigeren Recyclingquelle. Moderne Anlagen können heute über 90% des enthaltenen Goldes rückgewinnen; Schätzungen zufolge könnten bis 2030 15% des globalen Goldangebots aus Elektroschrott stammen.**
- **Der Goldpreis treibt die Recyclingmenge – jedoch nicht linear: Studien zeigen eine hohe Preiselastizität des Angebots an Altgold zwischen 0,6 und 3, wobei psychologische Effekte wie z. B. neue Allzeithochs das Verkaufsverhalten besonders stark beeinflussen.**
- **Recycling spart $CO_2$: Eine Unze Gold aus klassischem Bergbau verursacht im Schnitt rund 1 Tonne $CO_2$, während beim Recycling von Gold bis zu 90% weniger $CO_2$ emittiert werden – ein bedeutender Nachhaltigkeitsvorteil des Recyclings.**
- **Strategische Bedeutung durch geopolitische Risiken: Angesichts importabhängiger Rohstoffversorgung gewinnt Edelmetallrecycling auch politisch an Gewicht. Die EU will bis 2030 mindestens 25% des Bedarfs an kritischen Rohstoffen aus Recycling decken.**

**Während Artikel, Veröffentlichungen und Suchanfragen rund um Gold geradezu explodiert sind, führt das Thema Goldrecycling in der öffentlichen Wahrnehmung weiterhin ein Schattendasein – und das, obwohl die steigenden Preise die Recyclingmengen erheblich nach oben getrieben haben.** Auf den folgenden Seiten betrachten wir die vielfältige Welt des Gold- und Silberrecyclings – vom Urban Mining über die einzelnen Schritte des Recyclingprozesses bis hin zu ökologischen Vorteilen, Preissensitivität und zentralen Akteuren.

*In nature there is no such thing as waste. In nature nothing is wasted, everything is recycled.*
**David Suzuki**

**2024 legte die Menge an recyceltem Gold um 10,9% zu, nachdem sie sich 2023 um 8,6% erhöhte.** In diesen beiden Jahren stieg der Goldpreis jeweils im zweistelligen Prozentbereich, nämlich 2024 um 27,2% und 2023 um 13,1%. In absoluten Zahlen wurden im Jahr 2024 insgesamt 1.370 t recycelt, nach 1.234 t im Jahr 2023 und 1.163 t im Jahr 2022. Die 2024 recycelte Menge Gold übertraf den bisherigen Höchstwert der 2010er-Jahre von 1.276 t im Jahr 2019. Der Zuwachs ist angesichts des stark gestiegenen Goldpreises keineswegs überraschend.

**Dieser Anstieg des recycelten Goldes verschafft dem Markt einen vorübergehenden Angebotsschub und trägt dazu bei, etwaige Knappheiten beim geförderten Gold auszugleichen.** Der Gesamteinfluss des Recyclings auf das weltweite Goldangebot bleibt jedoch im Vergleich zur primären Minenproduktion begrenzt.

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Gold, in USD, yoy** | -10,4% | 8,5% | 13,1% | -1,5% | 18,3% | 25,0% | -3,6% | -0,2% | 13,1% | 27,2% |
| **Recyceltes Gold, in Tonnen, yoy** | -5,5% | 15,5% | -9,7% | 1,7% | 12,7% | 1,4% | -12,2% | 0,0% | 8,6% | 10,9% |

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Urban Mining

*There is no such thing as „away". When we throw anything away, it must go somewhere.*
**Annie Leonard**

***Urban Mining* bezeichnet die Rückgewinnung wertvoller Materialien wie Gold und Silber aus Abfall wie etwa Elektronikschrott, altem Schmuck und anderen weggeworfenen Gegenständen.** Dieser nachhaltige Ansatz schont Ressourcen und reduziert die Umweltauswirkungen des traditionellen Bergbaus. **Das World Gold Council (WGC) definiert recyceltes Gold als „gold as that sold for cash by consumers or other supply-chain players, such as jewelry manufacturers that sell old stock".** Ein Vorteil von Silber und Gold ist, dass sie wiederholt eingeschmolzen werden können, ohne dass die Qualität darunter leidet. Diese bemerkenswerte Eigenschaft verbessert das Nachhaltigkeitsprofil der beiden Edelmetalle im Vergleich zu den meisten anderen Investitionsmöglichkeiten.

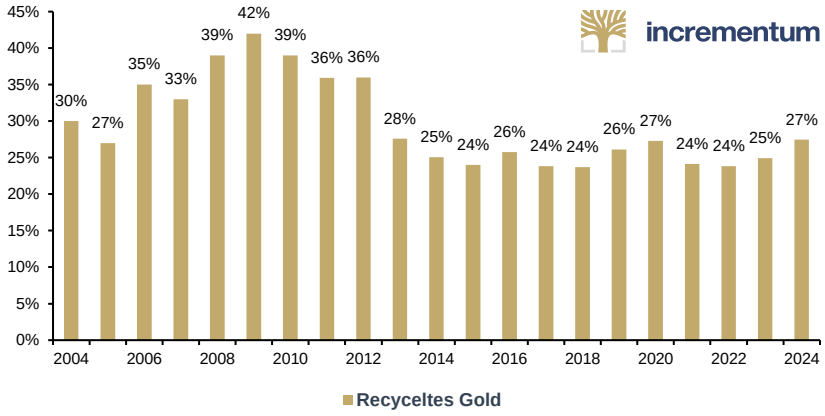
## Urban Mining – Gold

*Urban mining is far more efficient than traditional mining. There's more gold in a ton of discarded electronics than in a ton of gold ore.*
**Koji Sasaki, Ehemaliger Präsident, *Japan Urban Mine Organization***

**Ein beträchtlicher Teil des weltweiten Goldangebots – etwa 25% – stammt aus recyceltem Gold.** Betrachtet man die Angebotsstatistiken der letzten Jahre, so ist dieser Anteil trotz erheblicher Schwankungen der Goldpreise relativ stabil geblieben. Diese Stabilität ergibt sich aus der Tatsache, dass die Minenproduktion in diesem Zeitraum ebenfalls gestiegen ist. Dennoch erhöhte sich der relative Anteil von recyceltem Gold am jährlichen Gesamtangebot von 23,9% im Jahr 2022 auf 27,5% im Jahr 2024, was einem Anstieg um 15% entspricht.

**Anders war die Situation vor 2015, als Altgold bis zu 42% (2009) des gesamten Goldangebots ausmachte.** In den drei Jahren nach der Weltfinanzkrise brach die enge positive Korrelation zwischen dem Goldpreis und dem Anteil des Altgoldes am jährlichen Gesamtgoldangebot vorübergehend ab, stellte sich aber später während der Goldpreiskonsolidierung nach 2012 – auf niedrigerem Niveau – wieder ein.

**Recyceltes Gold, in % des Angebots, 2004–2024**




Quelle: Thomson Reuters GFMS, World Gold Council, Incrementum AG

## Exkurs: Peak Gold

*The power of population is indefinitely greater than the power in the earth to produce subsistence for man.*
**Thomas Malthus**

**Seit vielen Jahren diskutieren Goldexperten das Konzept des *Peak Gold*, d. h. die These, dass sich die weltweite Goldförderung ihrem Höhepunkt nähert, sich danach verlangsamt und der Goldbestand folglich nicht mehr mit der historischen Rate von 1,8% pro Jahr, wie im letzten Jahrhundert wächst.** Die von uns bereits häufiger aufgegriffen Peak-Gold-Theorie[61] steht im Kontext der Debatte zwischen *Malthusianern* und *Cornucopianern* über das Zusammenspiel von Bevölkerungswachstum und Ressourcenverfügbarkeit. Malthusianer – benannt nach dem britischen Gelehrten Thomas Malthus – gehen davon aus, dass das Bevölkerungswachstum den Ressourcenverbrauch schneller steigen lässt als die Produktion, wodurch die planetaren Grenzen überschritten und Krisen wie Hunger und Armut ausgelöst werden. Cornucopianer – ein Begriff, der sich auf den Glauben an den Überfluss bezieht und oft durch das *Füllhorn* symbolisiert wird – hingegen glauben, dass menschlicher Erfindungsreichtum und technologischer Fortschritt die Ressourcenknappheit überwinden können.

[61] Siehe „Goldene Chancen im Minensektor", In Gold We Trust-Report 2021; „Minenaktien: Die Party hat begonnen", In Gold We Trust-Report 2020; „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?", In Gold We Trust-Report 2018

*If I were a gambler, I would take even money that England will not exist in the year 2000.*
**Paul Ehrlich in 1969**

**Die Simon-Ehrlich-Wette veranschaulicht diese philosophische Spaltung am besten**. Im Jahr 1980 schlossen die Professoren Paul Ehrlich, ein Biologe, und Julian Simon, ein Wirtschaftswissenschaftler, eine Wette über die inflationsbereinigte 10-jährige Preisentwicklung (1980–1990) von fünf Rohstoffen (Kupfer, Chrom, Nickel, Zinn und Wolfram) ab. Ehrlich sagte einen Preisanstieg bei allen Metallen aufgrund der durch das Bevölkerungswachstum verschärften Ressourcenknappheit voraus. Simon wettete darauf, dass die Rohstoffpreise nicht höher sein würden als am Tag der Wette. **Alle Preise fielen, sodass Ehrlich die Wette verlor.**

*The Earth is finite. Its resources are finite.*
**Dennis Meadows**

**In Anlehnung daran argumentieren die Befürworter von Peak Gold, dass das weltweite Goldangebot endlich ist und dass zwei Drittel des bisher geförderten Goldes (212.582 t) seit den 1950er-Jahren abgebaut wurden.** Ein im August 2024 erschienener Report von S&P Global prognostizierte, dass das jährliche Goldangebot mit 110 Millionen Unzen (Moz) bzw. 3.420 t im Jahr 2026 seinen Höhepunkt erreichen wird. Als einer der Hauptgründe wird der Mangel an hochwertigen Goldfunden in der jüngeren Vergangenheit angeführt: Wie Rick Mills in einem Artikel für mining.com schreibt: „As for peak gold, it's already here." **Mit 3.661 t übertraf jedoch bereits 2024 das prognostizierte Niveau, was gegen die Peak Gold These spricht.**

*There is only one important resource which has shown a trend of increasing scarcity rather than increasing abundance. That resource is the most important of all—human beings.*
**Julian Simon**

**Die Frage nach dem weltweiten Goldangebot ist jedoch komplexer als die Frage: „Wann geht uns das Gold aus?".** Historische Daten zeigen, dass die weltweite Goldproduktion im vergangenen Jahrhundert mehrere Spitzenwerte erreichte, darunter insbesondere 1912, 1940 und 1970, auf die jeweils Phasen des Rückgangs folgten. Einige Analysten gehen davon aus, dass im Jahr 2018 mit einer Produktion von 2.554 t ein weiterer Höhepunkt erreicht wurde.

Entgegen dieser Vorhersagen ist der Höhepunkt der Goldförderung unserer Meinung nach noch nicht erreicht. Technologische Fortschritte steigern weiterhin die Produktivität und Effizienz des Bergbaus und halten den Aufwärtstrend der Goldproduktion aufrecht. **Sollte das weltweite Minenangebot zurückgehen, würde der Goldrecyclingmarkt wahrscheinlich als Puffer gegen Angebotsdefizite dienen.**

*Nothing is lost, nothing is created, everything is transformed.*
**Antoine Lavoisier**

**Die weltweite Menge an recyceltem Gold ist in den letzten Jahrzehnten stetig gewachsen.** In den 1990er-Jahren lagen die jährlichen Recyclingmengen in der Regel zwischen 800 und 900 t. In den 2000er-Jahren stieg diese Zahl auf 1.000 t und erreichte 2010 aufgrund der hohen Goldpreise einen Höchststand von 1.500 t, bevor sie wieder auf etwa 1.000 t zurückging. **In den letzten Jahren ist das Angebot an recyceltem Gold wieder gestiegen und erreichte 2023 1.237 t**. Das entspricht 25,3% des gesamten weltweiten Goldangebots.

**Der Aufwärtstrend setzte sich 2024 mit 1.370 t recyceltem Gold fort.** Diese Zahl bleibt zwar unter dem Allzeithoch von 2009 mit 1.728 t, was 42% des Gesamtangebots in jenem Jahr entsprach, übertrifft aber die 1.292 t im ersten Corona-Jahr 2020. Dieser robuste Anstieg des Recyclingangebots um 11% im Jahresvergleich gegenüber 2023 wurde in allen Regionen mit Ausnahme des Nahen Ostens beobachtet.

In Q1/2025 wurde der Aufwärtstrend mit einer recycelten Menge auf dem hohen Niveau von 345 t bestätigt. Der Anteil von Goldrecycling liegt damit bei 28,6%, was die steigende Bedeutung für das Goldangebot noch weiter unterstreicht.

## Recycling von Gold aus Schmuckstücken

*Buy less, choose well.*
**Vivienne Westwood**

**Das Schmuckrecycling ist die traditionellste Form des Goldrecyclings und macht etwa 90% des weltweit recycelten Goldes aus.** Dieser Prozentsatz variiert regional, mit höheren Raten in Ländern mit einer starken Goldschmucktradition wie Indien und niedrigeren in westlichen Ländern, in denen Goldschmuck eine geringere kulturelle Rolle spielt.

Recyceltes Gold ist zu einem wichtigen Trend in der globalen Schmuckindustrie geworden. Marken wie Chopard, Prada, Tiffany und Pandora haben sich zu einer verantwortungsvollen Materialbeschaffung verpflichtet, insbesondere durch die Verwendung von recyceltem Gold. Darüber hinaus verwenden zahlreiche aufstrebende Schmuckunternehmen ausschließlich recycelte Edelmetalle, was die Nachfrage nach recyceltem Gold weiter steigert.

## Goldrecycling aus Elektroschrott

**Elektroschrott hat sich zu einer immer wichtigeren Quelle für recyceltes Gold entwickelt.** Das weltweite Aufkommen an Elektroschrott liegt derzeit bei über 60 Mio. t pro Jahr und wird sich bis 2050 voraussichtlich auf 137 Mio. t mehr als verdoppeln. Ein bedeutender Prozentsatz dieses Elektroschrotts enthält Edelmetalle, einschließlich Gold. Studien haben gezeigt, dass ein typisches Mobiltelefon etwa 7 bis 34 mg Gold enthält. Höherwertige elektronische Geräte wie Desktop-Computer und Server-Motherboards können bis zu 1 g Gold enthalten.

*There's more gold in a ton of smartphones than a ton of ore from the best gold mine.*
**Koichi Tanaka, Nobel Laureate in Chemistry**

In der Vergangenheit waren die Rückgewinnungsraten für Edelmetalle beim Recycling von Elektroschrott relativ gering. Durch Verbesserungen bei den Raffinations- und Trenntechniken konnten diese Quoten jedoch erheblich gesteigert werden, sodass moderne E-Schrott-Recyclinganlagen heute in der Lage sind, über 90% des Goldes zurückzugewinnen. **Schätzungen zufolge könnten bis zu 15% des weltweiten Goldangebots aus Elektroschrott gewonnen werden.** Derzeit wächst die Produktion von Elektroschrott fünfmal schneller als dessen Recycling. Wie eine aktuelle Studie der Universität Pforzheim zeigt, ist das Goldrecycling aus Elektroschrott jedoch nach wie vor wesentlich energieintensiver als das Schmuckrecycling.

*We cannot solve our problems with the same thinking we used when we created them.*
**Albert Einstein**

Vor kurzem hat die *UK Royal Mint* eine Recyclinganlage in Wales errichtet, in der mit modernsten Verfahren Edelmetalle aus den Leiterplatten ausrangierter elektronischer Geräte gewonnen werden. In Zusammenarbeit mit dem kanadischen Clean-Tech-Start-up-Unternehmen *Excir* leistet die Royal Mint Pionierarbeit bei der Entwicklung einer neuen nachhaltigen Edelmetalltechnologie, die eine sekundenschnelle Goldgewinnung aus Elektroschrott ermöglicht. Die *Royal Canadian Mint* und das Clean-Technology Start-up-Unternehmen *Enim* sind eine ähnliche Partnerschaft eingegangen.

**Laut einer aktuellen Studie von *The Gold Bullion Company* liegen die USA bei der Goldrückgewinnung aus ausgemusterter Elektronik an der Spitze, gefolgt von China und Deutschland.** Im Jahr 2022 erzeugten die USA 4,1 Mrd. kg offiziell dokumentierten Elektroschrott, aus dem schätzungsweise 13.767 kg Gold zurückgewonnen werden konnten. Obwohl nur halb so viel Elektroschrott anfällt, folgt China mit geschätzten 6.630 kg recyceltem Gold an zweiter Stelle.

*Computer, when was the last time we cleaned up Earth?*
**Captain McCrea**

**Auf Pro-Kopf-Basis liegt Norwegen mit 0,066 g pro Person weltweit an der Spitze der recycelten Goldmenge aus Elektroschrott.** Die Top Five wird von Finnland, Österreich, der Schweiz und Schweden abgerundet.

## Triebkräfte des weltweiten Goldrecyclings

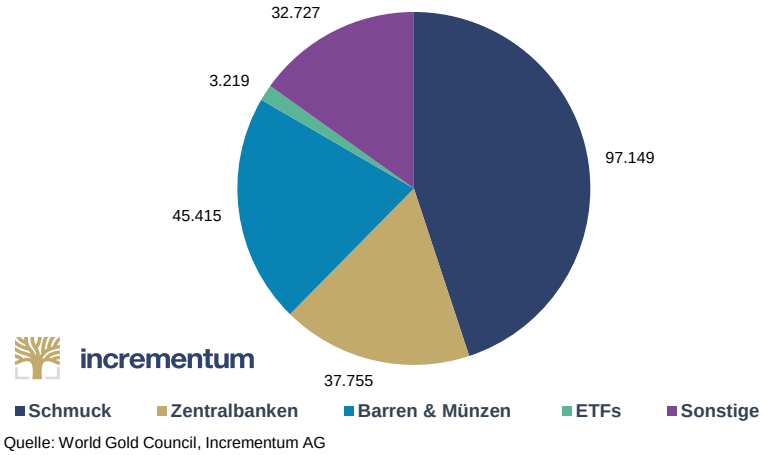
Bevor wir unsere Analyse des Urban Mining abschließen, lohnt es sich, die Triebkräfte des weltweiten Goldrecyclings zu analysieren, insbesondere die Preissensibilität von Altgold. Wie reagiert das Angebot von Altgold – sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zum geförderten Gold – auf Schwankungen des Goldpreises?

*One man's trash is another man's treasure.*
**English Proverb**

Eine Vorbemerkung: Entgegen der Erwartungen gibt es nur wenige umfassende Studien über die Preissensitivität des Goldrecyclingangebots. Die meisten Forschungsarbeiten in diesem Bereich konzentrieren sich auf verfahrenstechnische Aspekte.

**Wie bereits erwähnt, kann der gesamte oberirdische Goldbestand – der auf etwa 212.582 t geschätzt wird – grundsätzlich durch Recycling wieder auf den Markt kommen.** Der größte Teil besteht in Form von Schmuck (44%), gefolgt von Anlagegold (24%) in Form von Barren und Münzen, Zentralbankbeständen (21%) und technologischer Verwendung (5%).

**Oberirdischer Goldbestand nach Sektoren, in Tonnen, 2024**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Nothing gold can stay.*
**Robert Frost**

In der Praxis wird jedoch nur ein Bruchteil dieses gesamten oberirdischen Bestandes über das Recycling tatsächlich auf den Markt zurückkehren. Verschiedene Faktoren tragen zu dieser Begrenzung bei, darunter unverkäufliche Familienerbstücke und Kunstgegenstände, die über Generationen weitergegeben werden, Zentralbanken, die Gold als Reserven aufbewahren, und

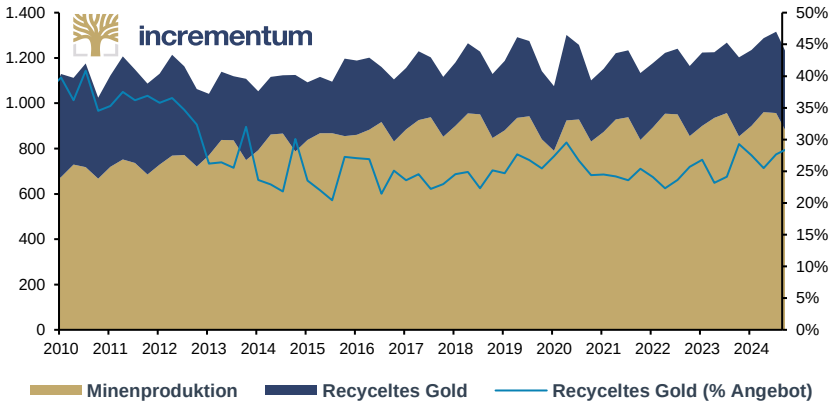
Elektronikschrott, der auf Mülldeponien entsorgt wird, ohne dass das Edelmetall zurückgewonnen werden kann. **Im Jahr 2025 werden nur etwa 0,5% des gesamten oberirdischen Goldbestandes recycelt.**

*Nature does not hurry, yet everything is accomplished.*
**Lao Tzu**

Da der Bergbau den Großteil des weltweiten Goldangebots beisteuert, verfügt er zweifellos über eine beträchtliche Marktmacht. Folglich würde ein Angebotsschock – ob positiv oder negativ – die Preise deutlich beeinflussen.[62] Die Minenproduktion ist jedoch mit erheblichen Vorlaufzeiten verbunden.[63] Zwischen den ersten Explorationsarbeiten und der Förderung vergehen oft Jahrzehnte. Infolgedessen reagiert der Edelmetallbergbau relativ langsam auf Marktpreisänderungen.

Aufgrund der sehr viel kürzeren Zeit bis zur Marktreife, weist das Angebot an Altgold eine deutlich größere Volatilität auf. Die Saisonabhängigkeit der Goldförderung beeinflusst jedoch die relative Bedeutung des Recyclings, die in der Regel im ersten Quartal eines jeden Jahres zunimmt.

**Minenproduktion und Recyceltes Gold (lhs), in Tonnen, und Recyceltes Gold (rhs), in % des Angebots, Q1/2010–Q4/2024**




Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Der erhebliche Umfang und die Variabilität des Altgoldes lassen enormes Potential zur Beeinflussung des Goldpreises vermuten, doch die Beziehung ist eher umgekehrt: **Der wichtigste Treiber für die Recyclingmengen ist der Goldpreis, was das Recycling zum *Preisnehmer* macht.**

*Jewelry is eternal. It never goes out of fashion. It will always be there.*
**Kate Moss**

Ein Hauptgrund für diese Dynamik liegt in der Zusammensetzung des Altgoldangebots: Über 90% des Recyclings geht auf Schmuck zurück, davon fast drei Viertel aus den Schwellenländern. **Der Schmucksektor ist in diesen Ländern preisempfindlich. Auf Preisschwankungen reagiert er schnell, da Privatpersonen ihren Goldschmuck oft verkaufen, wenn sie sofort Geldmittel benötigen.** Neben China und Indien spielen auch die Türkei, der Iran, der Irak, Ägypten und Thailand eine wichtige Rolle.

**Während das Goldrecycling im Allgemeinen als Preisnehmer auf globaler Ebene fungiert, kann es auf stärker lokalisierten Märkten die Preisbildung bestimmen.** Bisweilen können Schwankungen in der

[62] Siehe „Asteroiden- und Tiefseebergbau: Science-Fiction oder die nächste Innovationswelle im Minensektor?“, In Gold We Trust-Report 2024
[63] Siehe „Lebenszyklus eines Minenprojekts“, In Gold We Trust-Report 2023

Schmucknachfrage auf Länderebene dazu führen, dass die lokalen Märkte mit Abschlägen gegenüber den Weltmarktpreisen gehandelt werden.

Eine vor kurzem von Goldbroker durchgeführte Studie berechnete eine Preiselastizität des Recycling-Goldes von 3, was bedeutet, dass ein 1% Anstieg des Goldpreises zu einem 3% Anstieg des Angebots an recyceltem Gold führt. Eine Studie von BCG kam zu einem deutlich anderen Ergebnis und schätzte eine Elastizität von 0,6.

*The greatest danger in times of turbulence is not the turbulence — it is to act with yesterday's logic.*
**Peter F. Drucker**

**Eine Erklärung für diese Volatilität kann in der menschlichen Psychologie gefunden werden.** Wenn beispielsweise neue Kursrekorde aufgestellt oder bedeutende Kursschwellen wie die 3.000-USD-Marke überschritten werden, hat dies eine psychologische Wirkung. Hinzu kommt, dass die Erwartungen der Menschen nicht unbedingt rational sind, sondern oft von Hoffnungen, Ängsten und Wunschvorstellungen beeinflusst werden. Folglich kann durch das Überschreiten solcher Preisschwelle ein zusätzliches Verbraucherinteresse – egal ob Kauf oder Verkauf – getriggert werden. Lokale Goldpreise spielen eine entscheidende Rolle, wie etwa im November 2022 (über 50 EUR/g), im März 2024 (über 2.000 CHF/oz) und im September 2024 (über 2.000 GBP/oz) deutlich wurde.

*In times of crisis people are generally blind to everything outside their immediate necessities.*
**Albert Einstein**

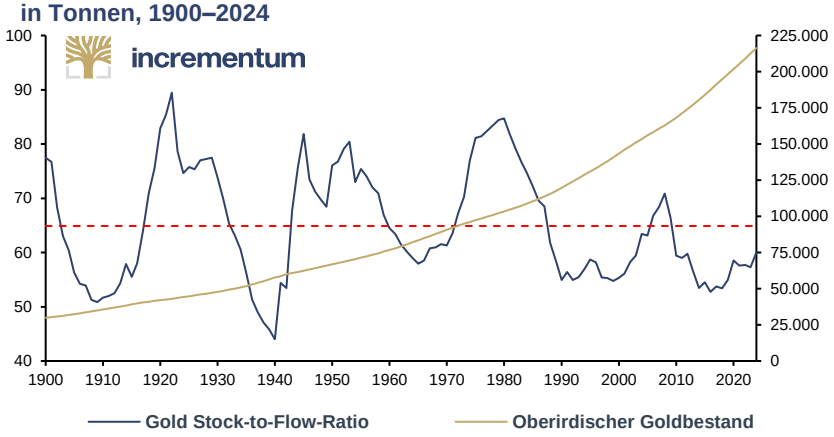
**Währungskrisen und wirtschaftliche Rezessionen sind weitere Katalysatoren für das Goldrecycling, da Privatpersonen in finanziellen Notlagen oft gezwungen sind, ihr Gold zu veräußern.** Während der ägyptischen Währungskrise von 2015/16 etwa, explodierte das ägyptische Schrottangebot von 6 t in Q4/2015 auf 27 t in Q2/2016. Eine entscheidende Voraussetzung für große Recyclingmengen ist natürlich ein umfangreicher lokaler Bestand an Goldprodukten, insbesondere Schmuck. **Daher weisen Länder mit einer starken Goldschmucktradition ein größeres Potenzial für das Recycling auf.**

**Eine Untersuchung historischer Daten bestätigt die positive Korrelation zwischen dem Anstieg des Goldpreises und dem Wachstum des Recyclingangebots.** Auf jeden größeren Preisanstieg in den letzten zwei Jahrzehnten folgte ein deutlicher Anstieg der Recyclingangebots – ob 2010/11 nach der Weltfinanzkrise, 2020 während der Corona-Pandemie oder 2023/24 nach dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs.

*The cure for high prices is high prices!*
**Sprichwort**

All diese Beispiele zeigen eindrücklich die Dynamik marktwirtschaftlicher Prozesse. Goldpreiserhöhungen bieten den Minenunternehmen einen Anreiz, ihre Förderung zu steigern und möglicherweise zuvor unwirtschaftliche Lagerstätten für den Abbau nutzbar zu machen. In ähnlicher Weise werden Unternehmen und Privatpersonen motiviert, ihre Goldbestände zu monetarisieren, sobald die Preise bestimmte Schwellenwerte erreichen. **Auf einer abstrakteren Ebene wird das Verhältnis zwischen dem Angebot aus neugefördertem Gold und jenem aus Recycling durch dasselbe Marktsignal ausgeglichen – den Goldpreis.**

**Gold Stock-to-Flow-Ratio (lhs), und Oberirdischer Goldbestand (rhs), in Tonnen, 1900–2024**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

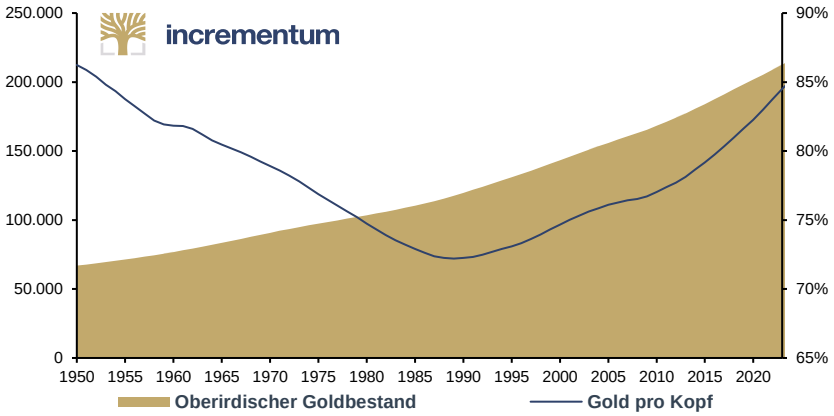
*Stock-to-flow isn't just about scarcity—it's about predictability. Markets pay a premium for assets with transparent, unmanipulable supply schedules.*
**Nic Carter**

**Eine essenzielle Metrik ist das Stock-to-Flow-Ratio (SFR) von Gold.** Seit Beginn des 20. Jahrhunderts ist die jährliche Goldproduktion im Verhältnis zu der bereits geförderten Goldmenge relativ konstant geblieben.[64] Das Stock-to-Flow-Ratio vergleicht den aktuellen Bestand eines Rohstoffs mit der jährlichen Neuproduktion. Ein hohes Verhältnis – typisch für Gold oder Bitcoin – weist auf Knappheit hin und signalisiert geringeren Inflationsdruck, da das neue Angebot den Markt kaum beeinflusst. Ein niedriges Verhältnis deutet dagegen auf höhere Inflationsempfänglichkeit hin, da die neu produzierte Menge stärker ins Gewicht fällt.

Diese Tatsache veranschaulicht der folgende Chart eindrucksvoll: Der weltweite Pro-Kopf-Goldbestand schwankte seit Mitte des 20. Jahrhunderts innerhalb einer engen Spanne von 0,70 bis 0,85 Unzen.[65] Dies ist besonders bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass die Weltbevölkerung von 2,50 Mrd. Menschen im Jahr 1950 auf heute mehr als 8 Mrd. Menschen explodiert ist. **Mit anderen Worten widersprechen diese Daten der Peak-Gold-Theorie, da das Angebot parallel zum starken Bevölkerungswachstum zugenommen hat.**

[64] Siehe „Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold", In Gold We Trust-Report 2013
[65] Siehe „Die Stock-To-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold", In Gold We Trust-Classics, 2012

**Oberirdischer Goldbestand (lhs), in Tonnen, und Gold pro Kopf (rhs), in Unzen, 1950–2024**




Quelle: UN, World Gold Council, Incrementum AG

*The main error in this thinking is that demand is not a quantity. Demand is the willingness of buyers to offer more money in exchange for a good at a range of prices.*
**Robert Blumen**

Um auf die Frage zurückzukommen, was das Goldrecycling-Angebot antreibt, ist die Antwort daher bemerkenswert einfach: der Markt selbst. **Solange es einen Mechanismus zur freien Preisbestimmung gibt und keine Preiskontrollen oder ähnliche Eingriffe vorgenommen werden, kann der Goldpreis als Signal für alle Marktteilnehmer dienen.**

## Urban Mining – Silber

*Without silver, there is no modern photography, no solar energy, no smartphones.*
**Robert Friedland**

**Silber, das zweitwichtigste Edelmetall, hat viele Eigenschaften mit seinem goldenen Gegenstück gemeinsam.** Seine Langlebigkeit, Knappheit, dekorative Schönheit und die besonderen physikalischen und chemischen Eigenschaften – wie elektrische und thermische Leitfähigkeit und Beständigkeit gegen atmosphärische Oxidation – machen Silber zu einem begehrten Rohstoff. Laut einer Analyse von *Sprott* ist Silber nach Erdöl der am zweithäufigsten verwendete Rohstoff, der in elektronischen Geräten, Solarpaneelen, Elektrofahrzeugen, Halbleitern und mehr als 10.000 weiteren Anwendungen zum Einsatz kommt.[66]

Im Gegensatz zu Gold findet Silber jedoch eine viel breitere Verwendung in industriellen Anwendungen und erfährt einen tatsächlichen "Verbrauch". Das bedeutet, dass ein Teil des geförderten Silbers unwiederbringlich verschwindet, zum Beispiel durch Abrieb (Münzen) oder als Bestandteil von Abfallprodukten. Daher hält eine Analyse des *Silver Institutes* die gesamte historische Minenproduktion von Silber – etwa 57 Mrd. Unzen bis 2023 – für ein gänzlich ungeeignetes Maß für die wahre Größe des oberirdischen Silberbestandes.

*Nothing lasts forever but the Earth and sky.*
**Kansas, Dust in the Wind**

Darüber hinaus wird ein erheblicher Teil des enthaltenen Silbers nie recycelt, da die Silbermenge einfach zu gering ist, um den wirtschaftlichen Aufwand für das Recyclingverfahren zu rechtfertigen. Dieses Silber ist praktisch „verloren“. Der Schwellenwert, rentablen Silberrecyclings ist natürlich ebenfalls preisabhängig. Bei Gold hingegen liegt der größte Teil des oberirdischen Bestands von 212.582 t in

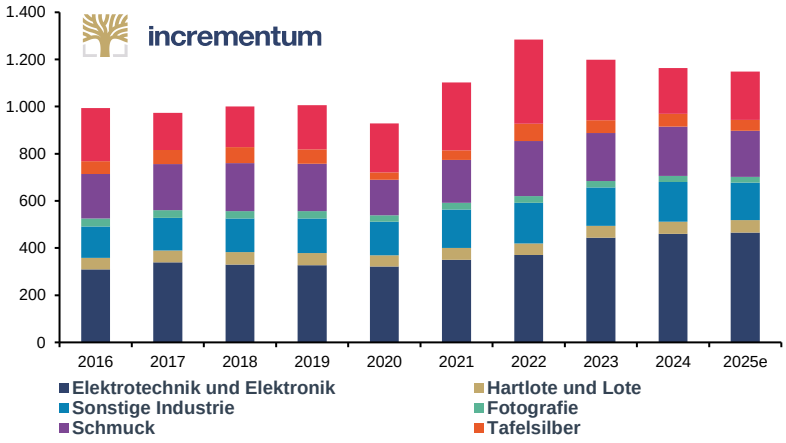
[66] Siehe auch „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?“, In Gold We Trust-Report 2024; „Silbers goldene Ära?“, In Gold We Trust-Report 2023

Form von Schmuck und Goldbarren vor und steht daher theoretisch weiterhin dem Markt zur Verfügung.

*Silver is, quite simply, a technology enabler.*
**Silver Institute**

Der nächste Chart zeigt das starke Wachstum der industriellen Silbernachfrage in den letzten Jahrzehnten, während Schmuck nur einen geringen Teil des Gesamtverbrauchs ausmacht. Diese Zusammensetzung der Nachfrage – die sich deutlich vom Profil des Goldes unterscheidet – wirkt sich auch auf das Recyclingpotenzial aus.

**Globale Silbernachfrage nach Sektoren, in Moz, 2016–2025e**




Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

**Auf der Angebotsseite wird die Silberproduktion mit über 80% vom traditionellen Bergbau dominiert, entweder aus der primären Silbergewinnung oder als Nebenprodukt der Gold-, Kupfer- und Zinkgewinnung.**

**Der Anteil des Silberrecyclings am Gesamtangebot ist geringer als bei Gold und belief sich 2023 auf 178,6 Moz oder 5.063 t, was 18% des Gesamtangebots entsprach.** Wie in den Vorjahren leistete der Industriesektor den größten Beitrag, insbesondere aufgrund des verstärkten Recyclings von EO-Katalysatoren und des Nachholbedarfs an Recycling aus den Pandemiejahren.

Aus regionaler Sicht ist Ostasien mit 55,6 Moz, d. h. fast einem Drittel der weltweiten Gesamtmenge, führend. Die USA und Europa folgen mit 44 bzw. 31,7 Moz. Diese kontraintuitive Diskrepanz ist wahrscheinlich auf die umfangreichen Abfallausfuhren aus europäischen Ländern nach Asien zurückzuführen.

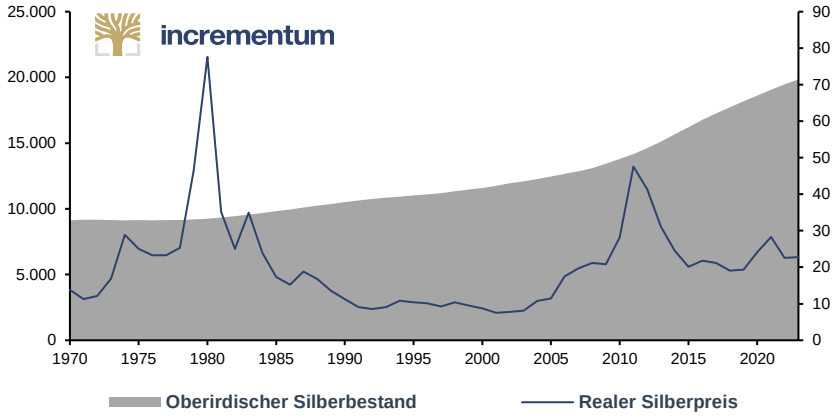
*Silver's use in green technologies continues to expand, especially in solar energy.*
**World Bank**

**Eine interessante Entwicklung ist die Rückgewinnung von Silber aus ausgemusterten Photovoltaikmodulen.** Ein Solarmodul enthält im Durchschnitt 20 g Silber.[67] Derzeit werden aufgrund begrenzter wirtschaftlicher Anreize nur etwa 10% der Paneele recycelt, doch diese Situation könnte sich in den kommenden Jahren ändern, wenn mehr Photovoltaikpaneele das Ende ihrer Lebensdauer erreichen.

[67] Siehe auch „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?", In Gold We Trust-Report 2024; „Silbers goldene Ära?", In Gold We Trust-Report 2023

Das *Silver Institute* hat vor kurzem eine detaillierte Analyse mit verblüffenden Schlussfolgerungen hinsichtlich der Preissensibilität von Silberbeständen und Recyclingmengen veröffentlicht. **Entgegen der Erwartungen besteht kein direkter Zusammenhang zwischen den oberirdischen Silberbeständen und dem Silberpreis, wie der folgende Chart zeigt.** Eine Erklärung für diese Diskrepanz ist die „Unbeweglichkeit" eines Großteils des Silbers der in Produkten wie Mobiltelefonen, Röntgengeräten und anderen Gütern integriert und somit schwer zugänglich ist.

**Oberirdischer Silberbestand (lhs), in Moz, und Realer Silberpreis (rhs), in USD, 1970–2023**




Quelle: The Silver Institute, LBMA, Precious Metals Insights, LSEG, Incrementum AG

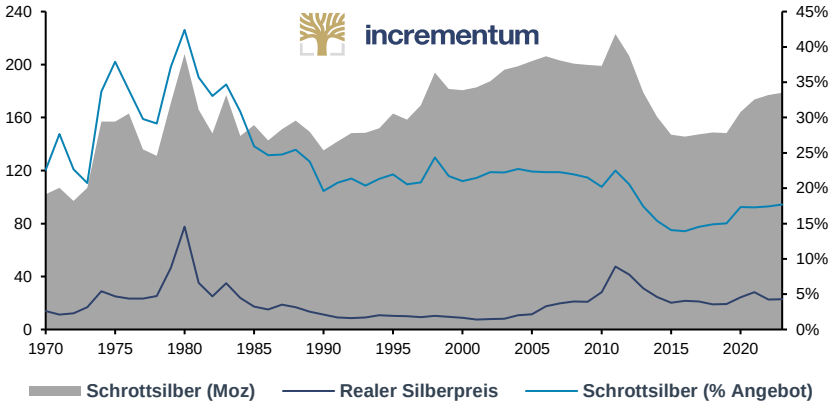
Gleichzeitig wirken sich Zu- und Abgänge bei den Edelmetallbeständen erheblich auf die Preise aus. **So korreliert beispielsweise die Zunahme des Silberbarrenbestands häufig mit dem Anstieg der Marktpreise, da die Käufernachfrage die Preise nach oben treibt.**

**Die Preissensitivität von Fertigerzeugnissen ist deutlich geringer als die von Silberbarren – ein Effekt der geringeren „Beweglichkeit" des darin gebundenen Silbers.** Diese Beobachtung gilt auch für die letzte Lebenszyklusphase von Fertigerzeugnissen, d. h. das Recycling. Folglich wird das Schrottrecycling nur teilweise durch Preisänderungen beeinflusst. Umweltpolitik und Produktlebenszyklen haben einen größeren Einfluss.

*I am like any other man. All I do is supply a demand.*
**Al Capone**

Dennoch können erhebliche Veränderungen des Angebots an Silberschrott die Marktpreise beeinflussen. **Im Allgemeinen stützt ein starker Rückgang des verfügbaren Angebots an Silberschrott das Preisniveau, während ein deutlicher Zuwachs den Preisanstieg eher begrenzt.**

**Schrottsilber (lhs), in Moz, Realer Silberpreis (lhs), in USD, und Schrottsilber (rhs), in % des Angebots, 1970–2023**




Quelle: The Silver Institute, LBMA, Precious Metals Insights, LSEG, Incrementum AG

Eine ausschließliche Betrachtung der Marktpreisdynamik in Bezug auf das Angebot an Silberschrott wäre jedoch irreführend, wie eine längerfristige Perspektive zeigt**: In den letzten 20 Jahren haben sich die realen Silberpreise verdoppelt, während das Gesamtangebot an Silberschrott von 199 Mio. t im Jahr 2004 auf 177 Mio. t im Jahr 2023 zurückgegangen ist.** Die Zusammensetzung des Schrottangebots ist ein essentieller Faktor. Während die industrielle Produktion massiv zugenommen hat, ist die Nachfrage nach Fotoprodukten stark zurückgegangen. Das Angebot an Schrott aus Silberschmuck und Silberwaren schwankte in diesem Zeitraum. Den Analysen des *Silver Institutes* zufolge besteht zwischen Silberpreis und dem Angebot an Industrieschrott eine positive Korrelation von 0,65 für den Zeitraum 2011–2023. Die Beziehung zwischen Silberpreis und Silberschmuck- und Silberwarenschrott ist mit 0,93 erwartungsgemäß noch stärker.

## Die Bedeutung des Recyclings für nachhaltiges Wirtschaften

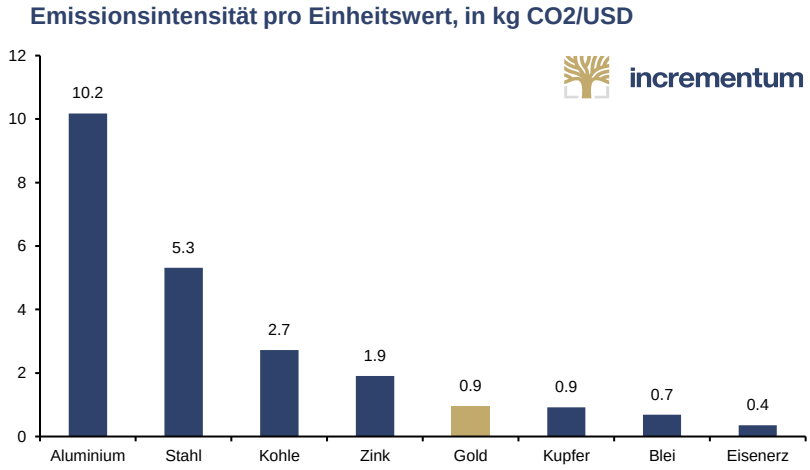
*The greatest threat to our planet is the belief that someone else will save it.*
**Robert Swan**

**Diese Analyse wäre unvollständig, wenn nicht auch der positive Beitrag des Gold- und Silberrecyclings zur Nachhaltigkeit gewürdigt würde.** Im Zuge der steigenden Bedeutung der Nachhaltigkeit in den vergangenen Jahren wurde Urban Mining mitunter als einzige Alternative zum traditionellen Bergbau dargestellt. Dies ist eine unvollständige Sichtweise, da alle oberirdischen Gold- und Silbervorräte irgendwann einmal abgebaut werden mussten. Wenn man sich ausschließlich auf recycelte Edelmetalle verlässt, lassen sich die vermeintlich negativen Umweltauswirkungen nicht völlig ausschalten. Allerdings könnte die Rückgewinnung von Altgold aus Abfällen, bevor sie auf Deponien landen, in der Regel ressourceneffizienter sein als die Gewinnung aus dem Bergbau. Um diesen Unterschied zu quantifizieren: **Bei der Gewinnung einer Unze Gold durch den traditionellen Bergbau wird im Durchschnitt etwa eine Tonne $CO_2$ emittiert.**[68]

[68] Siehe „Die neue emissionsarme Wirtschaft: Gold als Retter?“, In Gold We Trust-Report 2022

*The world's appetite for electronics is growing, but the planet's resources are not. Precious metal recycling is key to meeting future demand sustainably.*
**Achim Steiner, United Nations**

**Durch das Recycling von Gold und Silber wird der Bedarf an traditionellen Bergbaupraktiken reduziert, wodurch sich der mit der Produktion verbundene $CO_2$-Fußabdruck verringert.** Da Gold gleichsam auf ewig genutzt werden kann und die $CO_2$-Emissionen hauptsächlich bei der ursprünglichen Gewinnung anfallen, weist Gold einen sehr kleinen $CO_2$-Fußabdruck auf. **Daher spart jedes Recycling etwa 90% der bei der Förderung anfallenden $CO_2$-Emissionen.** Dies muss jedoch in Relation gesetzt werden: Aluminium, Stahl, Kupfer, Kohle und Zink haben einen deutlich größeren $CO_2$-Fußabdruck als Gold. Für umweltbewusste Anleger ist dies ein überzeugendes Argument für eine Goldallokation, um eine bessere Gesamtnachhaltigkeitsbewertung ihres Portfolios zu erreichen.



Quelle: Metals Focus, S&P Global Market Intelligence, World Steel Association & EIU, World Gold Council, Incrementum AG

*Circular economy is a strategic approach to reducing dependency on imported raw materials.*
**Europäische Kommission**

**Infolge der geopolitischen Spannungen erhält das Recycling nun auch eine strategische Bedeutung.** Schließlich mindert Recycling den Bedarf an neugeförderten Metallen, die mitunter aus Ländern bezogen werden müssen, denen das Importland kritisch gegenübersteht. So bezieht die EU 100% ihrer Nachfrage nach Seltenen Erden aus China, 98% der Bor-Nachfrage aus der Türkei und 71% des Platin-Bedarfs aus Südafrika. Daher sollen in der EU bis 2030 zumindest 25% des Jahresverbrauchs der 34 als *kritischer Rohstoff* gelisteten Mineralien in der EU aus dem Recycling gewonnen werden. Damit würde auch ein Beitrag zum Aufbau der von der EU gewünschten Kreislaufwirtschaft geleistet werden.

## Wo werden Edelmetalle recycelt?

Es gibt gute Argumente für das Recycling von Silber und Gold. Und der bedeutende Anteil des recycelten Materials am Gesamtangebot spricht Bände. Die offensichtlichen Fragen lauten nun: **Wo und wie werden die Edelmetalle recycelt?**

Der Recyclingmarkt für Gold kann im Allgemeinen in zwei Kategorien unterteilt werden: Recycling für hochgradiges und für niedriggradiges Gold. Je nach Kategorie haben unterschiedliche Faktoren Einfluss auf den Recyclingstandort.

## Hochwertiger Schrott

**Hochwertiger Schrott besteht in der Regel nur aus Metallschrott, d. h. aus verschiedenen Metallen und weist einen Goldgehalt von mindestens 40% auf.** In der Regel handelt es sich um Schmuck. Aufgrund seines hohen Wertes und der damit verbundenen teuren Transport- und Versicherungskosten wird ein Großteil dieses hochgradigen Schrotts im Herkunftsland raffiniert.

**Auch beim Edelmetallrecycling nehmen die USA mit 100t Altgold im Jahr 2023 wieder eine Schlüsselrolle ein.** Daher sind mehrere große Raffinerien mit Sitz in den USA auf das Goldrecycling spezialisiert, darunter *Johnson Matthey*, das mittlerweile zu *Asahi Refining* gehört, *The Refining Company* oder *Palladium Refining*. **Auch auf China und Indien entfällt ein erheblicher Anteil des weltweiten Goldrecyclings.** Führende Raffinerien für Goldrecycling sind die *China National Gold Group* und die *Shenzhen Zhongjin Lingnan Nonferrous Metal Company*.

*If you want grown-ups to recycle, just tell their kids the importance of recycling, and they'll be all over it.*
**Bill Nye**

**In Europa hat Italien eine gut etablierte Schmuckindustrie, vor allem in Städten wie Florenz und Vicenza.** Die Konzentration des Landes auf hochwertigen Goldschmuck und Luxusgüter hat einen robusten Markt für recyceltes Gold geschaffen. Darüber hinaus profitiert der italienische Goldrecyclingmarkt auch von den offenen Grenzen der EU und importiert große Mengen an Altgold aus den Nachbarländern.

**Eine ähnlich zentrale Rolle spielt Dubai, dessen Bedeutung für den Goldhandel wir in einem ganzen Kapitel im *In Gold We Trust Report 2024* gewürdigt haben.** Dubai ist zwar als Goldzentrum des Nahen Ostens bekannt – mittlerweile werden zwischen 20 und 30% des weltweit gehandelten Goldes pro Jahr via Dubai abgewickelt – aber es überrascht nicht, dass hier auch große Mengen an Goldrecycling für die Nachbarländer abgewickelt werden, denen es an Goldraffinerieanlagen fehlt.[69] Heute sind in Dubai einige der weltweit größten Raffinerien mit umfangreichen Recycling-Kapazitäten tätig, wie *MTM Gold Refinery DMCC*, *Emirates Gold* und *SAM Precious Metals*.

**Die Schweiz, das weltweit dominierende Goldraffinerieland, ist – wenig überraschend – auch ein wichtiger Akteur im Goldrecycling.** Hier befinden sich fünf der größten und wichtigsten Raffinerien der Welt, nämlich *MKS PAMP*, *Argor-Heraeus*, *Metalor*, *Valcambi* und *Cendres Métaux*. Etwa 70% des weltweit geförderten Goldes werden hier verarbeitet und geprägt. *Valcambi* ist auch die größte Raffinerie der Welt und verarbeitet mehr als 2.000 t Gold, Silber, Platin und Palladium pro Jahr.

*Es ist anzunehmen, dass die gegenwärtige wahrgenommenen Inflation eine Auswirkung auf die Absichten für den Verkauf von Altgold hat.*
**Sven Reinicke**

Eine repräsentative Befragung von 2.633 Schweizern durch die Universität St. Gallen im Auftrag von *philoro Edelmetalle* im Jahr 2023 zeigt die weite Verbreitung des Goldrecyclings in der Schweiz auf. Bereits 52% der Befragten gaben an, mindestens einmal alten Goldschmuck verkauft zu haben. Die 35% der Befragten die „schnelles Geld" als Grund für den Verkauf angaben, konnten sich besonders über die Goldpreisrally und die hohe Liquidität von Gold freuen. Um

[69] Siehe „Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt", In Gold We Trust-Report 2024

angemessen zu profitieren und einen adäquaten Verkaufspreis zu erzielen, sind jedoch sowohl die Preisschätzungsmethode als auch die Seriosität des Ankäufers essenziell. 12% der Befragten gaben an, dass eine Schätzung nach Bauchgefühl oder Augenmaß vorgenommen wurde, während nur 10% zur Preisermittlung die Anwendung der präzisen Methode der Röntgenfluoreszenzanalyse verlangten.

## Minderwertiger Schrott

Minderwertiger Schrott hat einen sehr geringen Edelmetallgehalt von nur etwa 1% oder weniger und ist daher weniger riskant zu transportieren. Infolgedessen besteht nicht nur ein weltweiter Wettbewerb, sondern auch eine geringere Anzahl von Raffinerien, die dieses Material verarbeiten können.

*Gold is virtually indestructible—there's no excuse not to reuse it.*
**Thomas Graedel**

**Weltweit gibt es unzählige Gold- und Silberraffinerien; die wichtigsten haben die Akkreditierung der LBMA für die Einhaltung der strengen Standards der Good Delivery oder des Responsible Jewelry Council (RJC) für die Chain of Custody erhalten.** Die weltweit führenden Raffinerien sind: Agosi (Pforzheim, DEU); Argor-Heraeus (Mendrisio, CH); Cendres + Métaux (Biel, CH); Emirates-Gold (Dubai, ARE); Engelhard (Newark, USA); Heimerle+Meule (Pforzheim, DEU); Heraeus (Hanau, DEU); Johnson Matthey (London, GBR); Metalor (Neuchâtel, CH); PAMP (Castel San Pietro, CH); Perth Mint (Perth, AUS); Rand Refinery (Germiston, ZAF); Tanaka-Kikinzoku (Tokio, JAP); Umicore (Brüssel, BEL); Valcambi (Balerna, CH).

*We set the stringent Good Delivery standards, trusted around the world, that enable the global trade in gold and silver bars.*
**LBMA**

Der von der LBMA definierte *Good-Delivery-Standard* (GDG) legt nicht nur strenge Kriterien für Gold- und Silberbarren fest, sondern enthält auch eine Liste aller zugelassenen Raffinerien, die Gold- und Silberbarren nach diesen Kriterien herstellen. Die von der GDG zugelassenen Raffinerien müssen beispielsweise mindestens 10 t raffiniertes Gold oder 50 t raffiniertes Silber pro Jahr herstellen, seit langem auf dem Markt vertreten sein, über eine gute Finanzlage verfügen und Barren von etwa 400 Feinunzen für Gold bzw. 1.000 Feinunzen für Silber produzieren. Darüber hinaus sind genauestens festgelegt der gesamte Gießprozess, das endgültige Aussehen, die Markierungen, die Größe und w Spezifikationen. Zudem müssen alle Barren, die nicht den hohen technischen Standards entsprechen, von den Raffinerien als NGD, d. h. *Non-Good Delivery*, in der Nähe des von der LBMA zugelassenen Herstellerzeichens gestempelt werden. Strenge, unabhängige Qualitätskontrollen sichern die Einhaltung der hohen Standards.

*Perfection is not attained when there is nothing more to add, but when there is nothing left to take away.*
**Antoine de Saint-Exupéry**

**Der Erfolg des OTC-Handels mit Edelmetallen auf dem Loco London Markt basiert maßgeblich auf dem hohen Ansehen und der breiten Akzeptanz des Good-Delivery-Standards.** Dank dieser Zertifizierung vertrauen alle Marktteilnehmer darauf, dass die gehandelten Barren einheitlich in Feinunzengewicht, Reinheit und Aussehen sind. Aktuell erfüllen insgesamt 85 Raffinerien in 27 Ländern die strengen Good-Delivery-Kriterien.

Der Standard der London Bullion Market Association (LBMA) dient vielen internationalen Börsen als Referenz – darunter ICE, CME Group, TOCOM, die Shanghai Gold Exchange und das Dubai Multi Commodities Centre. Einige Märkte wie die Borsa Istanbul oder die Singapore Bullion Market Association übernehmen die LBMA-Kriterien ganz oder teilweise für ihre eigene Raffinerie-Zulassung.

Doch entscheidend ist: **Erst die Annahme durch einen Londoner Tresorverwalter macht einen zertifizierten Barren zum „London Good Delivery" (LGD).** Damit sind die Londoner Tresore die eigentlichen Torwächter des Marktes – sie garantieren die letzte Instanz der Qualitätssicherung.

## Die wichtigsten Schritte beim Recycling von Gold und Silber

Das Recycling von Gold und Silber erfolgt nach ähnlichen Verfahren, wobei es aufgrund der spezifischen Eigenschaften der beiden Metalle auch einige Unterschiede gibt. Im Folgenden finden Sie einen Überblick über die wichtigsten Schritte beim Gold- und Silberrecycling.

- **Beschaffung**
  - Gold: Gold kann aus altem Schmuck, Elektronik (z. B. Smartphones, Computern und Leiterplatten), Zahnersatz oder Industriemaschinen gewonnen werden.
  - Silber: Silber wird oft aus Schmuck, Münzen, Besteck, fotografischen Filmen, Elektronik und alten Spiegeln gesammelt.

- **Sortierung und Vorbehandlung**
  - Die Gegenstände werden sorgfältig sortiert, um Gold und Silber von anderen Materialien zu trennen.
  - Gold: Schmuck oder elektronische Geräte müssen möglicherweise zerlegt werden, um Goldkomponenten (z. B. Stecker oder Stifte) zu isolieren.
  - Silber: Silbergegenstände werden gereinigt, um Beschläge oder Verunreinigungen zu entfernen, und nach ihrer Reinheit sortiert.

- **Schreddern oder Zerkleinern**
  - Bei größeren Gegenständen oder Schüttgut werden Gold und Silber geschreddert oder zerkleinert, um die Gewinnung zu erleichtern.
  - Elektronische Geräte werden zum Beispiel oft zerkleinert, um kleine Gold- oder Silberbestandteile freizulegen.

- **Schmelzen**
  - Sowohl Gold als auch Silber werden geschmolzen. Die Goldstücke werden in einen Ofen gegeben, wo sie auf eine Temperatur von etwa 1.064 °C, dem Schmelzpunkt von Gold, erhitzt werden. In diesem Stadium schmilzt das Gold in eine flüssige Form. Alle Nicht-Goldbestandteile, wie Steine oder Kunststoff, werden entfernt oder abgetrennt.
  - Bei der Trennung von Silber und Gold spricht man vom *Scheiden*. Je nach gewünschtem Reinheitsgrad des Endgoldes wird entweder der Miller-Prozess oder das Wohlwill-Verfahren angewendet.

- **Affinierung**
  - Sobald das Gold geschmolzen ist, wird es affiniert, um Verunreinigungen und andere Metalle zu entfernen. Es gibt mehrere Affinationsmethoden, um Gold zu reinigen, darunter:
    - **Das Aqua-Regia-Verfahren**: Hierbei handelt es sich um eine chemische Methode, bei der eine Mischung aus Salzsäure und Salpetersäure verwendet wird. Das Gold löst sich in dieser Mischung auf, und die Verunreinigungen werden abgetrennt. Das gelöste Gold wird dann mit anderen Chemikalien ausgefällt.
    - **Das elektrolytische Verfahren**: Bei diesem Verfahren wird das Gold mit Hilfe von Elektrizität gereinigt. Das Gold wird in eine Goldchloridlösung gegeben, durch die ein elektrischer Strom geleitet wird. Das Gold wird auf einer Elektrode abgeschieden, wobei Verunreinigungen zurückbleiben.
    - **Das Kupellationsverfahren**: Dabei wird das Gold in einem Kupolofen auf hohe Temperaturen erhitzt, wo es oxidiert und Verunreinigungen vom Kupolofen absorbiert werden, sodass reines Gold zurückbleibt.
  - Beide Metalle werden verschiedenen Behandlungen unterzogen, um einen hohen Reinheitsgrad von in der Regel über 99% zu gewährleisten.

- **Klärung**
  - Manchmal sind weitere Reinigungsschritte erforderlich, um den höchsten Reinheitsgrad zu erreichen, insbesondere wenn das Metall für bestimmte hochwertige Anwendungen genutzt werden soll.

- **Gießen**
  - Nach der Reinigung werden sowohl Gold als auch Silber in Barren oder Münzen gegossen. So können sie gelagert, gehandelt oder in Fertigungsprozessen wiederverwendet werden.
    - Gold: Gold wird häufig zu Barren gegossen, je nach Bedarf aber auch zu Münzen oder Schmuckstücken geformt.
    - Silber: Nach der Raffination wird Silber in Barren, Münzen oder Bleche für die industrielle Verwendung gegossen.

- **Qualitätskontrolle und Wiedereinführung auf dem Markt**
  - Durch eine Endkontrolle wird sichergestellt, dass die Metalle den erforderlichen Reinheits- und Qualitätsstandards entsprechen.

- Sowohl Gold als auch Silber werden getestet, oft durch eine Analyse, um sicherzustellen, dass sie den Industriespezifikationen entsprechen.
- Der letzte Schritt im Recyclingprozess ist der Verkauf und Vertrieb des raffinierten Goldes. Recyceltes Gold wird an Hersteller verkauft, die es für die Produktion von neuem Schmuck, Elektronik oder Anlageprodukten verwenden.
- Gold aus recyceltem Schmuck ist von frisch gefördertem Gold nicht zu unterscheiden und stellt somit eine wertvolle Ressource für eine Vielzahl von Branchen dar. Da die Nachfrage nach Gold weiter steigt, spielt recyceltes Gold eine immer wichtigere Rolle bei der Deckung des Bedarfs.

## Fazit

*The economy is a wholly owned subsidiary of the environment.*
**Herman E. Daly**

**Trotz der wachsenden Beliebtheit von Gold und Silber fand das Recycling von Edelmetallen bislang wenig Beachtung. Dabei macht recyceltes Gold 25% des gesamten Goldangebots und recyceltes Silber 18% des Silberangebots aus.** Der Rest des Angebots für beide Metalle wird durch den traditionellen Bergbau gedeckt. Überraschenderweise bewegt sich das Ratio zwischen Recycling und Neuförderung in einem vergleichsweise engen Band, auch wenn die absolute Höhe der recycelten Gold- bzw. Silbermenge durchaus spürbaren Schwankungen unterworfen ist.

*Recycling is a key strategy for conserving scarce metals.*
**UNEP**

**Bei Gold entfällt der größte Anteil des Recyclingangebots auf Schmuck (90%).** Auch Elektroschrott hat sich in den vergangenen Jahren zu einer immer wichtigeren Quelle entwickelt. Diese Zusammensetzung des Altgoldangebots liefert auch eine Erklärung für die Preisempfindlichkeit: Trotz seines Umfangs und seiner Flexibilität ist das Altgoldangebot überwiegend preisempfindlich. Der Hauptgrund dafür sind die menschliche Psyche und Präferenzen. In Notzeiten wie Rezessionen oder Währungskrisen verkaufen Menschen ihr Gold gegen Bargeld oder reagieren irrational auf das Erreichen von Rekordpreisen.

*Resources come out of people's minds more than out of the ground.*
**Julian Simon**

Da Silber stärker in der Industrie verwendet wird und einen viel geringeren Anteil an der Versorgung des Schmuckmarktes hat, spiegelt die Recyclinglandschaft diese Zusammensetzung wider. Zum einen wird aufgrund zu geringer Mengen ein erheblicher Teil des in Industrieprodukten enthaltenen Silbers nie recycelt werden. Außerdem stammt der größte Anteil des Recyclingangebots nach wie vor aus der Industrie, seien es Leiterplatten, Solarpaneele oder Röntgenfilme. Preise von Silberschrott aus Schmuck und Silberwaren reagieren hingegen ähnlich wie bei Gold aufgrund größerer „Flexibilität" sehr viel sensibler, schließlich kann Schmuck zu so gut wie jedem Zeitpunkt gegen Bargeld verkauft werden.

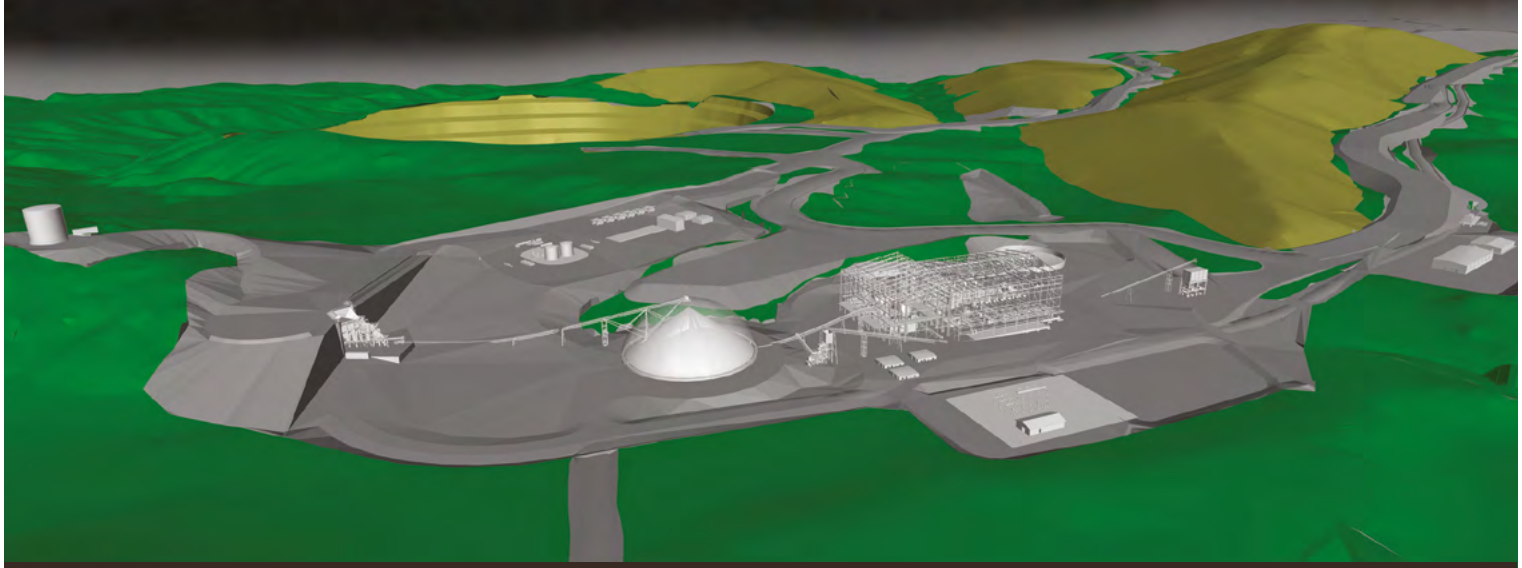
*Pollution is nothing but the resources we are not harvesting. We allow them to disperse because we've been ignorant of their value.*
**Buckminster Fuller**

**Unsere Analyse offenbart eine bemerkenswerte Entwicklung:** Seit 2015 stagniert der Anteil von recyceltem Gold am globalen Gesamtangebot bei etwa 25%. Selbst die deutliche Goldpreisrally zwischen 2022 und 2024 führte lediglich zu einem marginalen Anstieg des Recyclinganteils um 3,6 Prozentpunkte auf nun 27,5% - weit unter den historischen Werten vor 2015. **Diese erstaunliche Resistenz gegen Preisanreize markiert einen fundamentalen Wandel: Gold ist nicht länger bloßes Handelsgut, sondern wird zunehmend als strategischer Vermögenswert gehalten - die ultimative Absage an den Fiat-Gedanken.**

U.S. GOLD
CORP

# Fully Permitted Gold and Copper Project in the U.S.

**U.S. Gold Corp.** is an emerging U.S.-based gold-copper developer poised to become a 110,000+ oz/year producer. With a world-class gold and critical metals asset portfolio in Wyoming, Nevada, and Idaho – USAU offers a compelling mix of near-term production and large-scale exploration upside. The flagship CK Gold Project in Wyoming is fully permitted and advancing toward development.



www.usgoldcorp.com

Nasdaq: USAU

IGWT Report

# Die Entmystifizierung des Wertes von Gold

*Nobody really understands gold prices and I don‘t pretend to understand them either.*

**Ben Bernanke**

- **Der Goldpreis ist kein Mysterium, sondern eine Funktion von Liquidität und Vertrauen. Je mehr nominelle Geldeinheiten in Umlauf sind und je geringer das Vertrauen der Investoren ist, desto höher steigt der Goldpreis.**
- **Das Investorenvertrauen ist kein abstraktes Konzept, sondern kann mit unterschiedlichen Kennziffern konkret gemessen und bewertet werden.**
- **Der Wert von Gold in USD und der Wert des S&P 500 kann auf gleiche Weise erklärt und kalkuliert werden, obwohl Gold keine Dividende zahlt. Der Schlüssel liegt im Verständnis dafür, dass die Gewinne der Unternehmen des S&P 500 seit Ende der 1940er-Jahre maßgeblich durch die US-Geldmengenentwicklung angetrieben werden und das Investorenvertrauen auf Gold und den S&P 500 genau entgegengesetzt wirkt.**
- **Das Vertrauen der Investoren unterliegt säkularen Zyklen. Die Phasen abnehmenden Vertrauens waren säkulare Goldbullenmärkte und die Phasen zunehmenden Vertrauens waren säkulare Aktienbullenmärkte.**

**Dietmar Knoll**

Dietmar Knoll ist Bankfachwirt und war über vier Jahrzehnte hinweg im „Corporate Banking“ der Deutsche Bank AG tätig, zuletzt als Restrukturierungsexperte im „Risk Management Advisory“. In seinem Ruhestand beschäftigt er sich mit der Frage, was den Goldpreis wirklich antreibt.

*Daher ist die Aufgabe nicht nur, zu sehen, was noch keiner gesehen hat, als auch bei dem, was jeder sieht, zu denken, was noch keiner gedacht hat.*
**Arthur Schopenhauer**

**Dieser Artikel basiert auf den Erkenntnissen des *Synchronen Aktien-und-Goldpreismodells*, das im *In Gold We Trust*-Report 2022 ausführlich vorgestellt wurde.** Auf den folgenden Seiten werden wir anhand vertiefender Analysen aufzeigen,

- weshalb der Goldpreis und der Kurs des S&P 500 letztendlich Funktionen von Liquidität und Vertrauen sind,
- warum beide Assets auf gleiche Weise bewertet werden können,
- wie der innere Wert von Gold konkret berechnet werden kann,
- weswegen dieser neue Erklärungsansatz durchaus kompatibel zum vorherrschenden Common Sense der Aktienbewertung ist.

*State Street Global Advisors* und das World Gold Council haben in Q4/2023 eine Umfrage unter 400 bedeutenden Vermögensverwaltern in Nordamerika durchgeführt. Einer der beiden Hauptgründe, die laut den Befragten einem Goldinvestment entgegenstehen, war, dass der innere Wert von Gold nur schwer zu berechnen sei, da hierfür kein etabliertes Modell verfügbar wäre. Diese Kritik ist durchaus berechtigt. Denn, obwohl Gold über eine überwältigende Akzeptanz in nahezu allen Kulturen verfügt und eine bemerkenswerte Preisentwicklung in den vergangenen Quartalen verzeichnete, wird die Frage nach seinem inneren Wert noch immer kontrovers diskutiert.

*Intrinsic value can be defined simply: It is the discounted value of the cash that can be taken out of a business during its remaining life.*
**Warren Buffett**

**In Bezug auf den S&P 500 gibt es diese Kritik nicht.** Der an den Märkten bestehende Common Sense zur Aktienbewertung definiert den Gegenwartswert einer Unternehmensbeteiligung im Wesentlichen als Barwert des erwarteten risikobereinigten Nettoertrages. Doch um den Kursverlauf an den Aktienmärkten tatsächlich erklären zu können, reichen die Schwankungen der Gewinne bzw. der Gewinnerwartungen bei Weitem nicht aus. Der Grund liegt auf der Hand: Wenn Investoren auf die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems vertrauen, sind sie bereit, bei gleicher Profitabilität höhere Preise zu bezahlen, als wenn sie Zweifel an der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung hegen. Um eine vergangene Kursentwicklung am Aktienmarkt korrekt erklären zu können bzw. eine künftige richtig zu prognostizieren, ist daher immer ein zweistufiger Prozess erforderlich: zunächst die Ermittlung der Gewinne als Basistreiber und – darauf aufbauend – die Bewertung dieser Gewinne durch die Investoren.

**Dass sich im Gegensatz zum Aktienmarkt auf der Goldseite noch immer kein belastbares Erklärungsmodell durchsetzen konnte, hat viele Gründe.** Der wohl wichtigste ist, dass es keinem dieser bekannten Ansätze tatsächlich gelingt, die historische Goldpreisentwicklung zu erklären. Doch leider funktionieren alle bisherigen Versuche, die extremen historischen Schwankungen des Goldpreises einzelnen bzw. einigen wenigen ausgewählten Treibern zuzuordnen, bestenfalls nur für eine gewissen Zeit, niemals jedoch für den gesamten Zeitraum seit dem Schließen des Goldfensters am 15. August 1971.

Auch die These, wonach es eigentlich nicht der Goldpreis ist, der steigt, sondern vielmehr die Kaufkraft der Währung, in der er gemessen wird, schwindet, vermag nicht wirklich zu überzeugen. Denn, obwohl es dem Goldpreis tatsächlich auf ganz

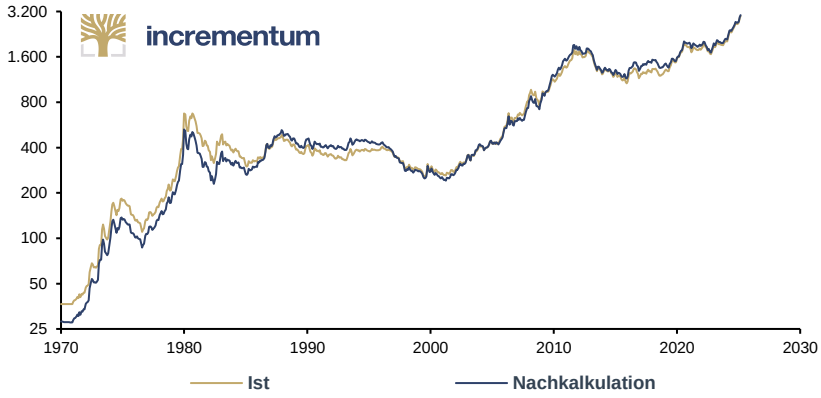
lange Sicht immer wieder gelingt, die Geldmengeninflation auszugleichen, gibt es keinen konstanten Wert, der dem gelben Metall auf mystische Weise anhaftet.

*Warum kompliziert, wenn es auch einfach geht?*

Die Ausgangsbasis für diesen Artikel sind die Analysen zum Synchronen Aktien-und-Goldpreismodell, das im *In Gold We Trust*-Report 2022 ausführlich besprochen wurde.[70] Die Basis der damaligen Arbeit waren zwei zentrale Beobachtungen: Zum einen, dass eine starke positive Korrelation zwischen der US-Geldmenge M2 und den Preisen für S&P 500 und Gold besteht, sobald man beide Assets gemeinsam betrachtet. Und zum anderen, dass die gegenläufigen Schwankungen der beiden Vermögenspreise als säkulare Schwankungen des Investorenvertrauens erklärt werden können.

Bevor wir mit unserer Analyse beginnen, soll gezeigt werden, zu welchem Ergebnis dieser neue Erklärungsansatz fähig ist. Nachfolgend der Backtest für eine Nachkalkulation des Goldpreises mit lediglich zwei Variablen, dem gleitenden 48-Monats-Durchschnitt von US-M2 und dem am US-Kapitalmarkt vorherrschende Investorenvertrauen. Für die vergangenen 40 Jahre liegen rund 92% aller monatlich nachkalkulierten Goldpreise innerhalb einer Abweichungsspanne von +/-15%, rund 75% innerhalb einer Spanne von +/-10% und rund 47% innerhalb von lediglich +/-5%.

**Goldpreis: Ist (Monatsdurchschnitt) vs. Nachkalkulation (log), in USD, 01/1970–03/2025**




Quelle: World Gold Council, Kitco.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

**Unsere nächsten Schritte sind folgende:** Ausgehend von einer vertiefenden Analyse des zweistufigen Bewertungsprozesses von Aktien folgt die Übertragung der Erkenntnisse auf Gold. Im Anschluss wird die Kalkulation für den inneren Wert von Gold hergeleitet und Leitplanken für die mögliche Goldpreisentwicklung bis Ende 2030 eingezogen. Es folgt eine kurze Rückschau auf die bisherigen vier säkularen Bullenmärkte für den S&P 500 und Gold sowie ein abschließendes Fazit.

## Die unterschätzte Bedeutung der Geldmenge

**Die Liste potentieller Einflussfaktoren auf die Kursentwicklung an den Aktienmärkten ist lang.** Wird diese so weit als möglich komprimiert und die

[70] Siehe „Das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell", In Gold We Trust-Report 2022

verbleibenden Faktoren zwingend nur einem der beiden Haupttreiber der Aktienpreiserklärung zugeordnet, dann könnte das Ergebnis wie folgt aussehen:

| Haupttreiber „Unternehmensgewinne“ maßgeblich beeinflusst durch folgende Faktoren | Haupttreiber „Bewertung“ maßgeblich beeinflusst durch folgende Faktoren |
|---|---|
| – Geldmengeninflation | – Makroökonomische Daten |
| – Operative Ertragsstärke | – Zinspolitik und Kapitalmarktzinsen |
| – Konjunkturelle Schwankungen | – Wechselkurseinflüsse |
| – Unternehmenssteuern | – Politische und geopolitische Einflüsse |
| – Aktienrückkäufe | – Branchentrends und Technologie |
| | – Anlegerinteresse |
| | – Marktstimmung |

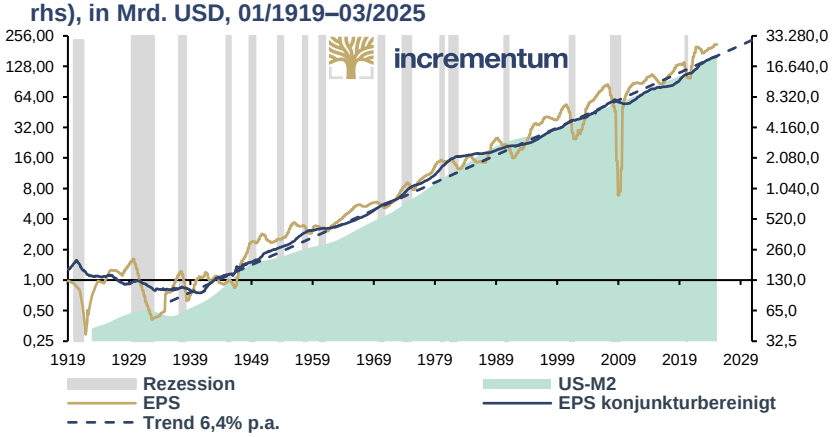
Quelle: Darstellung des Autors

*News is not important. It is the way the market reacts to the news that is important.*
**Joseph E. Granville**

Dabei zeigt sich: Die Treiber der Unternehmensgewinne sind hart und berechenbar, wohingegen die Treiber der Bewertung in hohem Maße psychologische Komponenten enthalten.

Der nachfolgende Chart zeigt den rollierenden 12-Monats-Gewinn je Aktie (EPS) für den S&P 500 zusammen mit dem konjunkturbereinigten EPS, der als Basis zur Berechnung des CAPE-Ratios – auch bekannt als Shiller-KGV – dient. In dieser Gewinngröße werden die inflationsbereinigten EPS der vergangenen 10 Jahre als Durchschnitt zusammengefasst. Ebenfalls gezeigt wird die US-Geldmenge M2 sowie die Rezessionsphasen der US-Wirtschaft.

**EPS des S&P 500* (log, lhs), in USD, und US-Geldmenge M2** (log, rhs), in Mrd. USD, 01/1919–03/2025**




Quelle: Federal Reserve St. Louis, macrotrends.net, multpl.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG
*Rollierende 12-Monats-EPS und konjunkturbereinigter 10-Jahres-Durchschnitt. **48-Monats-Durchschnitt

**Dieser Chart verdeutlicht zweierlei:**

1. Der Pfad der 12-Monats-EPS verläuft aufgrund der Konjunkturschwankungen deutlich volatiler als die Entwicklung der konjunkturbereinigten EPS.
2. Es besteht eine starke Korrelation zwischen beiden Gewinngrößen des S&P 500 und der US-Geldmenge M2, denn alle drei Größen wachsen seit Ende der 1940er-Jahre mit einem Trend von 6,4% p. a. Dabei gilt folgende Faustregel: Jeder Zuwachs der Geldmenge M2 um 130 Mrd. USD steigert die EPS des S&P 500 um 1 USD.

## Zur Korrelation von Geldmenge und Unternehmensgewinnen

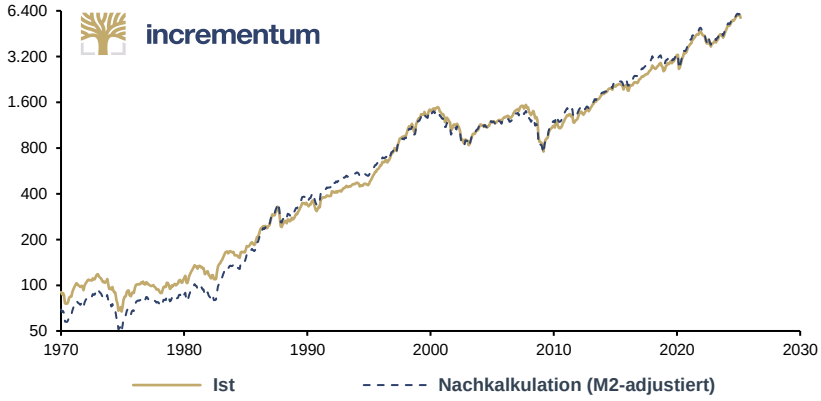
*Es ist nicht nur die eigentliche Zunahme der Investitionen, die eine unmittelbare Zunahme der verfügbaren Finanzmittel verlangen, sondern die Zunahme des gesamten Outputs, egal ob es sich um Investitionen oder um Konsum handelt.*
**John Maynard Keynes**

Einzelnen Unternehmen kann es zweifelsfrei gelingen, die Profite dank eines überlegenen Geschäftsmodells, einer starken Marktstellung, besserer Produkte oder erarbeiteter Kostenvorteile auch über lange Zeiträume hinweg kontinuierlich zu steigern. Der gesamte Unternehmenssektor einer Volkswirtschaft benötigt dazu jedoch zwingend eine Ausweitung der Geldmenge. Zu Ende gedacht bedeutet dies, dass auch die Gewinnaussichten eines breiten Aktienmarktes – wie z. B. des S&P 500 – letztendlich vom Geldmengenwachstum begrenzt werden.

**Es folgt die Probe aufs Exempel:** Der nachfolgende Chart vergleicht den tatsächlichen Kursverlauf des S&P 500 mit einer einfachen Nachkalkulation, bei der die konjunkturbereinigten EPS des S&P 500 durch die Geldmenge US-M2 ersetzt werden. Der Anpassungsfaktor basiert auf der zuvor beschriebenen Faustregel, wonach jede Ausweitung von US-M2 um 130 Mrd. USD eine Steigerung der konjunkturbereinigten EPS um 1 USD bewirkt. Die konkrete Formel lautet daher:

$$\text{M2 – adjustierte (Nachkalkulation des S\&P 500)} = \frac{48 - \text{Monats} - \text{Ø US} - \text{M2 in Mrd. USD}}{130 \text{ x CAPE} - \text{Ratio}}$$

**S&P 500: Ist vs. Nachkalkulation (M2-adjustiert) (log), 01/1970–03/2025**




Quelle: multpl.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*Die (neuen) Schulden von heute sind die Profite von morgen.*
**Oeconomia / Der Film**

**Der Chart unterstützt die These des engen Zusammenhangs von Geldmengenzuwachs und der Gewinnentwicklung des S&P 500.** Dabei ist die außergewöhnliche Synchronizität der M2-adjustierten Kalkulation mit der tatsächlichen Kursentwicklung seit Mitte der 1990er-Jahre besonders bemerkenswert. In dieser Zeit liegen über 86% der nachkalkulierten Kurse innerhalb einer Abweichungsspanne von +/-10% und rd. 57% innerhalb einer Spanne von lediglich +/-5%.

Wenn im zweistufigen Bewertungsprozess des S&P 500 die Unternehmensgewinne problemlos durch die US-Geldmenge ersetzt werden können, muss Gold auch keine Dividende zahlen, um ähnlich bewertet zu werden. Wie bereits in den Analysen zum *Synchronen Aktien-und-Goldpreismodell* gezeigt wurde, kann dann

die Geldmenge als maßgeblicher Basistreiber für beide Vermögenspreise herangezogen werden.

Um beide Assets tatsächlich auf gleiche Weise bewerten zu können, sollte auch der Nachweis gelingen, dass das in der Bewertung der konjunkturbereinigten Unternehmensgewinne des S&P 500 zum Ausdruck kommende Investorenvertrauen auch bei Gold wirkt.

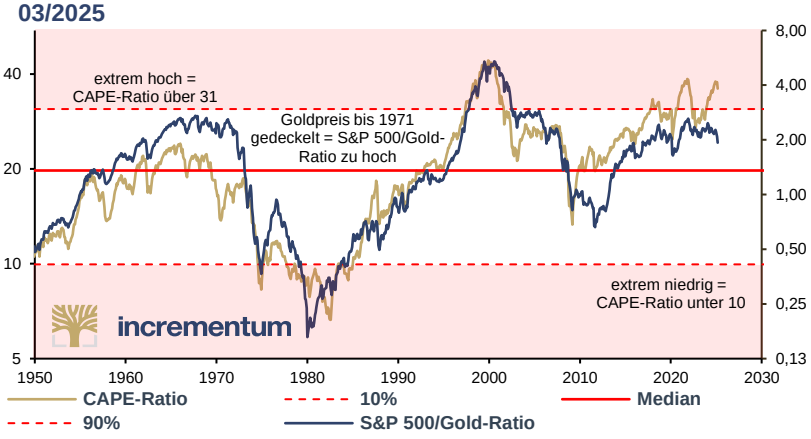
## Die Messung und Bewertung von Investorenvertrauen

*Vertrauen blickt in die Zukunft, bildet sich in der Gegenwart und speist sich aus der Vergangenheit.*
***In Gold We Trust*-Report 2019**

Bereits bei Vorstellung des *Synchronen Aktien-und-Goldpreismodells* wurde aufgezeigt, dass das Investorenvertrauen weit mehr ist als nur ein abstraktes Konzept, denn es kann konkret gemessen und bewertet werden. Im Modell selbst wird hierfür das S&P 500/Gold-Ratio verwendet. Nun soll geklärt werden, ob und wie weit das Investorenvertrauen mit der Bewertung am US-Aktienmarkt – gemessen mit dem CAPE-Ratio für den S&P 500 – vergleichbar ist.

Für beide Kennziffern besteht grundsätzlich die Erwartung, dass sie bei hohem Vertrauen steigen, und bei Sorge zur weiteren wirtschaftlichen Entwicklung fallen.

**CAPE-Ratio (log, lhs), und S&P 500/Gold-Ratio (log, rhs), 01/1950–03/2025**




Quelle: multpl.com, World Gold Council, Kitco.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

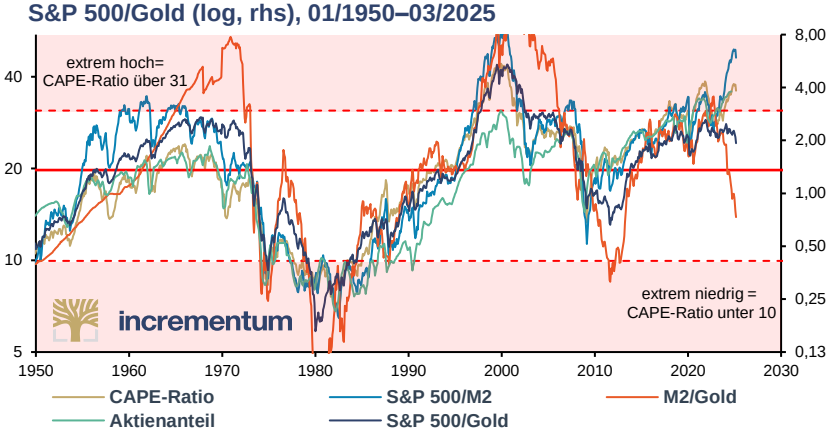
*The reason this ratio (the S&P 500 to Gold Ratio) is popular and worth monitoring is because it can easily gauge the 'mood' of the investment community. A low ratio indicates investors are feeling pessimistic about the outlook for the economy and financial markets, whilst a high ratio suggests investors are optimistic.*
**Perth Mint**

Der Chart zeigt eindrucksvoll, wie sehr sich die beiden Bewertungen bei richtiger Skalierung gleichen. Die zugrundeliegende Botschaft ist eindeutig: Das Investorenvertrauen wirkt auf beide Kennziffern in vergleichbarer Weise. Dabei rücken die nachfolgenden drei Kennziffern in den Fokus:

- das S&P 500/M2-Ratio, das die Bewertung des Aktienmarktes zu Geldmenge angibt;
- das M2/Gold-Ratio, das die Bewertung von Gold zur Geldmenge invers und damit vergleichbar anzeigt;
- der prozentuale Anteil der direkt und indirekt gehaltenen Unternehmensbeteiligungen am Finanzvermögen der US-Haushalte.

Die Erwartung ist stets dieselbe: Vertrauen die Investoren auf die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems, sollten diese Kennziffern ansteigen. Und sollten Sorge und Zweifel vorherrschen, dann sollten die Kurven absinken. Nachfolgend alle fünf Vertrauenskurven in einem Chart:

**CAPE-Ratio, S&P 500/M2, M2/Gold, und Aktienanteil (log, lhs), und S&P 500/Gold (log, rhs), 01/1950–03/2025**




Quelle: multpl.com, World Gold Council, Kitco.com, Federal Reserve St. Louis, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*... confidence, fairness, corruption, money illusion, and stories. These are real motivations for real people. They are ubiquitous. The presumption of mainstream macroeconomics that they have no important role strikes us as absurd.*
**Robert Shiller**

**Auch die Aussage dieses Charts ist eindeutig:** Das Investorenvertrauen kann zwar auf unterschiedliche Weise gemessen werden, die Messergebnisse haben aber stets belastbare Entsprechungen. Daraus folgt, dass die Gold- und Aktienpreisentwicklung prinzipiell mit jeder dieser Kennziffern erklärt werden kann, sofern auch die Entwicklung der US-Geldmenge M2 als Basistreiber mit einbezogen wird. Und dies führt unmittelbar zur zentralen These dieser Arbeit: **Aktien- und Goldpreise sind somit eine Funktion von Liquidität und Vertrauen und können auf die gleiche Weise bewertet werden.**

## Der Rosetta-Stein des Investorenvertrauens

Der nachfolgende Rosetta-Stein des Investorenvertrauens vereinfacht die Übersetzung der entsprechenden Vertrauensniveaus ausgehend vom CAPE-Ratio:

**Der Rosetta-Stein des Investorenvertrauens**

| | CAPE-Ratio | S&P 500/Gold | S&P 500/M2 | M2/Gold | Aktienanteil in % |
|---|---|---|---|---|---|
| | **40** | 3,36 | 0,238 | 14,10 | 48,0 |
| **extrem hoch** | **35** | 2,80 | 0,215 | 13,00 | 42,7 |
| | **30** | 2,25 | 0,192 | 11,75 | 37,0 |
| | **28** | 2,03 | 0,182 | 11,25 | 34,7 |
| | **26** | 1,83 | 0,172 | 10,75 | 32,4 |
| | **24** | 1,63 | 0,162 | 10,25 | 30,1 |
| | **22** | 1,43 | 0,151 | 9,75 | 27,8 |
| | **20** | 1,25 | 0,141 | 9,20 | 25,5 |
| | **18** | 1,08 | 0,129 | 8,55 | 23,2 |
| | **16** | 0,91 | 0,118 | 8,00 | 20,9 |
| | **14** | 0,76 | 0,107 | 7,35 | 18,4 |
| | **12** | 0,61 | 0,095 | 6,70 | 16,0 |
| | **10** | 0,47 | 0,083 | 5,95 | 13,5 |
| **extrem niedrig** | **9** | 0,40 | 0,076 | 5,60 | 12,3 |
| | **5** | 0,18 | 0,049 | 3,85 | 7,2 |

Quelle: multpl.com, World Gold Council, Federal Reserve St. Louis, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Nun könnte zu Recht eingewendet werden, dass sich die Verläufe der fünf Vertrauenskurven zwar stark ähneln, sich aber nicht gleichen. Dies führt uns unmittelbar zur Frage, welcher Vertrauensmaßstab nun eigentlich der beste ist?

*Betting against gold is the same as betting on governments. He who bets on governments and government money bets against 6,000 years of recorded human history.*
**Charles de Gaulle**

**Die richtige Antwort hat zumindest zwei Facetten:** Zum einen kann gesagt werden, dass der Durchschnitt aller 5 Kurven dem S&P 500/Gold-Ratio weitgehend gleicht, was diese Kennziffer wohl als die ausgewogenste Einzelkennziffer hervorhebt. Der andere Teil der Antwort ist, dass gerade die Unterschiede wertvolle Informationen bereithalten. Dies soll anhand den beiden nachfolgenden Beispielen verdeutlicht werden:

- Es liegt an den Besonderheiten des Goldmarktes – Safe-Haven-Asset, Psychologie, relative Marktgröße etc. –, dass das M2/Gold-Ratio in den Wendesituationen des Investorenvertrauens zu extremen Übertreibungen neigt. Dies sollte jedoch nicht als Schwäche der Kennziffer bewertet werden, sondern vielmehr als wertvoller Hinweis um im Abgleich mit den anderen Vertrauenskennziffern die Übertreibungen des Goldpreises wie Ende der 1970er-Jahre und 2011 ebenso einfach und belastbar zu entdecken wie historisch einmalige Einstiegschancen wie z. B. im Dezember 1970 und zur Jahresmitte 2001.

- Aktuell zeigen beide geldmengenbezogenen Kennziffern – S&P 500/M2-Ratio und das Gold/M2-Ratio – eine starke Abweichung zu anderen Vertrauenskennziffern, denn beide Assets sind im Verhältnis zur US-Geldmenge gleichzeitig zu hoch bewertet. Dies ist jedoch keinesfalls als Vertrauensanomalie zu werten, sondern vielmehr als Folge der aktuell außergewöhnlich hohen Anziehungskraft beider Assets auf globale Liquidität.

## Die Grenzen dieses neuen Erklärungsansatzes

*Essentially, all models are wrong, but some are useful.*
**Georg Box**

Der große Vorteil des neuen Erklärungsansatzes liegt darin, dass er den Goldpreis in US-Dollar belastbar und durchgängig erklären kann und dabei mit dem Common Sense der Aktienpreiserklärung kompatibel ist. Denn auch die Gewinnentwicklung des Unternehmenssektors wird maßgeblich von der Geldmengeninflation angetrieben. Insofern wird die Funktion der Geldmenge als verlässlicher Basistreiber für Gold- und Aktienpreise rehabilitiert und das Investorenvertrauen in einer Art und Weise mess- und bewertbar gemacht, die neu und verblüffend ist. **Die Grenzen des Erklärungsansatzes sind folgende:**

- Der gemeinsame Erklärungsansatz ist überaus nützlich für mittel- und langfristige Allokationsentscheidungen, aber keinesfalls ein kurzfristiges Tradinginstrument.

- Wenn Zentralbanken als maßgebliche Verkäufer oder Käufer von Gold und Aktien agieren, kann es zu deutlichen Verzerrungen in der Vertrauensmessung und -bewertung kommen.

- Eine berechtigte Frage ist zudem, ob die US-Geldmenge M2 überhaupt ein geeigneter Liquiditäts-Proxy sein kann, um global nachgefragte Vermögenspreise zu modellieren. Ganz im Sinne von Friedrich August von Hayek, der – auf seine Forschung zurückblickend – im Alter von 75 Jahren sagte: „While I still believe that it is true that the price level is determined from the quantity of money, we never know what the quantity of money in this sense is."

Zur Ehrenrettung von US-M2 ist vorab anzumerken, dass die Daten weit zurückreichen und die Korrelation zum S&P 500 und zum Goldpreis höher ist als bei anderen US-Geldmengenaggregaten, inklusive der *True Money Supply* (TMS), wie sie von Vertretern der österreichischen Schule definiert wird.

Auch die Heranziehung einer erweiterten Geldmenge auf Ebene der G20-Staaten bringt keine wesentliche Verbesserung, hat aber den Makel eines hohen Mehraufwandes in der Datenerhebung und den klaren Nachteil, dass sich eine belastbare Korrelation erst seit dem Platzen der Dotcom-Blase zeigt.

## Den inneren Wert von Gold kalkulieren

*You can invest in crypto for fun or gold 'out of superstition,' but both lack intrinsic value.*
**Howard Marks**

Wikipedia definiert den inneren Wert als „den rechnerischen Wert eines Unternehmens oder eines Finanzinstrumentes, der diesem aufgrund von betriebswirtschaftlichen Kennzahlen oder Bilanzierungsregeln beigemessen wird (‚angemessener Wert')". Anders formuliert, handelt es sich beim inneren Wert um den Wert, den man einem Vermögenswert aufgrund seiner Fundamentaldaten zuschreiben würde.

*Gold has intrinsic value.*
**Peter Schiff**

Einige Analysten vertreten den Standpunkt, dass für Gold überhaupt kein innerer Wert berechnet werden kann, weil zur Bewertung entsprechende Cashflows fehlen. Damit wäre Gold gleichzusetzen mit Kunst oder Sammlerstücken. Andere argumentieren, dass Gold einen inneren Wert hat, weil es selten, begrenzt und begehrt ist, bleiben aber schuldig, wie er berechnet werden kann.

Mit den Erkenntnissen aus diesem Artikel ist die Frage nach dem inneren Wert von Gold ebenso einfach zu beantworten, wie die Frage nach dem inneren Wert von Aktien. Nachdem dargelegt wurde, dass der Goldpreis eine Funktion der Währung (in der er notiert wird) und dem Investorenvertrauen auf die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems darstellt, kann der innere Wert von Gold anhand dieser beiden Parameter kalkuliert werden.

*Wer's nicht einfach und klar sagen kann, der soll schweigen und weiterarbeiten, bis er's klar sagen kann.*
**Karl Popper**

Vereinfacht gesagt: Je mehr nominelle Geldeinheiten und je niedriger das vorherrschende Investorenvertrauen, desto höher der innere Wert von Gold. Etwas ausführlicher formuliert:

- Die Geldmenge entscheidet über das Preisniveau eines Währungsraumes und damit auch über den nominellen lokalen Wert von Gold. Die Höhe der Geldmengeninflation erklärt den generellen Anstieg des Goldwertes in lokaler Währung im Zeitlauf.

- Wie alle Währungen basiert auch Gold auf Vertrauen. Wer Fiat-Währungen, Regierungen und Zentralbanken nicht vertraut oder die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems in Frage stellt, der kauft Gold, denn es ist das beste, stabilste und unabhängigste Geld – und seit Jahrtausenden ein verlässlicher Wertspeicher. Infolgedessen steigt sein Wert, wo immer Misstrauen aufkommt, und er fällt oder stagniert, wo Vertrauen herrscht.

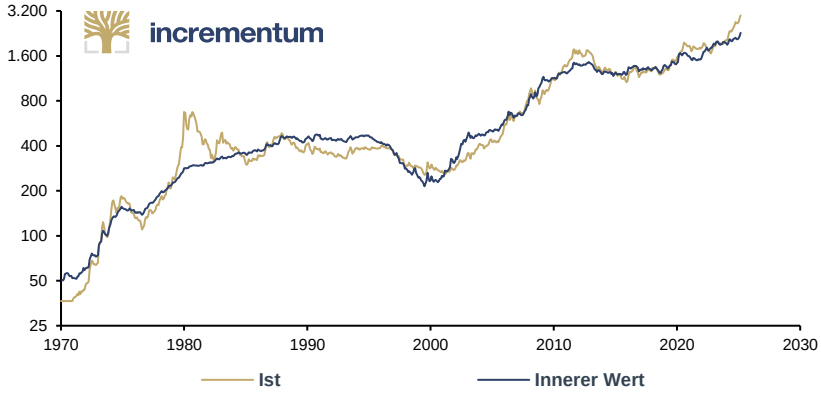
- Geht es darum, die vergangene Goldpreisentwicklung anhand von Geldmenge und Investorenvertrauen möglichst exakt nachzuzeichnen, dann ist es sinnvoll, zuerst den Kurs des S&P 500 über Geldmenge und CAPE-Ratio zu kalkulieren und danach den Goldpreis über das S&P 500/Gold-Ratio abzuleiten.

Ist das Ziel jedoch, dem inneren Wert von Gold nahezukommen und damit die Über- und Untertreibungsphasen des Goldpreises sichtbar werden zu lassen, dann liefert die Logik des *Synchronen Aktien-und-Goldpreismodells* das interessantere Ergebnis. Dieses Modell fußt auf der Annahme, dass die US-Geldmenge M2 den Wert eines gleichgewichteten Index aus S&P 500 und 1,5 Unzen Gold linear antreibt. Der innere Wert von Gold kann dementsprechend mit der folgenden Formel berechnet werden:

$$\text{Innerer Wert von Gold} = \frac{48 - \text{Monats} - \emptyset\ \text{US} - \text{Geldmenge} - \text{M2 in Mrd. USD}}{(\text{S\&P 500} \quad / \quad \text{Gold} - \text{Ratio} + 1{,}5) \times 2{,}7}$$

Insofern kommt dieser faire Goldpreis dem inneren Wert von Gold gleich. Der Formel liegt folgender Gedanke zugrunde: Die Geldmenge treibt einen gleichgewichteten Index aus S&P 500 und Gold in der Weise, als für jeden Zuwachs der Geldmenge in Mrd. USD der Wert eines gleichgewichteten Index aus S&P 500 und Gold um den Faktor 1,37 steigt. Die Aufteilung zwischen Aktien und Gold bestimmt dann das S&P 500/Gold-Ratio. Weil im verwendeten Index der Goldpreis im Verhältnis zum S&P 500 mit 1,5 Oz gewichtet ist, ist zum S&P 500/Gold-Ratio 1,5 hinzuzuaddieren. Dementsprechend ergibt sich der nachfolgende Chart.

**Goldpreis-Backtest: Ist (Monatsdurchschnitt) vs. Innerer Wert (log), in USD, 01/1970–03/2025**




Quelle: World Gold Council, Kitco.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

## Value Investing mit Gold

*Price is what you pay. Value is what you get.*
**Warren Buffett**

**Beim klassischen Value Investing setzen Anleger auf Qualitätsunternehmen, die unter ihrem inneren Wert notieren.** Value-Investoren erwarten, dass sich die festgestellte Unterbewertung im Zeitlauf abbaut und sich der Kurs dem inneren Wert annähert. So ist es im Idealfall möglich, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Um den inneren Wert einer Aktie festzulegen, treffen Value-Investoren Annahmen sowohl zur künftigen Gewinnentwicklung als auch zur angemessenen Bewertung dieser Gewinne.

*Gold is a way of going long on fear, and it has been a pretty good way of going long on fear from time to time.*
**Warren Buffett**

Zur Berechnung des individuell maßgeblichen inneren Wertes von Gold sind Annahmen zur weiteren Geldmengenentwicklung und zur künftigen Entwicklung des Investorenvertrauens erforderlich. Hierfür können Aktieninvestoren auf die Einschätzungen zum mittelfristigen Gewinnwachstum für den S&P 500 sowie die Erwartungen zur künftigen Entwicklung des Bewertungsniveaus anhand des CAPE-Ratios zurückgreifen.

### Leitplanken für die Goldpreisentwicklung bis Ende 2030

Beispielhaft enthält die folgende Tabelle diverse Goldpreisszenarien für 2030 in Abhängigkeit des unterstellten Gewinnwachstums (= Geldmengenentwicklung) und des Bewertungsniveaus für den S&P 500 (= Investorenvertrauen).

| US-Geldmenge | | US-Investorenvertrauen | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Konjunkturbereinigtes Gewinnwachstum<br>= Steigerung M2 | Ziel: 48-Monats-⌀ M2 Ende 2030 | CAPE-Ratio 10<br>S&P 500/ Gold 0,47 | CAPE-Ratio 15<br>S&P 500/ Gold 0,84 | CAPE-Ratio 20<br>S&P 500/ Gold 1,25 | CAPE-Ratio 25<br>S&P 500/ Gold 1,73 | CAPE-Ratio 30<br>S&P 500/ Gold 2,25 | CAPE-Ratio 35<br>S&P 500/ Gold 2,80 | CAPE-Ratio 40<br>S&P 500/ Gold 3,36 |
| | | Fairer Goldpreis in USD | | | | | | |
| 4,4% p. a. | 27.200 Mrd. | 5.120 | 4.310 | 3.670 | 3.120 | 2.690 | 2.345 | 2.075 |
| 5,4%p. a. | 29.100 Mrd. | 5.475 | 4.610 | 3.920 | 3.340 | 2.875 | 2.505 | 2.220 |
| 6,4% p. a. | 31.000 Mrd. | 5.845 | 4.920 | 4.190 | 3.565 | 3.070 | 2.680 | 2.370 |
| 7,4% p. a. | 33.200 Mrd. | 6.240 | 5.255 | 4.470 | 3.805 | 3.280 | 2.860 | 2.530 |
| 8,4% p. a. | 35.400 Mrd. | 6.660 | 5.605 | 4.770 | 4.060 | 3.500 | 3.050 | 2.700 |

Quelle: multpl.com, World Gold Council, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*Gold's Perfect Storm investment thesis argues that gold is at the beginning of a multiyear bull market with 'a few hundred dollars of downside, and a few thousand dollars of upside'. The framework is based on three phases: testing the limits of monetary policy, testing the limits of credit markets, and testing the limits of fiat currencies.*
**Diego Parilla**

**Die Botschaft der Tabelle ist eindeutig:** Steigt das hohe Investorenvertrauen weiter an bzw. bleibt es weitgehend unverändert, ist für den Goldpreis – trotz weiterem Geldmengenwachstum – kein großer weiterer Kursanstieg zu erwarten. Dies liegt auch daran, dass der Goldpreis im Vergleich zur aktuellen Geldmenge aktuell bereits rd. 31% über seinem inneren Wert notiert.

**Maßgeblich höhere Kursziele ergeben sich erst, wenn ein deutlicher Rückgang des Investorenvertrauens unterstellt wird.** Mit einem Vertrauensniveau wie zu Zeiten der Weltfinanzkrise 2007/2008 mit einem CAPE-Ratio von rd. 15 könnte der Goldpreis – in Abhängigkeit von der Geldmengenentwicklung – bis Ende 2030 auf über 5.000 USD ansteigen. **Sinkt das Vertrauen mit einem CAPE-Ratio unter 7 auf das Niveau von Ende der 1970er-Jahre, sind Goldpreise von 6.000 bis 7.000 USD realistisch.**

*When paper money systems begin to crack at the seams, the run to gold could be explosive.*
**Harry Browne**

Nun kann man eine solche Vertrauenserosion binnen der nächsten fünf Jahre selbstverständlich als unrealistisch erachten. Gleichwohl sollten dennoch die nachfolgenden Punkte bedacht werden:

- Wenn die Globalisierung und die Integration Chinas in die Weltwirtschaft durch niedrige Kosten für geringe Inflation, hohe Unternehmensgewinne und weltweite Wohlstandsmehrung gesorgt haben, welche Konsequenzen haben dann Decoupling, Zölle und Wirtschaftskriege?

- Nachdem US-Staatsanleihen von einer neutralen Weltwährungsreserve zu einer politischen Waffe gemacht wurden, stellt sich die naheliegende Frage, wer die wachsenden US-Haushaltsdefizite künftig finanzieren wird, wenn Ausländer ihr Engagement reduzieren?

- Wie lange wird die Federal Reserve in der Lage sein, eine direkte Staatsfinanzierung zu betreiben, ohne damit neue Inflationswellen auszulösen und – vor die Wahl gestellt – wird sie letztendlich die Wirtschaft oder den US-Dollar opfern?

- Wenn sich die bisherige Rettungspolitik westlicher Zentralbanken nicht mehr fortsetzen lässt, wer rettet dann in der nächsten Krise die kapitallos gewordenen Retter?

## Vergangene Bullenmärkte für den S&P 500 und Gold

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Aktien vs. Gold – über kaum ein Anlagethema lässt sich kontroverser diskutieren.** Tatsache ist jedoch, dass der S&P 500 und Gold seit Anfang der 1970er-Jahre auf einen vergleichbaren Wertzuwachs zurückblicken können und in dieser Zeit zumeist nur mit einem der beiden Antagonisten Geld zu verdienen war, was die nachfolgende Tabelle der säkularen Bullenmärkte seit 1970 eindrücklich untermauert:

| Bullenmarkt | Zeitraum | Preissteigerung Gold | Entwicklung des S&P 500 | M2-Wachstum |
|---|---|---|---|---|
| Gold | 01/1970 – 01/1980 | + 1.828% insg.<br>+ 34,5% p. a. | + 23% insg.<br>+ 2,0% p. a. | + 151% insg.<br>+ 9,8% p. a. |
| S&P 500 | 02/1980 – 08/2000 | - 59% insg.<br>- 4,3% p. a. | + 1.188% insg.<br>+ 13,6% p. a. | + 222% insg.<br>6,0% p. a. |
| Gold | 09/2000 – 09/2011 | + 551% insg.<br>+ 18,5% p. a. | - 20% insg.<br>- 2,0% p. a. | + 96% insg.<br>+ 6,3% p. a. |
| S&P 500 | 10/2011 – 12/2021 | + 7% insg.<br>+ 0,75% p. a. | + 287% insg.<br>+ 14,5% p. a. | + 125% insg.<br>+ 8,5% p. a. |
| Gesamt | 01/1970 – 12/2021 | + 5.006% insg.<br>+ 8,0% p. a. | 5.076% insg.<br>+ 8,0% p. a. | 3.555% insg.<br>+ 7,3% p. a. |

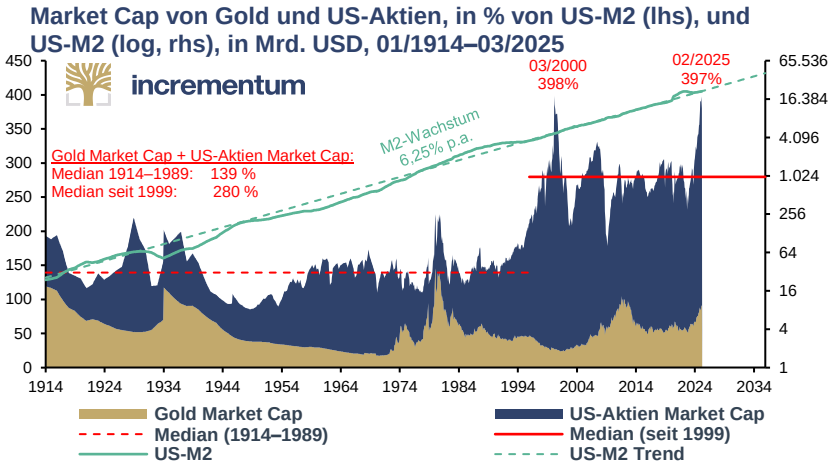
Quelle: World Gold Council, Federal Reserve St. Louis, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Die Entwicklung seit Dezember 2021 ist spannend, denn die beispiellose Geldmengenausweitung während der beiden Coronajahre 2020 und 2021 von rund 40% übertraf sogar die bisherigen Spitzenwerte aus dem 2. Weltkrieg und wirkt bis heute noch immer nach. Denn gleichzeitige Allzeit-Höchststände für Gold und den S&P 500 sind historisch ein seltenes Phänomen und eine anhaltende Entwicklung – über Monate hinweg – noch seltener. 2024 verzeichnete Gold 40

Allzeithochs in US-Dollar und der S&P 500 sage und schreibe 57. Eine vergleichbare Entwicklung war bislang, wenn überhaupt, nur 1972 zu beobachten.

*The longer the bull market lasts the more severely investors will be affected with amnesia; after five years or so, many people no longer believe that bear markets are possible.*
**Benjamin Graham**

Wie extrem diese Entwicklung geworden ist, verdeutlicht der nachfolgende Chart. Er setzt die gemeinsame Marktkapitalisierung von Gold und US-Aktien in Bezug zur US-Geldmenge. Die Aussage ist eindeutig: Wenn die US-Geldmenge tatsächlich als maßgeblicher Treiber beider Vermögenspreise angesehen werden kann und das Investorenvertrauen nur auf die Aufteilung, nicht aber auf die gemeinsame Wertsumme wirkt, dann ist höchste Vorsicht geboten, **denn die gemeinsame Marktkapitalisierung von US-Aktien und Gold erreichte bezogen auf die US-Geldmenge im Februar fast ein neues Allzeithoch.**

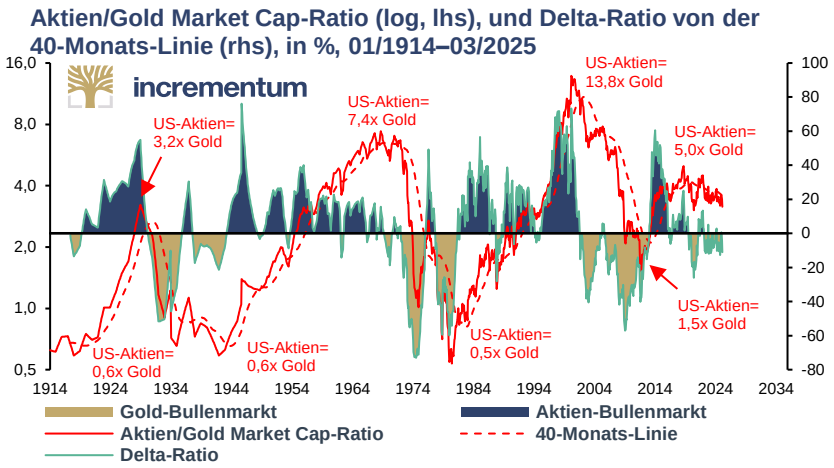


Quelle: ourworldindata.org, World Gold Council, Kitco.com, WFE, Federal Reserve St. Louis, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

**Daran schließt sich die Frage an, wie sich diese Überbewertung der beiden Vermögenspreise voraussichtlich auflösen könnte.** Sofern die aufgezeigten Mechanismen zur Abfolge und Dauer säkularer Bullenmärkte weiter Bestand haben und das globale Vertrauen weiter erodiert, dann wird nach einer Korrektur des Aktienmarktes der im Dezember 2021 gestartete Goldbullenmarkt in eine neue, wesentlich stärkere Phase eintreten.

Möglicherweise ist der von Donald Trump ausgerufene *Liberation Day* der Auslöser für diese Beschleunigung, selbst wenn die Pausierung des neuen Zoll-Regimes nur wenige Tage nach seiner Verabschiedung die Verluste an den Kapitalmärkten zunächst wieder weitgehend eliminiert hat. Was dennoch bleibt ist Unberechenbarkeit und Unsicherheit. Und der Verfall von Regeln, Institutionen und Allianzen. **All dies ist normalerweise Gift für das Vertrauen der Anleger.**

Beschleunigt sich der Vertrauensverlust, wird dies an einem weiter rückläufigen S&P 500/Gold-Ratio und damit an einem deutlich größeren prozentualen Abstand des Vertrauens-Ratios zu seinem 40-Monats-Durchschnitt erkennbar werden. Stand Ende März beträgt der Abstand -14,1%. Die Vergangenheit zeigt, dass die Differenz in starken Goldbullenmärkten durchaus auf -40% und sogar darüber hinaus ansteigen kann. Wie der nachfolgende Chart verdeutlicht, gilt dies nicht nur auf der Ebene der beiden Assetpreise, sondern auch für den Vergleich der Marktkapitalisierung von Gold und US-Aktien.




Quelle: ourworldindata.org, World Gold Council, Kitco.com, WFE, Federal Reserve St. Louis, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

**Der Chart ist wie folgt zu interpretieren:** Durch das Betrachten des US-Aktien/Gold-Ratios wird der Einfluss der Geldmenge auf die Marktkapitalisierung beider Assets eliminiert. Wenn das Investorenvertrauen zunimmt, steigt das Ratio an, sinkt das Vertrauen, fällt es. Um kurzfristige Schwankungen auszublenden, wird das aktuelle Ratio mit seinem 40-Monats-Durchschnitt verglichen. Liegt das aktuelle Ratio über diesem Durchschnittswert, wächst die Marktkapitalisierung der US-Aktien im Trend schneller als die von Gold und wir befinden uns in einem Aktienbullenmarkt. Liegt das aktuelle Ratio hingegen darunter, wächst die Marktkapitalisierung von Gold im Trend schneller als die der US-Aktien und es herrscht ein Goldbullenmarkt vor. **Die Stärke der jeweiligen Bullenmärkte lässt sich an der Höhe der Differenz zwischen aktuellem Kurs zum 40-Monats-Durchschnitt ablesen.**

Wie diese Zyklen für den flexiblen Teil des Depots in Form einer wechselweisen Trendfolgestrategie konkret umgesetzt werden können, ist im *In Gold We Trust*-Report 2023 „Der Synchrone Bullenmarktindikator“ ausführlich beschrieben. **Per September 2024 generierte dieser Indikator eine Empfehlung zur Umschichtung vom S&P 500 in Gold. Es war erst das zehnte Signal in 51 Jahren.**

## Fazit

Die erstaunliche Performance von Gold wird von vielen Aktieninvestoren nicht gebührend beachtet, wohl auch deswegen, weil es auch über 50 Jahre nach dem Scheitern von Bretton-Woods noch immer nicht gelungenen ist, eine plausible und belastbare Erklärung für die Preisentwicklung von Gold zu finden. Solange dieser Makel fortbesteht, können Goldinvestments leicht als Glaubensfrage abqualifiziert werden.

**Mit den Erkenntnissen aus diesem Artikel klärt sich jedoch der Blick:**

– Aktien und Gold können mit denselben beiden Fundamentaldaten erklärt werden: der Geldmengenentwicklung und dem Investorenvertrauen.

- Dieser neue Ansatz steht nicht im Widerspruch zum etablierten Common Sense der Aktienkurserklärung, denn letztendlich treibt die Geldmenge auch die Unternehmensgewinne an. Daher muss Gold auch keine Dividende zahlen, um wie der Aktienmarkt bewertet zu werden.

- Dieser Erklärungsansatz liefert, sowohl auf der Aktien- als auch auf der Goldseite, überzeugende Ergebnisse im Backtest und ermöglicht einfach zu modellierende Prognosen. Dabei ist zudem vorteilhaft, dass jede Festlegung zum Aktienmarkt automatisch auch eine Positionierung auf der Goldseite zur Folge hat und umgekehrt.

- Aktieninvestoren können dabei auf gewohnte Schlüsselgrößen zurückgreifen: das unterstellte Gewinnwachstum des S&P 500 ist gleichzusetzen mit dem erwarteten Geldmengenwachstum von US-M2 und das unterstellte CAPE-Ratio kann als belastbares Maß für Investorenvertrauen auch für Gold verwendet werden.

- Zu guter Letzt, erleichtert und optimiert das richtige Verständnis der beiden Treiber auch den Anlageerfolg durch richtige Investitions- und Allokationsentscheidungen. Denn die säkularen Schwankungen des Investorenvertrauens können immer nur einen der beiden Antagonisten begünstigen. Zudem warnt der Abgleich der Wertsumme beider Assets mit der Geldmenge ebenso vor Übertreibungen in Überhitzungsphasen, wie er auf historische Einstiegsgelegenheiten nach entsprechenden Marktkorrekturen aufmerksam macht.

Silver Bullion

# TRULY SECURE YOUR WEALTH™

## DER SICHERSTE ORT FÜR IHR GOLD UND SILBER

### AUSSCHLIESSLICHE GERICHTSBARKEIT SINGAPURS

Wir besitzen unsere Einrichtungen, vergeben keine Aufträge an Dritte und unterliegen ausschließlich dem Recht Singapurs.

### EIGENTUMSRECHT

Kunden besitzen ihr Edelmetall als Privateigentum – außerhalb des Bankensystems

### ECHTHEITSGARANTIE

Das Edelmetall wird auf Echtheit geprüft und von uns garantiert, was eine schnelle Liquidität ermöglicht

### VERSICHERUNG ÜBER BRANCHENSTANDARD

Eingelagerte Vermögenswerte sind umfassend gegen Diebstahl, Unterschlagung und unerklärliches Verschwinden versichert

▲ Unsere vollständig im Eigentum befindliche Anlage, **The Reserve**, ist eines der größten privaten Tresore der Welt. Sie kann 320 Millionen Feinunzen Silber und 16 Millionen Feinunzen Gold lagern

**JETZT SCANNEN UND MEHR ERFAHREN**

**Silver Bullion** | 6 Changi South Street 3, Singapore 486128
sales@silverbullion.com.sg

IGWT Report

# ESG oder nicht ESG?

*Sein oder nicht sein, das ist hier die Frage.*

**Hamlet, William Shakespeare**

- **Einst ein aufstrebendes Thema, sieht sich ESG weltweit immer stärkerem Gegenwind gegenüber – gekennzeichnet durch Mittelabflüsse, politische Gegenreaktionen und den Rückzug ehemaliger Vorreiter wie BlackRock.**
- **Die Nettozuflüsse in ESG-Fonds erreichten 2021 mit 70 Mrd. USD ihren Höhepunkt. In Q1/2025 wurden erstmals weltweit Nettoabflüsse verzeichnet, sogar in Europa, der letzten ESG-Hochburg.**
- **Im Gegensatz zu Mainstream-ESG-Programmen, die häufig den Umweltaspekt übergewichten, misst die Incrementum AG allen drei Komponenten die gleiche Bedeutung bei.**
- **Minenunternehmen leisten einen erheblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung: 29 der insgesamt 32 Mitglieder des World Gold Councils haben 2023 insgesamt 60,4 Mrd. USD zur Wertschöpfung der Länder beigetragen, in denen sie tätig waren. Das widerlegt das von NGOs verbreitete Narrativ, der Bergbau sei ausschließlich auf einseitigen Profit ausgerichtet.**
- **Jeder Arbeitsplatz im Minensektor generiert 6 bis 10 zusätzliche Arbeitsplätze in Lieferketten und lokalen Wirtschaftszweigen, was insbesondere in abgelegenen Regionen mit begrenzten Alternativen von Bedeutung ist.**
- **Innerhalb des ESG-Konzepts findet der soziale Aspekt eine relativ geringe Aufmerksamkeit. Einige Beispiele unserer In Gold We Trust-Premium-Partner zeigen, was für einen positiven Einfluss Engagement in diesem Bereich haben kann.**

## Einführung

*What gets measured gets managed.*
**Peter Drucker**

In früheren Ausgaben des *In Gold We* Trust-Reports wurde das Thema ESG bereits ausführlich behandelt.[71] **Im *In Gold We* Trust-Report 2023 trug unser ESG-Kapitel den Titel „Die soziale Komponente von ESG“.** Im Geiste von Clint Eastwood unterteilten wir das Thema in „The Good, the Bad, and the Ugly“. Mit dem Hinweis darauf, dass das Streben nach nachhaltigem Goldabbau auf breiter Front an Dynamik gewinnt, schloss dieses Kapitel mit einer optimistischen Note:

> *„Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die steigende Nachfrage nach verantwortungsvollem Gold ein Trend ist, der das Potenzial hat, einen konstruktiven Wandel in der Branche voranzutreiben. Investoren können dazu beitragen, eine nachhaltigere und verantwortungsvollere Zukunft für die Mining-Community zu schaffen.“*

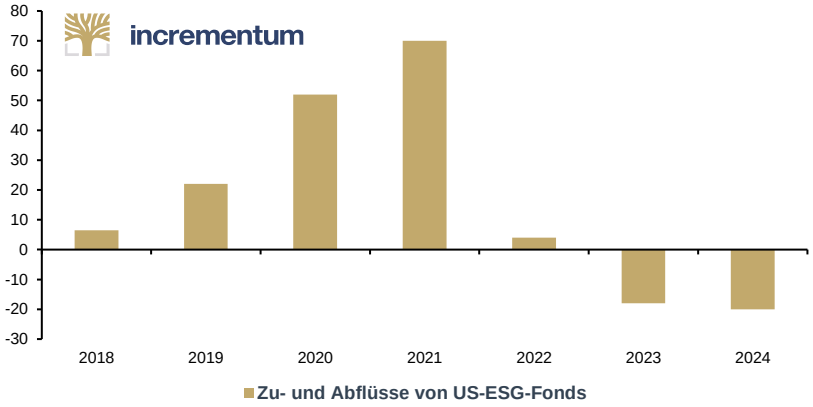
**In diesem Jahr ist unsere Auseinandersetzung von einem deutlich anderen Ton geprägt.** Noch vor zwei Jahren standen ESG-Initiativen im Mittelpunkt der Diskussionen auf der Vorstandsebene von führenden Finanzinstituten. Dies lässt sich zum Teil darauf zurückführen, dass der frühere ESG-Vorreiter BlackRock, der mit Abstand größte Asset Manager weltweit, seine Nachhaltigkeitsversprechen weitgehend aufgegeben hat – ein Kurswechsel, der möglicherweise damit zusammenhängt, dass das Unternehmen davon ausging, dass das Weiße Haus nach den Wahlen im November 2024 eine deutlich andere Politik verfolgen würde. Die Kehrtwende von BlackRock setzte allerdings bereits im Juni 2023 ein, als CEO Larry Fink ankündigte, den Begriff *ESG* nicht mehr zu verwenden, weil er ihn als politisierend empfand: „I don’t use the word ESG anymore, because it’s been entirely weaponized by the left and the right.“

*We focus on sustainability not because we’re environmentalists, but because we are capitalists.*
**Larry Fink**

Im September 2023 beschleunigte sich die Abwendung von ESG weiter, als BlackRock begann, bestimmte ESG- Fonds zu schließen. Im Jänner zog sich BlackRock zudem aus der *Net Zero Asset Managers-Initiative* (NZAM) zurück. In der Zwischenzeit stiegen die Nettoabflüsse aus ESG-Fonds in den USA von 18 Mrd. USD auf 20 Mrd. USD im Jahr 2024, wie Analysen von Morningstar und Bloomberg zeigen. Diese Analysen zeigen auch, dass 2024 nur mehr in Europa starke Zuflüsse zu verzeichnen waren. In Q1/2025 wurden weltweit Netto-Abflüsse registriert, selbst in Europa. Ihren Höchststand hatten die Netto-Zuflüsse in ESG-Fonds 2021 mit 70 Mrd. USD erreicht.

[71] „Die soziale Komponente von ESG“, In Gold We Trust-Report 2023; „Die Herausforderungen des Goldminensektors“, In Gold We Trust-Report 2022; „ESG und Ihr Portfolio“, In Gold We Trust-Report 2021; „ESG-Compliance und Finanzstabilität – Zwei Konzepte, die einander ergänzen“, In Gold We Trust-Report 2020

**Zu- und Abflüsse von US-ESG-Fonds, in Mrd. USD, 2018–2024**




Quelle: Morningstar, Bloomberg, Incrementum AG

**Daher haben wir das bekannte Zitat aus Shakespeares *Hamlet* in abgewandelter Form als Titel für das diesjährige ESG-Kapitel gewählt und stellen rhetorisch die Frage: ESG oder nicht – das ist hier die Frage.** Und trotz dieser Ironie werden wir die Ersten sein, die sagen, dass noch nicht alles verloren ist, wenn es um das Prinzip der Integration nachhaltiger Praktiken in die Unternehmenstätigkeit geht.

**Bei der Incrementum AG sind wir überzeugt, dass wahre Nachhaltigkeit aus langfristigem Denken und verantwortungsvoller Kapitalallokation entsteht.** Aus unserer Sicht sollte ESG nicht von oberflächlichen Kennzahlen getrieben sein, sondern von einem Bekenntnis zu wertschaffender Unternehmensführung.

*Doing the right thing is never the wrong thing.*
**Ted Lasso**

**Wir sehen dies nicht nur als unsere Verantwortung als Unternehmer, sondern auch als Bürger und Familienväter – in dem Bewusstsein, dass unsere Entscheidungen Auswirkungen auf kommende Generationen haben.** Unser Ansatz steht im Einklang mit unserer übergeordneten Philosophie: dass Transparenz, Resilienz und monetäre Stabilität das Fundament eines nachhaltigen Wirtschaftssystems bilden.

**Die Eckpfeiler der ESG-Haltung der Incrementum AG:**

- **Ganzheitliche Nachhaltigkeit:** Als eigentümergeführtes Unternehmen versteht die Incrementum AG Nachhaltigkeit als langfristiges, stakeholderorientiertes Unternehmertum: Kunden dienen, Mitarbeiter und Partner fair behandeln, gesetzlichen Vorgaben und Steuerpflichten nachkommen und ökologische Auswirkungen minimieren.
- **Leitprinzipien für Investments**
    1. Die Kaufkraft erhalten und Vermögen langfristig mehren.
    2. Nachhaltigkeit in jede Investmentanalyse integrieren, da Ressourceneffizienz, solide Finanzen, verantwortungsvolle Unternehmensführung und Stakeholder-Orientierung direkten Einfluss auf die Profitabilität und das Risiko-Exposure haben.

3. ESG-Daten als Input, nicht als Orakel nutzen. Externe Ratings können dabei behilflich sein, doch letztlich zählt die qualitative Beurteilung. Daher vermarktet das Unternehmen keine Produkte als „nachhaltig“ im Sinne der EU-Offenlegungsverordnung (SFDR).

- **Ausgewogene ESG-Perspektive:** Herkömmliche ESG-Ansätze gewichten häufig das „E“ (Environment) über. Die Incrementum AG misst dagegen den sozialen und Governance-Faktoren denselben Stellenwert bei und betrachtet eine starke Unternehmenskultur sowie gute Unternehmensführung als unverzichtbar für nachhaltigen unternehmerischen Erfolg.
- **Makroperspektive auf echte Nachhaltigkeit:** Das Team übt regelmäßig Kritik am kreditbasierten Geldsystem und an Ausgaben, die auf einem strukturellen Defizit basieren. Wir argumentieren, dass steigende Schuldenlasten und die Inkaufnahme von Währungsabwertungen nicht nachhaltig sind. Ein solides monetäres Fundament sowie innovativ und verantwortungsvoll geführte Unternehmen gelten als die zwei tragenden Säulen einer wirklich nachhaltigen Wirtschaft.

*Companies and societies are built with a long-term perspective. Creating them is a permanent process, but it is also associated with a lasting return.*
**Martin Dilg**

**Während wir weiter an unserem Wertekompass festhalten, hat auch eine Vielzahl von Minenunternehmen – nicht zuletzt unsere Premium-Partner – ihre Bemühungen um Nachhaltigkeit weiter vorangetrieben.** Ungeachtet der Tatsache, dass der Enthusiasmus für ESG auf breiter institutioneller Ebene nachgelassen hat, definieren diese Unternehmen, oftmals ohne großes Aufsehen ESG neu und sind in einigen Fällen zu Vorreitern verantwortungsvoller Praktiken geworden. Dies zeigt sich zunächst daran, dass weiterhin Umweltziele gesetzt und die Governance-Standards kontinuierlich verbessert werden.

Unsere Hoffnung gründet sich aber vor allem auf den viel zu wenig beachteten *sozialen* Aspekt der ESG, der sich als Dreh- und Angelpunkt der Nachhaltigkeit herauskristallisiert. Daher legen wir dieses Jahr den Fokus auf aussagekräftige Beispiele aus Industrie und Forschung, wie soziale Verantwortung im Minensektor gelebt wird, und stellen zugleich beispielgebende Umwelt- und Governance-Leistungen im Sinne des ESG-Rahmens vor.

## Der Blick des Minensektors und der Wissenschaft auf ESG

*[…] Companies should view responsible mining and the implementation of ESG standards not as a burden, but as a selling point.*
**Romina Bandura und Austin Hardman**

Ausgehend von einer von Rio Tinto unterstützten Studie werden in einem von Romina Bandura und Austin Hardman vom *Project on Prosperity and Development* am *Center for Strategic and International Studies (CSIS)* in Washington, D.C. verfassten Weißbuchs Konfliktquellen im Bergbau aufgezeigt. Unter dem Titel „Environmental, Social, and Governance Best Practices Applied to Mining Operations“ kommen die beiden Autoren zum Schluss, dass Konflikte in erster Linie auf eine unzureichende Einbindung der Gemeinden, eine ungleiche Verteilung der Vorteile und Umweltprobleme zurückzuführen sind.

**Glücklicherweise können derartige Konflikte meist gelöst werden, indem die Interessen der ortsansässigen Bevölkerung mit den Aktivitäten der Minenunternehmen in Einklang gebracht werden.** Dies wird vielleicht am besten durch den Report des *World Gold Councils* (WGC) mit dem Titel „The social and economic contribution of gold mining" belegt, der die Fortschritte auf dem Weg zu nachhaltigeren Bergbaupraktiken im Jahr 2023 aufzeigt. Den Daten zufolge haben 29 WGC-Mitglieder mit 238 aktiven Minen und 101 weiteren Standorten in 36 Ländern insgesamt 60,4 Mrd. USD zur Wertschöpfung dieser Länder beigetragen. Dieser Betrag setzt sich zusammen aus 41,1 Mrd. USD an Zahlungen an inländische Lieferanten, 11 Mrd. USD an Löhnen und Gehältern für Beschäftigte sowie 8,3 Mrd. USD an Steuern und Abgaben an den Staat.

*The business of business is improving the state of the world.*
**Marc Benioff**

Darüber hinaus wurden 2023 insgesamt 651 Mio. USD vor Ort und in von Indigenen geführte Unternehmen investiert, was um 81 Mio. USD mehr ist als noch 2022. Diese direkten Beiträge tragen dazu bei, die Not der ortsansässigen Bevölkerung zu lindern und zugleich den Mythos zu entkräften, dass Bergbauaktivitäten ausbeuterisch wären. Darüber hinaus waren im Goldminensektor 2023 über 212.000 Menschen direkt beschäftigt, weitere 163.000 Arbeitskräfte wurden zwischenzeitlich unter Vertrag genommen, wobei 95% der Arbeitskräfte Staatsangehörige des Staates waren, in dem sich die Mine befindet. **Die Studie zeigt, dass jeder direkte Arbeitsplatz im Minensektor sechs zusätzliche Stellen in den vorgelagerten Lieferketten schafft. Wenn auch induzierte Arbeitsplätze berücksichtigt werden, also jene, die durch Konsumausgaben der Beschäftigten entstehen, sind es sogar zehn Stellen. Dies unterstreicht eindrucksvoll den weitreichenden Multiplikatoreffekt des Sektors auf lokale und nationale Volkswirtschaften.**

Darüber hinaus beleuchtet der Bericht des WGC die Rolle des Goldbergbaus als Triebfeder der wirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere in abgelegenen Regionen mit begrenzten Alternativen. Schließlich bestätigen die Ergebnisse, dass der Goldbergbau einen größeren wirtschaftlichen und sozialen Wert schaffen kann, wenn er im Einklang mit den UN-Zielen für nachhaltige Entwicklung und den Grundsätzen eines verantwortungsvollen Goldbergbaus betrieben wird.

## Den Fokus auf Soziales richten

*The first step in the evolution of ethics is a sense of solidarity with other human beings.*
**Albert Schweitzer**

Den „S"-Aspekt innerhalb des ESG-Rahmenwerks weiter vertiefend ist es ebenfalls erwähnenswert, dass die Umsetzung der sozialen Verantwortung von Unternehmen ein wachsender Trend ist. In einer Veröffentlichung mit dem Titel „Emerging ESG Issues in Mining for 2024" von SRK, einem internationalen Beratungsunternehmen, das auf die Boden- und Wasserressourcenindustrie spezialisiert ist, wird festgestellt, dass Stakeholder bei der Bewertung von Minenunternehmen zunehmend eine Menschenrechtsperspektive einnehmen. Außerdem kommt eine Studie von Rey-Marti et al. in der Zeitschrift *Resources Policy* mit dem Titel „Developing models to assess the social impact of mining: An exploratory study through necessary conditions analysis (NCA)" aus dem Jahr

2023 zu dem Ergebnis, dass der Fokus auf den Menschen – und damit auf das „S" in ESG – für Minenunternehmen der effektivste Weg ist, um langfristig unternehmerisch erfolgreiche Beziehungen zur ortsansässigen Bevölkerung aufzubauen.

Eine weitere Forschungsstudie mit dem Titel „Corporate Social Responsibility programs in mining areas: insights from stakeholder groups in Indonesia", die 2024 in der Zeitschrift *Cogent Social Sciences* veröffentlicht wurde, kommt zu dem Schluss, dass gut durchdachte *Corporate Social Responsibility*-Vorgaben (CSR) das Herzstück einer positiven Beziehung zwischen Minenunternehmen und der ortsansässigen Bevölkerung bilden. Interessanterweise teilt die Studie den Themenkomplex der sozialen Verantwortung einerseits in interne Angelegenheiten auf wie Gesundheit, Sicherheit, Personalwesen, Qualitätsmanagement, Management der natürlichen Ressourcen und Veränderungsmanagement und andererseits in eine externe Dimension der CSR, die die ortsansässige Bevölkerung, Geschäftspartner, Behörden, gemeinnützige Organisationen (NGOs) und die Umwelt einschließt.

*Successful people have a social responsibility to make the world a better place and not just take from it.*
**Carrie Underwood**

Dessen ungeachtet veröffentlichte EY im Oktober einen interessanten Bericht mit dem Titel „*Top 10 risks and opportunities for mining and metals companies in 2025*". Der Report basiert auf einer Umfrage unter 355 leitenden Angestellten von Bergbau- und Metallunternehmen mit einem Umsatz von mindestens 1 Mrd. USD und hebt vor allem die *Social License to Operate* (SLO) als Schlüssel zum Erfolg hervor. In diesem Zusammenhang stellt der Report fest, dass „enhancing community impact and Indigenous trust remains high on the agenda of miners and investors". Die Ergebnisse von EY unterstreichen zudem, dass Unternehmen, die das Gemeinwesen in ihre Erfolgsstrategie einbeziehen, „are creating the foundation for long-term relationships and strengthening the brand". **Mit anderen Worten: Unternehmen, die dem sozialen Aspekt ihrer ESG-Strategie Priorität einräumen, maximieren unmittelbar ihre Erfolgswahrscheinlichkeit.**

*Ethics is knowing the difference between what you have a right to do and what is right to do.*
**Potter Stewart**

Ein 2023 veröffentlichter Artikel von Gregory Poelzer, Dozent an der Technischen Universität Luleå, mit dem Titel „Corporate Engagement Strategies in Northern Mining: Boliden, Sweden and Cameco, Canada" behandelt ähnliche Themen und zeigt, dass ein hohes Maß an Vertrauen entsteht, wenn Unternehmen Transparenz und Zusammenarbeit in den Vordergrund stellen. Dies führt zu langfristigen Partnerschaften, die sowohl sozioökonomische als auch ökologische Belange berücksichtigen. Diese Studie unterstreicht auch die Bedeutung der Social License to Operate (SLO), insbesondere in Kontexten, in denen Bergbauaktivitäten Auswirkungen auf das Land und die Lebensgrundlagen indigener Völker haben.

**Eine systematische Literaturübersicht aus dem Jahr 2023 bietet eine umfassendere Untersuchung der praktischen Auswirkungen eines Minenunternehmens auf seine ESG-Praktiken.** Darüber hinaus stellt die *Global Reporting Initiative* (GRI) einen globalen Rahmen für die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Minenunternehmen dar, um ihre Nachhaltigkeitsleistung zu messen, zu steuern, öffentlich zu kommunizieren und so die einzigartigen Auswirkungen und Herausforderungen der Bergbauindustrie

zu adressieren. Die „GRI 14: Mining Sector 2024“, die am 1. Jänner 2026 in Kraft treten soll, bietet darüber hinaus einen Kompass dafür, wohin sich die Zukunft der Nachhaltigkeit im Bergbau entwickelt.

*The greatness of a community is most accurately measured by the compassionate actions of its members.*
**Coretta Scott King**

**Zusammenfassend zeigen diese Studien, dass Minenunternehmen den Gemeinden, in denen sie tätig sind, wirtschaftliche Vorteile bieten können, allen voran dann, wenn sie dem sozialen Element von ESG Priorität einräumen.** Im Gegenzug hat die ortsansässige Bevölkerung einen größeren Anreiz, den Bergbau zu unterstützen, während die unerwünschten – und oft ungerechtfertigten – Vorwürfe von Umweltschäden und Ausbeutung, mit denen sich Minenunternehmen konfrontiert sehen, wirksamer entkräftet werden können.

**Die folgenden Beispiele unserer Premium-Partner sollen als Ermutigung für State-of-the-art-Nachhaltigkeitspraktiken dienen.** Zuvor möchten wir die Fallstudie eines Minenunternehmens hervorheben, das die Kluft zwischen dem Royalty-Modell und den Interessen der indigenen Bevölkerung in Kanada überbrückt.

## Nations Royalty – eine indigene Fallstudie

*We do not inherit the Earth from our ancestors, we borrow it from our children.*
**Indianisches Sprichwort**

Im Rahmen des *In Gold We Trust-Reports* 2023 haben wir unsere Überzeugung zum Ausdruck gebracht, dass die ortsansässige Bevölkerung finanziell von den Minenunternehmen profitieren sollten, die auf ihrem Land tätig sind.[72] Im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report dient *Nations Royalty* als Beispiel für die praktische Umsetzung dieser Wertvorstellung. Es ist das erste börsennotierte Unternehmen Kanadas in mehrheitlich indigenem Besitz, gegründet mit dem Ziel, der indigenen Bevölkerung dabei zu helfen, ihre Vermögenswerte zu diversifizieren und möglichst viel von Bergbauprojekten auf ihrem Land zu profitieren.

Um die Vorreiterrolle von Nations Royalty angemessen zu würdigen, möchten wir dem Unternehmen im Folgenden die Chance geben, mit eigenen Worten einen Einblick in diese einzigartige Perspektive zu verschaffen:

> *„For millennia, Indigenous Peoples have harnessed the power of natural resources and precious metals to secure their economic future. Despite historic marginalization, they've stewarded their land responsibly, leveraging sustainable development practices while balancing resource extraction and protecting their land and culture. Now, shifting attitudes, evolving legal frameworks and Indigenous-led advocacy have empowered Indigenous voices in resource development, aligning communities and developers towards common goals.*
>
> *For context, the 2021 Canadian census recorded that over 17,000 Indigenous People were employed in Canada's mining and mineral processing industries, making the mining industry the largest private sector employer of Indigenous Peoples in Canada. Increasingly, this partnership results in the creation of*

[72] Siehe „Die soziale Komponente von ESG“, In Gold We Trust-Report 2023

*robust Impact Benefit Agreements (IBAs) and royalty payments issued to communities driven by the mining projects on Indigenous-controlled land. Primarily, these agreements allow Indigenous leaders to bring respect for culture, people and the environment to the forefront of negotiations, putting their people first and creating an avenue for responsible resource development and wealth creation.*

*Nations Royalty is empowering communities to take their royalties even further by employing the classic mining royalty company business model while keeping Indigenous wealth in Indigenous hands. For the first time, Indigenous groups can diversify their financial interests and eliminate single-asset risk by pooling their royalties together in exchange for shares in a public company, potentially unlocking higher values of these Indigenous royalties. By leveraging capital markets, Nations Royalty also allows Indigenous partners to access the present value of their royalty agreements, providing capital to accelerate economic development initiatives for their people today rather than waiting years for mines to make annual payments. This means that communities can invest more in healthcare, housing, social programs and infrastructure projects that will make a tangible difference in the lives of their communities.*

*While the mining royalty model has been used for decades, Nations Royalty is breaking new ground by tapping into one of the last sources of existing royalties – Indigenous-owned royalty payments negotiated through IBAs. According to the Mining Association of Canada, more than 500 of these agreements are currently in place. Estimates from Natural Resources Canada indicate that in 2023, more than CAD 700mn in royalty payments were made to Indigenous communities across the country. These ventures are high quality, long-life projects located in one of the safest, most responsible jurisdictions in the world. For example, Nations Royalty's founding partner, the Nisga'a Nation, have vended in their royalty on Seabridge Gold's Kerr-Sulphurets-Mitchell project – the world's largest permitted undeveloped gold-copper project with a 72-year mine life.*

*Nations Royalty highlights the potential for resource companies to pursue financial success and fuel positive social and economic outcomes. As social responsibility, Indigenous reconciliation and human-centred initiatives continue to play a role in ESG investment trends, such approaches will become increasingly relevant."*

## So setzen einige unserer Premium-Partner ESG in der Praxis um

*Act as if what you do makes a difference. It does.*
**William James**

Um weitere positive Beispiele für das Engagement von Minenunternehmen und Stakeholdern zu beleuchten, wenden wir uns nun der Art und Weise zu, wie ESG-Prinzipien von unseren Premium-Partnern umgesetzt werden. Damit ihre strategische Positionierung im Bereich ESG unverfälscht zum Ausdruck kommt, lassen wir unsere Premium-Partner im englischen O-Ton zu Wort kommen.

## Agnico Eagle

*We work closely with local communities and Indigenous Peoples, valuing and including their views in how we operate. Our regional focus helps us reduce environmental impacts, increase social benefits and contribute to local economies.*
**Ammar Al-Joundi, President & CEO, Agnico Eagle**

**We start with one of the most renowned gold mining companies globally, Agnico Eagle, which has prioritized the integration of social responsibility into its core practices for the 65 years it has been operating.** Working closely with local and Indigenous communities, Agnico employed around 650 Indigenous individuals in Canada by the end of 2024. Moreover, the company is responsible for significant contributions to regions like Nunavut, where it accounts for a quarter of the region's GDP, thanks in part to the company spending over USD 1.4bn with Indigenous businesses in 2024.

Beyond this, Agnico's approach fosters highly respectful partnerships, as is exemplified by the 20 agreements it has with Indigenous Peoples in Canada, as well as the historic 2024 agreement it made with the Dja Dja Wurrung People in Australia. In 2024, Agnico also became the first Canadian mining company to publish a Reconciliation Action Plan, developed with over 250 contributors, featuring seven pillars and 40 commitments to enhance reconciliation efforts. In summary, this plan builds on decades of long-term initiatives, which aim to empower stakeholders, boost community prosperity, and adapt responsibly to local needs, as is detailed in their latest Sustainability Report.

## Barrick

*If the gold mining industry is to survive in the changing world, it must recognize and acknowledge its duty to all stakeholders, and make sure that they benefit fairly from the value it creates.*
**Mark Bristow, President & CEO, Barrick**

**Joining Agnico Eagle as one of the top 3 gold miners in the world in terms of market capitalization, Barrick's commitment to sustainability is characterized by the distribution of USD 11.9bn worth of economic value to its host countries.** More specifically, Barrick's Community Development Committee (CDC) model serves as evidence of the company's commitment to championing the social aspect of ESG. This initiative, designed to provide local communities with the opportunity to debate, discuss and select projects for funding, includes – but is not limited to – investments in schools, health clinics, and water programs.

Barrick's commitment to social initiatives is perhaps even better illustrated by its total contribution of USD 43mn in community investment and $10mn towards education. Barrick CEO Mark Bristow adds some further color to the company's ESG philosophy, stating that "Sustainability is not a peripheral issue for us; it's the foundation of our business, ensuring we create shared value for all stakeholders." As evidence of these words in action, Barrick recently refurbished water plants in Argentina and delivered clean water to 30,000 Tanzanians near North Mara. For more information on Barrick's ESG initiatives, the company's latest Sustainability Report provides a comprehensive summary.

## Caledonia Mining

*We're committed to integrating environmental, social, and governance considerations into every level of decision-making – from managing climate risk and reducing emissions to supporting local development and maintaining high ethical standards. ESG is not a separate initiative; it's a core part of how we run our business and deliver lasting value to all our stakeholders.*
**Mark Learmonth**
**CEO & Director, Caledonia Mining**

**A multi-asset gold producer in Zimbabwe, Caledonia Mining's ESG policy is "built on the belief that long-term success depends on responsible growth, resilient operations, and strong community partnerships", according to CEO Mark Learmonth.** Caledonia's partnership with the Sitezi Secondary School and Clinic transforms these words into action and is characterized by the company's ability to create practical solutions to the community's infrastructural challenges. At the school, access to science, technology, engineering, and mathematics ("STEM") facilities has drastically improved, as the company restored 5 classrooms and an administration block, provided 15 digital interactive boards and accessories, and rehabilitated 2 computer and science labs. Meanwhile, at the clinic, Caledonia also improved healthcare delivery by installing solar power and constructing a shelter for waiting mothers to support maternal health.

Ultimately, the results of Caledonia's ESG efforts are visible in the comments of local stakeholders, one of whom states: "Every time Caledonia visits, we feel seen and inspired. We cannot go it alone — the partnership is invaluable." Reinforcing this positive community feedback, Caledonia invested a total of USD 1.5mn in community development in the year 2023 and also accommodates 5000 people – 15% of the local community – at the mine village adjacent to its Blanket Mine. Caledonia's website contains further details regarding the company's ESG activities for those interested in learning more.

## Cerro De Pasco Resources

*By listening to communities and responding with tangible support – whether it's educational materials, jobs, or environmental restoration— we're investing in a future that's shared, healthier, and more resilient.*
**Guy Goulet,**
**CEO, Cerro de Pasco Resources**

**Located approximately 175 km NNE of the city of Lima in the Region of Pasco, Peru, Cerro de Pasco Resources (CDPR) is embarking on a vision "to provide a template for sustainable and competitive mining in Cerro de Pasco, driving the creation of circular economic solutions for problematic mining waste".** With respect to the company's "Social" impact, consistent engagement with stakeholders and community leaders has already secured them a social license. Going forward, a core focus of CDPR's mission will be the remediation of environmental damages through the reprocessing of historical mining waste – material that has contributed to poor health amongst residents for decades.

Beyond the company's environmental stewardship, its project offers renewed economic promise for the city of Cerro de Pasco, which serves as home to over 50,000 inhabitants. Namely, the Pasco region – of which Cerro de Pasco is the capital – suffers from a poverty rate of 39.9% and an extreme poverty rate of 9.3% as of 2022, making it one of the poorer areas in the country. Helping to alleviate this issue further, CDPR engages directly with the community through outreach activities, including school-focused programs during local festivities, where essential supplies and gifts are distributed to families. Further information about CDPR's sustainability practices can be located on the company website.

## Dolly Varden Silver

*We are committed to operating with transparency, respect, and a deep sense of responsibility – not only to the environment, but to the people and communities we work alongside.*
**Shawn Khunkhun, CEO & Director, Dolly Varden Silver**

**Committed to advancing its high-grade silver and gold projects in British Columbia's Golden Triangle, Dolly Varden Silver's ESG efforts revolve around its long-standing and growing partnership with the Nisga'a Nation.** Approximately one-third of the company's exploration team is composed of Nisga'a Nation members, with additional support provided through skills training, local hiring, and contracting opportunities with Nisga'a-owned businesses. In 2023, Dolly Varden co-hosted a cultural awareness and safety training session led by Nisga'a Elders to strengthen understanding and respect for local traditions. Furthermore, the company regularly travels to domestic and international mining conferences with Nisga'a Nation representatives, jointly presenting their shared vision for sustainable and inclusive development.

In light of these commitments, it should not come as a surprise that the President & CEO of Dolly Varden Silver, Shawn Khunkun, views the company's partnership with the Nisga'a Nation as a "cornerstone of the company's identity". More broadly, Dolly Varden is a proud member of the British Columbia Regional Mining Alliance (BCRMA), thereby enabling the company to actively promote responsible development alongside Indigenous communities, industry peers, and the provincial government. Of course, Dolly Varden Silver's sustainability activities also extend to the environmental front. For those interested in learning more, further information can be found on the company website.

## Endeavour Mining

*At Endeavour, our purpose is to produce gold that delivers meaningful value to people and society. ESG is deeply embedded in how we operate, from advancing local talent and inclusive procurement to investing in education, health, and economic development.*
**Ian Cockerill, CEO, Endeavour Mining**

**Operating gold mines across Côte d'Ivoire, Burkina Faso, and Senegal, Endeavour Mining "recognizes that responsible mining can be a powerful catalyst for economic and social development in host countries".** A concrete example of this commitment is the 'N'Goto Yè Tè Hè' ("Building for the Future") program at the Lafigué mine. This multi-faceted initiative was designed to support the mine's transition from construction to operations while providing employment opportunities for youth from surrounding communities. Notably, the program also offers vocational training, internships, and entrepreneurial support and has already benefited 136 young people to date.

Coinciding with this theme of uplifting young people in the local community, the company's Jeunes Filles en Scolarité program focuses on supporting the education of young girls in disadvantaged communities, as was evident in 2024 with the 60 young girls who benefited from this initiative. Similarly, the company's Elites of Tomorrow program, which aims to nurture the future of mining talent in West Africa, brought on 5 new students in 2024, bringing the total to 37. One of the students, Hannah Sawadogo, who has since become a Junior Mining Engineer, commented: "Thanks to the Foundation's scholarship, I was able to continue my studies at École Centrale Casablanca without any financial worries." To learn more about Endeavour Mining's ESG activities, we direct you to the company website.

## Endeavour Silver

*Our ESG policy is a strategic imperative – guiding us to foster inclusive and safe communities, respect human rights, and ensure robust governance across our operations.*
**Dan Dickson, CEO, Endeavour Silver**

**Principally engaged in the exploration, development, and production of silver in Mexico, Endeavour Silver is a company whose commitment to the "S" in ESG can be observed in its financial contributions to its local communities.** In 2023, the company invested USD 854,620 in communities across Mexico and Canada – more than double the amount from the previous year – with most of the funding directed toward community infrastructure. Namely, this investment included the company's collaboration with the municipality of Bolañitos to rehabilitate 1,417 $m^2$ of local roadways that were in poor condition, as well as upgrade 300m of sewage pipe around the town centre.

In addition to Endeavour Silver's infrastructure investments, 142 scholarships were granted to members of the local community in 2023, extending the total number of scholarships awarded by the company to 855 since 2017. As part of this, the company went the extra mile to lessen the burden of student living costs and travel, donating a vehicle in Guanaceví to transport kids from San Pedro to the closest school, which was a considerable distance away from the town where they live. For those interested in learning more, a summary of Endeavour Silver's sustainability initiatives can be found on the company website.

## First Majestic Silver

*The mining industry was an early adopter of ESG – specifically the Social aspect of the acronym. From the very start, community engagement and local investment have been cornerstones of our responsible and long-lived mining operations. At First Majestic, we work closely with our neighboring communities because together we thrive.*
**Keith Neumeyer, President & CEO, First Majestic Silver**

**Primarily operating in the Mexican states of Durango, Sonora, and Jalisco, First Majestic Silver has invested a total of USD 1.2mn in community programs, thereby benefitting up to 48,000 residents across the communities in which it operates.** This commitment was reinforced in October 2024, when the company implemented a three-phase, multi-year project to establish a sports complex within the community of Banámichi. Then, in March, First Majestic continued to bolster its social license, delivering 194 high-quality pairs of glasses to children and adults in the communities of San Dimas in Durango and Banámichi in Sonora, in partnership with the nonprofit organization Ver Bien para Aprender Mejor (See Well to Learn Better).

Importantly, the latter initiative was born out of the company's attentiveness to the concerns of local stakeholders, as is exemplified by the community surveys it conducted at all 3 of its operating mines. Namely, the surveys enabled communities near First Majestic's San Dimas and Santa Elena sites to voice their need for solutions to vision problems – a challenge that 12.7% of school-age children face, according to the Mexican Ministry of Public Education. Ultimately, by listening and responding with practical support, First Majestic has enabled future generations to access a level of education that they would otherwise not have received. For those interested in learning more about the company's ESG reporting, more information can be found on the First Majestic Silver website.

## First Mining Gold

*We embrace challenges and continuously strive for optimal solutions as part of our approach to ESG.*
**Dan Wilton, CEO & Director, First Mining Gold**

**Just like First Majestic, First Mining Gold shares a strong commitment to sustainable mining practices, as is affirmed by CEO Dan Wilton: "At First Mining Gold, the principles of ESG are deeply embedded in how we operate every day... a cornerstone of our business philosophy".** These words are reinforced by the socially conscious nature of the company's flagship Springpole Gold Project, where 55% of the workforce is represented by Indigenous people. Moreover, the company has spent USD 4mn on goods and services with locally and Indigenous-owned businesses to date and continues to share funding opportunities with its nearby Indigenous communities and stakeholders.

Serving as further evidence of First Mining Gold's attuned social compass, the company responded to over 600 comments and questions from local communities in 2023. The relatively high number comes after the company established a Sioux Lookout office in Ontario to provide a friendly space for the local communities to ask questions and learn more about the Springpole project. Notably, the company also sponsors local events promoting health and well-being, with around USD 48,000 provided in 2023 alone for various community initiatives. For a more holistic view of First Mining Gold's sustainability initiatives, the company's most recent ESG Report should suffice.

## Fortuna Mining

*At Fortuna Mining, sustainability isn't just a checklist, it's a strategic imperative that drives how we operate, grow, and create long-term value.*
**Jorge A. Ganoza, President, CEO, and Co-Founder, Fortuna Mining**

**Recognizing the importance of proactive community engagement, Fortuna Mining has invested significantly in programs that expand access to educational and training opportunities in the regions where it operates.** In 2024, Fortuna launched the "Education 360 Program" in the Caylloma district of Peru, where the company operates its Caylloma Mine. The program includes the development of interactive classrooms, fully equipped computer labs, high-speed internet access, and pedagogical training for educators at all primary and secondary schools. In Argentina's Puna region, where Fortuna operates the Lindero Mine, the company also helped establish the Virtual University Center (CUV) of Tolar Grande in collaboration with local stakeholders. This initiative was created in response to the limited availability of higher education opportunities in remote areas, enabling residents to pursue university-level studies without having to leave their communities.

Shifting away from the Americas to Africa, Fortuna launched the "Our Books Boxes Project" in the Séguéla region of Côte d'Ivoire, where the company operates the Séguéla Mine. Primarily focused on installing libraries in primary schools, the initiative provided over 1,300 students across the region with free access to books, addressing a critical gap in the educational system whilst also helping to build more resilient, self-sustaining communities. For more information, we guide you to Fortuna's website, where sustainability reports and performance-related data can be found.

## Harmony Gold

*Strong stakeholder relationships, active engagement, and collaboration are essential components of our ESG framework, enabling us to fulfil our intention of Mining with Purpose and being the partner of choice wherever we operate.*
**Beyers Nel, CEO, Harmony Gold**

**Claiming the title as South Africa's largest gold producer by volume, Harmony Gold is a mining company whose ESG activities are "guided by the strategic pillar of responsible stewardship", according to CEO Beyers Nel.** Serving as a prime example of this commitment, the company established the Harmony Virginia Sports Academy in 2003 – a multi-disciplinary training institution in South Africa aimed at developing talented sportsmen from disadvantaged backgrounds. For over 2 decades, the academy has nurtured the athletic potential of its members, offering life skills, medical care, and injury rehabilitation, whilst Harmony covers school fees, transport, and uniforms. Following their time at the academy, several alumni have gone on to compete in the Premier Soccer League and National First Division Leagues. Meanwhile, Rugby successes include players who have reached national levels with the Springbok Sevens team.

Importantly, the company's ESG initiatives do not stop with sports academies. For one, Harmony has partnered with the Safer South Africa Foundation to implement a justice programme aimed at addressing a national crime rate that costs South Africa approximately 10% of its GDP each year. Having reached over 300 schools and impacted the lives of over 250,000 youth since 2012, Harmony's contribution of R740000 has certainly not gone to waste. The company's most recent ESG report provides a comprehensive summary for those interested in learning more.

## McEwen Mining

*While mining provides the foundation for our modern world, most people don't want to hear of more mines being built. But mining has changed significantly for the better. The industry's ESG practices need to be shown so that the world can understand its new, sensitive approach to protecting the environment and the communities around a mine.*
**Rob McEwen, Chief Owner, McEwen Mining**

**Diversified across the US, Canada, Mexico, and Argentina, McEwen Mining places the social aspect of ESG at the front and centre of its sustainability approach, with its programs and efforts benefiting a total of 7,115 residents across 36 communities in 2023.** More specifically, McEwen Mining visited 12 of the communities in which it operates to perform eye exams for 253 students, and subsequently donated glasses to the children diagnosed with vision problems. As an extension of this, McEwen Mining showed appreciation for the cultural traditions of its Mexican communities during the December Posadas. As part of this, the company distributed 1,600 bags of sweets in 29 communities for Christmas celebrations independently organized by each community.

Alongside McEwen Mining's commitment to the community engagement facet of social responsibility, the company is also passionate about investing in the future careers of its employees. For example, the company's Open High School Program aims to reduce the number of employees without a high school diploma by 50% and has already seen a group of 10 students graduate. Meanwhile, at the Los Azules project, the company promises to create over 1,000 high-quality local Argentinian jobs over the life of the mine, stating: "We think people will covet working for McEwen Copper, because not only do we focus on safety, but also dignity and livability." To learn more, we invite you to read the company's recent ESG report.

## Newmont Corporation

*Listening to stakeholders and understanding how we can best partner on long-term community solutions is an important aspect of how we do business. We are committed to setting industry standards, driving responsible partnerships and championing ethical practices to create sustained value.*
**Peter Toth, Chief Sustainability and Development Officer, Newmont Corporation**

**Serving as the only gold producer presently listed in the S&P 500 Index, Newmont's commitment to ESG is a common thread throughout its global operations, which span jurisdictions such as Africa, Australia, Latin America & Caribbean, North America, and Papua New Guinea.** For example, the company's 'Agua para Cajamarca' ('Water for Cajamarca') program is a public-private partnership that was launched in 2012 to address regional water challenges where the company operates in Peru. As part of this, Newmont has led the development of engineering design solutions and fostered effective collaboration between national, regional, and local governments. In doing so, the company has ensured the successful implementation of these projects under a shared funding model, securing financial contributions from multiple stakeholders. Since 2022, the initiative has focused on building physical and natural infrastructure, including four water wells, reservoirs, and the reforestation of over 3,500 hectares. By 2026, the current 40% domestic water gap for 250,000 people will be closed, and long-term water availability will be ensured. As a result, this nationally recognized collaboration not only enhances sustainability but also reinforces a more autonomous and resilient water management system for Cajamarca. For investors interested in learning more, extensive documentation of Newmont's ESG activities can be found on the company website.

## Pan American Silver

*Pan American manages its operations by adhering to the following principles: providing a safe and healthy workplace, fostering respectful relationships with our communities and employees, investing in social and environmentally sustainable practices, and delivering strong operating margins through operational excellence.*
**Michael Steinmann, President & CEO, Pan American Silver**

**Pan American Silver, a company with major operations across the Americas, makes social investments informed by participatory processes, which target socio-economic growth, community services, local employment and procurement development.** Such efforts include the company's 'Education that Transforms' initiative, which seeks to enhance educational infrastructure through digitization at their Shahuindo and Huaron mines, as well as the company's strengthening of the avocado supply chain in Peru – an initiative which empowers 500 producers, adds 155 hectares, trains 250 farmers, and creates 200 jobs.

In Peru, Pan American remains busy developing comprehensive health campaigns near its Shahuindo mine, deriving benefits for over 1,150 people in nearby populated centers. Across the border in Bolivia, the company's llama breeding program, which was started in 2016 near the San Vicente mine in Bolivia, was expanded in 2023 with the construction of 6 sheds and the allocation of 45 hectares for growing native grasses to support the local community. Not least, the company also helps fund a ranching program in Mexico that recently trained 47 people across 260 hours. For more information regarding Pan American's ESG activities, we encourage you to visit the company's website.

## Royal Gold

*We are actively helping develop the next generation of mining professionals through various scholarships at five universities and colleges, and we have remained supportive of efforts in our local communities to address food insecurity and healthcare.*
**William H. Heissenbuttel, President & CEO Royal Gold**

**Holding royalty and streaming interests in mining operations across North and South America, Africa, and Australia, Royal Gold is adamant that responsible mineral development can contribute to the development of sustainable communities while at the same time creating long-term shareholder value.** The successful striking of this balance is evidenced by the company's USD 1.5mn contribution last year towards 'supporting organizations that serve critical needs in their surrounding communities and initiatives of mining partners'. Importantly, this figure should be viewed in a historical context, which is to say that, since its inception, Royal Gold has contributed an approximate total of USD 7.9mn to more than 130 charitable organizations.

During these years, the company's mining-focused contributions have included entering into a five-year commitment to an agricultural program in Ghana near the Wassa mine, helping fund the shipment of medical supplies to community clinics near Barrick's Pueblo Viejo mine in the Dominican Republic, and providing construction funding for the Toteng Health Clinic near the Khoemacau mine in Botswana. Most recently, Royal Gold established a contractual commitment embedded in its stream agreement to fund community programs at the Xavantina mine in Brazil. With that said, the company's website serves as a more detailed resource for those interested in learning more about Royal Gold's ESG activities.

## Tudor Gold

*Through meaningful partnerships and skill-building initiatives, we aim to create lasting benefits that extend well beyond the life of the project.*
**Ken Konkin, Senior Vice President of Exploration Tudor Gold**

**Primarily focused on its Treaty Creek project located in the Golden Triangle of Northwestern British Columbia, Tudor Gold is advancing towards a sustainable future "in a way that respects Indigenous rights, supports local communities, and builds shared prosperity".** Most notably, this endeavor involves recognizing and acknowledging the asserted interests of the Tahltan Nation, the Nisga'a Nation, and the Tsetsaut Skii km Lax Ha Nation in the region. To this point, the company has signed formal agreements with the Tahltan Central Government and the Nisga'a Lisims Government to support open communication, collaboration, and shared opportunity. In addition, a Memorandum of Understanding is in place with the Tsetsaut Skii km Lax Ha Nation, whose territory encompasses the project area.

At the same time, Tudor Gold conducts an annual two-day Geotechnical and Core Cutting Training Program in Dease Lake, located within the Tahltan Territory. This hands-on course provides up to 20 participants with practical skills, safety training, and exposure to experienced geologists and technicians. Beyond training, Tudor Gold works closely with local contractors that directly employ First Nation members each field season. The company also actively recruits First Nations members for roles in geology, heavy equipment operation, first aid, and mechanics—prioritizing local hiring to foster economic development in nearby communities. For more information, we encourage you to visit Tudor Gold's website.

## US Gold Corp

*A key part of gaining acceptance is transparency and a willingness to talk to people, institutions and interested parties.*
**George Bee, President & CEO, US Gold Corp**

**A US-focused gold exploration and development company advancing projects in Wyoming, Nevada, and Idaho, US Gold Corp. recognizes the importance of prioritizing the social aspect of ESG, particularly when it comes to the advancement of its fully permitted CK Project.** As an example, US Gold will be sponsoring the Frontier Days Rodeo in late July again this year. Held annually since 1897 in Cheyenne, Wyoming – where the company's flagship CK project is located – the iconic 10-day event draws approximately 200,000 visitors each year. Understanding the importance of the event to the local community, President and CEO of U.S Gold George Bee, states: "US Gold will again be a proud sponsor at the Frontier Days Rodeo in July, a premier rodeo event near and dear to the local community, reinforcing our commitment to being a responsible corporate citizen that values the social well-being of the communities in which we operate."

Since 2020, the company has also held over 225 meetings with over 260 stakeholders, who have ranged from elected officials and neighbors to vendors and community leaders. By engaging with local stakeholders and contributing to community events in this manner, US Gold Corp. continues to build trust and demonstrate its dedication to social responsibility. Those interested in learning more about US Gold's initiatives are welcome to visit the company website.

## Fazit

*Businesses must reconnect company success with social progress. Shared value is not social responsibility, philanthropy, or even sustainability, but a new way to achieve economic success.*
**Michael Porter**

Wenn wir die Nachhaltigkeitsbemühungen unserer Premiumpartner betrachten, wird deutlich, dass der schlechte Ruf des Minensektors weniger mit den Minenunternehmen selbst zu tun hat, sondern vielmehr mit einer falschen Interpretation durch NGOs, die oftmals übers Ziel hinausschießen, wenn es darum geht, ihre Erzählungen mit der Realität vor Ort in Einklang zu bringen. Natürlich wird der Ruf des Minensektors nicht durch die wenigen faulen Eier verbessert, die es tatsächlich gibt, wie z. B. die unmenschliche Behandlung von Minenarbeitern in der Demokratischen Republik Kongo. **Dennoch verdient es der Minensektor insgesamt, für seinen Beitrag zur Verbesserung der Lebensumstände gewürdigt – und nicht getadelt – zu werden.**

*Mining is essential to extracting the minerals people need for the green economy, but it is essential to do so responsibly to protect the environment and people.*
**Geralda Wildschutt**

Während wir also akzeptieren, dass ESG von Finanzinstituten beiseitegeschoben wurde, sind wir der festen Überzeugung, dass Minenunternehmen diejenigen sein werden, die eine neue und verbesserte Definition von Nachhaltigkeit vorlegen werden. In einer idealen Welt würde sich diese Definition weniger auf eine verklausulierte Compliance-Sprache stützen, sondern eher durch praktisches Handeln und sinnvolles soziales Engagement gekennzeichnet sein.

Erfreulicherweise zählen unsere Premium-Partner bereits zu den treibenden Kräften im Minensektor, wenn es darum geht, diese neue Definition mit Leben zu füllen. **Wir hoffen, dass ihre Vorreiterrolle auch Unternehmen anderer Branchen dazu inspiriert, diesem Beispiel zu folgen.**

# GROWTH on the HORIZON

**Endeavour Silver** ist ein mittelständisches Edelmetallunternehmen, das sich auf die Exploration, Erschließung und Förderung von Silber spezialisiert hat. Mit Projekten in Mexiko, Chile und den Vereinigten Staaten betreibt das Unternehmen derzeit zwei aktive Minen in Mexiko, wobei bei einer dritten, Terronera, im zweiten Quartal 2025 die Nassinbetriebnahme beginnen soll.

Endeavour Silver hat seinen Hauptsitz in Vancouver (Kanada) und ist bestrebt, ein führender Silberproduzent zu werden, wobei der Schwerpunkt auf nachhaltiger Erschließung und betrieblicher Spitzenleistung liegt, um eine langfristige Wertsteigerung für seine Stakeholder zu erzielen.

**TSX:**EDR **NYSE:**EXK **FSE:**EJD | Mehr erfahren können Sie unter: **edrsilver.com**

Endeavour SILVER

IGWT Report

# Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen

*Strategy is about making choices, trade-offs; it's about deliberately choosing to be different.*

**Michael E. Porter**

- **Goldminenunternehmen setzen auf Kapitaldisziplin statt Wachstum um jeden Preis: Im Unterschied zur letzten Goldhausse priorisieren die großen Produzenten heute Bilanzstärke, Cashflow-Stabilität und kontrolliertes Wachstum.**
- **Trotz hoher Goldpreise sind die Produktionsmengen bei vier der sechs größten Produzenten seit dem Höchststand 2011/12 rückläufig, was vor allem auf Asset-Verkäufe und sinkende Erzgehalte zurückzuführen ist.**
- **CAPEX bleibt verhalten trotz Preisrally: Die Investitionen hinken der Goldpreisentwicklung seit 2015 deutlich hinterher – nur Agnico und Newmont erreichten 2024 wieder das Niveau von 2012.**
- **Die stark gestiegenen Produktionskosten haben die Profitabilität der Unternehmen erheblich belastet. Erst der starke Goldpreisanstieg 2024 führte wieder zu einer klaren Erholung.**
- **Die langfristige Verschuldung wurde in den meisten Fällen deutlich abgebaut – ein klarer Bruch mit der risikoreichen Fremdfinanzierung des letzten Zyklus.**
- **Neue Balance zwischen Stabilität und Wachstum erforderlich: Der Sektor steht vor der Herausforderung, zwischen kurzfristiger Finanzdisziplin und langfristiger Reserve- und Produktionssicherung zu balancieren – „Grow or Die" gilt nicht mehr uneingeschränkt.**
- **Die Kursentwicklung der Goldminenunternehmen zeigt, dass eine aktive Anlagestrategie einem passiven Buy-&-Hold-Ansatz klar überlegen ist.**

*Mining is like a search-and-destroy mission.*
**Stewart Udall**

**Wie jeder Vermögenswert unterliegt auch Gold zyklischen Schwankungen.** Für Minenunternehmen zählen die Bewegungen des Goldpreises zu den entscheidendsten Einflussfaktoren – ihre Profitabilität ist eng an ihn gekoppelt. **Doch haben die Goldproduzenten aus den Fehlern der letzten Hausse gelernt? Und wie widerstandsfähig sind ihre Geschäftsmodelle heute?**

Diese nachfolgende Analyse durchleuchtet die Performance von sechs globalen Goldgiganten: Agnico Eagle Mines, AngloGold Ashanti, Barrick, Gold Fields, Kinross und Newmont. Die Auswahl begründet sich durch ihre Marktführerschaft sowohl heute als auch zu Beginn des Untersuchungszeitraums im Jahr 2009**. Im Fokus unserer Analyse stehen:**

- operative Effizienz (Kostenstruktur, Produktionsvolumina),
- finanzielle Robustheit (Cashflow, Schuldenquote),
- Bilanzstärke (Risikomanagement, Rücklagen).

Datenkonsistenz und Vergleichbarkeit waren für die Auswahl entscheidend. Die Ergebnisse liefern nicht nur Einblicke in die Branchenevolution, sondern auch Antworten auf die Frage**: Sind die Majorsdieses Mal besser auf den *Big Long* vorbereitet?**

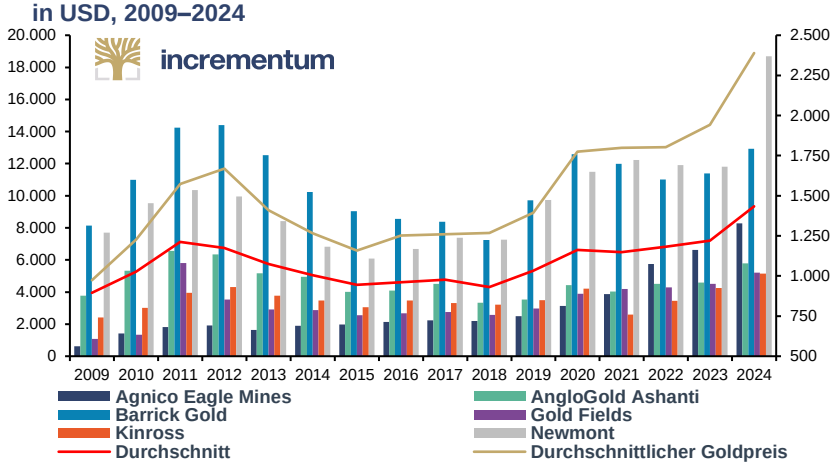
**Beginnen wir mit den Einnahmen.** Die Einnahmen der Goldproduzenten folgten im Zeitraum 2009–2023 weitgehend dem Goldpreis – bis sich 2023 eine bemerkenswerte Diskrepanz zeigte: Während der Goldpreis stieg, blieben die Einnahmen zurück.

*Gold is a treasure, and he who possesses it does all he wishes to in this world.*
**Christopher Columbus**

2011 erreichte der Goldpreis im September sein damaliges Allzeithoch von 1.920 USD, doch der Jahresdurchschnitt des Goldpreises lag damals bei nur 1.573 USD. Paradoxerweise erzielten die sechs größten Produzenten genau 2011 ihre Höchsteinnahmen, obwohl 2012 mit 1.669 USD einen höheren Durchschnittspreis aufwies. Selbst 2020, als der Durchschnittsgoldpreis 1.770 USD betrug, wurden die Einnahmenrekorde von 2011 nicht erreicht. Erst 2023 bei einem Durchschnittspreis von 1.943 USD übertrafen die Einnahmen das Niveau von 2011.

2024 stieg der durchschnittliche Goldpreis weiter auf 2.389 USD. Während AngloGold, Barrick und Gold Fields ihre alten Spitzenwerte verfehlten, brachen Kinross, Agnico und Newmont ihre alten Rekorde, wobei Newmonts Umsatzwachstum und Agnicos Verdreifachung seit 2012 besonders bemerkenswert sind.

**Umsatz (lhs), in Mio. USD, und Durchschnittlicher Goldpreis (rhs), in USD, 2009–2024**




Quelle: Macrotrends, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*Mining is one of the most dangerous jobs out there, and it shapes a particular type of person.*
**Robson Green**

**Der Hauptgrund für das schwache Einnahmenwachstum liegt auf der Hand: sinkende Fördermengen.** Zwar diversifizieren die Unternehmen durch Nebenmetalle wie Silber und Kupfer – so förderte Barrick 2024 allein 430 Mio. Pfund Kupfer –, doch Gold blieb mit Abstand die dominierende Einnahmequelle.

Die Daten zeigen ein klares Bild: Von 2012 bis 2024 konnten nur Agnico Eagle und Newmont ihre Produktionsmengen steigern. Newmont erhöhte die Förderung um beachtliche 40%, während Agnico sogar ein Plus von 230% verzeichnete. Dieses Plus wurde maßgeblich getrieben durch die Kirkland-Lake-Fusion 2022, die die hochwertigen Minen Detour Lake, Fosterville und Macassa einbrachte. Doch selbst ohne diese Übernahme hätte Agnico ein bemerkenswertes organisches Wachstum von 120% erreicht.

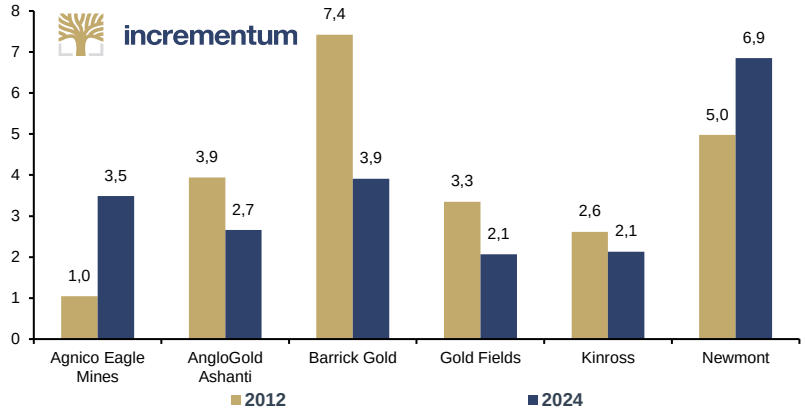
*Know what you own, and know why you own it.*
**Peter Lynch**

**Die vier verbleibenden Unternehmen verzeichneten in den vergangenen Jahren sinkende Fördermengen.** Besonders deutlich zeigt sich dieser Trend bei Barrick, dessen Produktion von über 7,4 Millionen Unzen (Moz) im Jahr 2012 auf unter 4 Moz im Jahr 2024 zurückging. Dieser Rückgang resultiert aus einer Kombination strategischer Entscheidungen und externer Faktoren.

Die 2019 erfolgte Übernahme von Randgold, das zuvor etwa 1,3 Moz pro Jahr förderte, konnte andere Entwicklungen nur teilweise ausgleichen. Dazu zählen der Verkauf weniger profitabler Minen, sinkende Goldgehalte in bestehenden Lagerstätten sowie die vorübergehenden Betriebseinschränkungen der Porgera-Mine in Papua-Neuguinea.

Ähnlich verhält es sich bei Gold Fields, dessen Produktionsrückgang teilweise auf die Ausgliederung südafrikanischer Bergwerke an Sibanye-Stillwater zurückzuführen sind. Diese Anpassungen zeigen, wie unterschiedlich Minenunternehmen auf veränderte Marktbedingungen reagieren. Während einige expandieren, optimieren andere ihre Portfolios durch gezielte Fokussierung auf Kernassets.

**Goldproduktionsvolumina, in Moz, 2012 vs. 2024**




Quelle: Unternehmensdaten, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

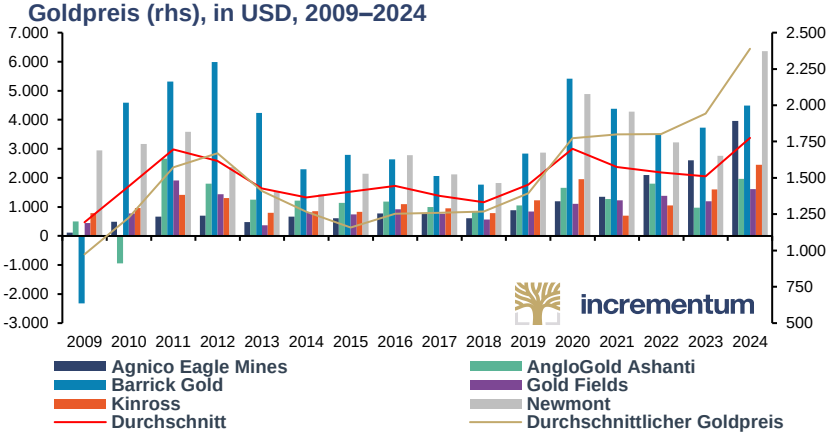
*The stock market is filled with individuals who know the price of everything, but the value of nothing.*
**Philip Fisher**

Ein genauer Blick auf die Entwicklung des operativen Cashflows seit 2021 offenbart eine bemerkenswerte Diskrepanz zur Goldpreisentwicklung. 2020 erreichte der durchschnittliche operative Cashflow der sechs großen Goldminenunternehmen mit etwas über 3 Mrd. USD seinen bisherigen Höchststand. Seitdem ist dieser Wert kontinuierlich gesunken, und dies obwohl der durchschnittliche Goldpreis in den Jahren 2020 mit 1.774 USD, 2021 mit 1.799 USD und 2022 mit 1.802 USD nahezu unverändert blieb und 2023 einen deutlichen Anstieg auf 1.943 USD verzeichnete.

**In diesem Zeitraum von 2020 bis 2023 reduzierte sich der durchschnittliche operative Cashflow der Branche um ein Drittel, von 3,04 Mrd. USD auf 2,05 Mrd. USD.** Diese Entwicklung lässt sich nicht auf einzelne Unternehmen zurückführen, sondern stellt ein branchenweites Phänomen dar. Lediglich zwei Ausnahmen bestätigen die Regel: Agnico Eagle konnte in diesem Zeitraum einen Zuwachs von 118% verzeichnen, während Gold Fields ein moderates Plus von 7,4% erreichte. Alle anderen großen Produzenten mussten Rückgänge hinnehmen.

**Erst der kräftige Goldpreisanstieg im vergangenen Jahr führte zu einer spürbaren Trendumkehr.** Besonders AngloGold Ashanti und Newmont gelang es dabei, ihren operativen Cashflow im Vergleich zum Vorjahr mehr als zu verdoppeln. Diese jüngste Entwicklung zeigt zwar die anhaltende Sensitivität der Branche gegenüber dem Goldpreis, wirft aber gleichzeitig Fragen zu den strukturellen Herausforderungen auf, die in den Vorjahren zu der beobachteten Entkopplung von Preis- und Cashflow-Entwicklung führten.

**Operativer Cash-Flow (lhs), in Mio. USD, und Durchschnittlicher Goldpreis (rhs), in USD, 2009–2024**




Quelle: Macrotrends, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*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 Analyse der Nettogewinne zeigt ein paradoxes Bild:** Trotz steigender Goldpreise zwischen 2020 und 2023 verzeichnete die Branche einen dramatischen Rückgang der Rentabilität. Der durchschnittliche Nettogewinn der sechs untersuchten Unternehmen sank von 1,45 Mrd. USD 2020 auf lediglich 267 Mill. USD 2023. Das entspricht einem Rückgang von über 80%.

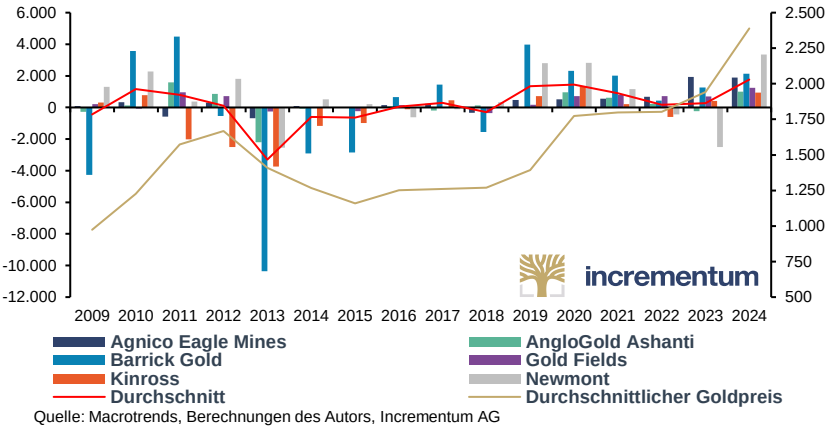
Agnico Eagle stellt die Ausnahme dar. Das Unternehmen steigerte seinen Nettogewinn von 512 Mill. USD (2020) auf 1,94 Mrd. USD (2023) und durchbrach damit den branchenweiten Negativtrend.

Erst die Rekordgoldpreise 2024 führten zu einer deutlichen Erholung, wobei Q4/2024 das bislang profitabelste in der Geschichte der Branche wurde. Diese Entwicklung verdeutlicht jedoch ein zentrales Dilemma: Höhere Goldpreise garantieren nicht automatisch höhere Nettogewinne. **Die Gründe für diese Diskrepanz sind vielschichtig:**

- Kostensteigerungen in allen Bereichen (Energie, Löhne, Ausrüstung)
- bilanzpolitische Maßnahmen, die teilweise zur Steueroptimierung dienen
- operative Herausforderungen wie sinkende Erzgehalte und höhere Abschreibungen

**Diese Faktoren zeigen, dass die Rentabilität im Goldbergbau zunehmend von effizientem Kostenmanagement abhängt, selbst in Zeiten hoher Goldpreise.**

**Nettogewinn (lhs), in Mio. USD, und Durchschnittlicher Goldpreis (rhs), in USD, 2009–2024**




Quelle: Macrotrends, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*I call it the Rule of Three. If you read a company's financial statements three times, and you still can"t figure out how they make their money, that's usually for a reason.*
**James Chanos**

**Im Goldminensektor gibt es mehrere Möglichkeiten, die Produktionskosten zu messen.** Die gebräuchlichsten sind die Cash-Kosten und die *All-in Sustaining Costs* (AISC). Zu den Cash-Kosten gehören grundlegende Posten wie Abbau, Verarbeitung, Raffination und Transport, Lizenzgebühren und Produktionssteuern sowie Arbeitskosten und die Kosten für Verbrauchsmaterial. Die AISC umfassen dagegen nicht nur die Cash-Kosten, sondern auch die Investitionsausgaben, die Verwaltungs- und Gemeinkosten, die Explorationsarbeiten sowie die Schließungs- und Rekultivierungskosten. Mit anderen Worten: Die AISC enthalten die Kosten, die für die Aufrechterhaltung des Bergbaubetriebs erforderlich sind.

Die langfristige Entwicklung der AISC ist im nächsten Chart dargestellt. Die AISC sind zwischen 2012 und 2024 deutlich gestiegen. Für Agnico werden die AISC-Werte für 2013 und 2024 dargestellt, da das Unternehmen erst 2013 mit der Anwendung der AISC-Methode begann.

*All a company report and balance sheet can tell you is the past and the present. They cannot tell future.*
**Nicolas Darvas**

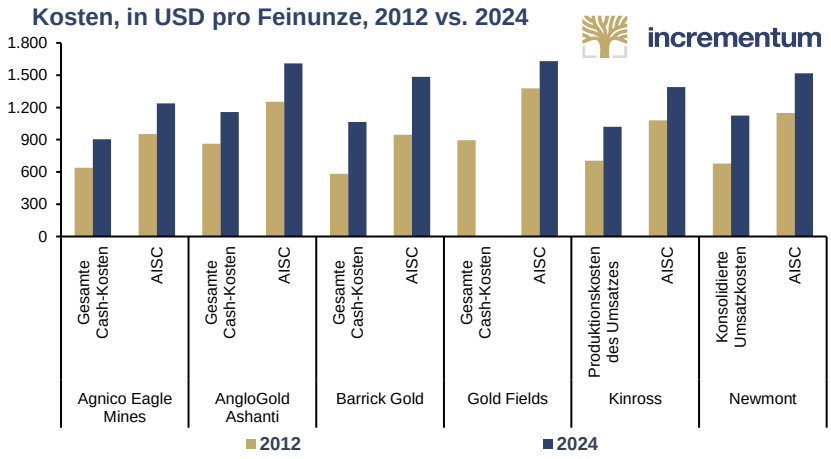
**Die Untersuchung der AISC bei den sechs großen Goldproduzenten zeigt zwischen 2012 und 2024 einen durchschnittlichen Kostenanstieg von 32,5%, was einer jährlichen Steigerungsrate von 2,4% entspricht.** Dieser scheinbar graduelle Anstieg täuscht jedoch darüber hinweg, dass sich der größte Teil der Erhöhung auf die letzten zwei bis drei Jahre konzentrierte.

**Die Kostenentwicklung fiel unter den Unternehmen unterschiedlich aus:** Während Agnico Eagle, AngloGold Ashanti, Kinross und Newmont AISC-Steigerungen von etwa 30% verzeichneten, war das Plus bei Gold Fields mit 20% moderater. Barrick musste dagegen mit 57% den deutlichsten Kostenanstieg bewältigen. Diese Entwicklung wird besonders relevant vor dem Hintergrund, dass gleichzeitig sowohl der operative Cashflow als auch die Nettogewinne der Branche der Goldpreisentwicklung deutlich hinterherhinkten.

**Ein Blick auf die Cash-Kosten bestätigt dieses grundsätzliche Bild, allerdings mit einer wichtigen methodischen Einschränkung:** Anders als die standardisierten AISC werden die Cash-Kosten von den Unternehmen unterschiedlich berechnet. Agnico, AngloGold, Barrick und Gold Fields berichten die gesamten Produktions-Cash-Kosten, während Kinross spezifisch die

Produktionskosten des Umsatzes und Newmont die konsolidierten Umsatzkosten angibt. Diese Unterschiede in der Berichterstattung sind für eine fundierte Analyse der Kostensituation unbedingt zu berücksichtigen, da sie direkte Vergleiche zwischen den Unternehmen erschweren.

**Die Daten verdeutlichen somit eine doppelte Herausforderung für die Branche:** Neben den spürbaren Kostensteigerungen besteht die Schwierigkeit, diese Entwicklungen angemessen zu vergleichen und einzuordnen. Diese Problematik ist für Anleger und Analysten gleichermaßen relevant.




Quelle: Unternehmensdaten, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

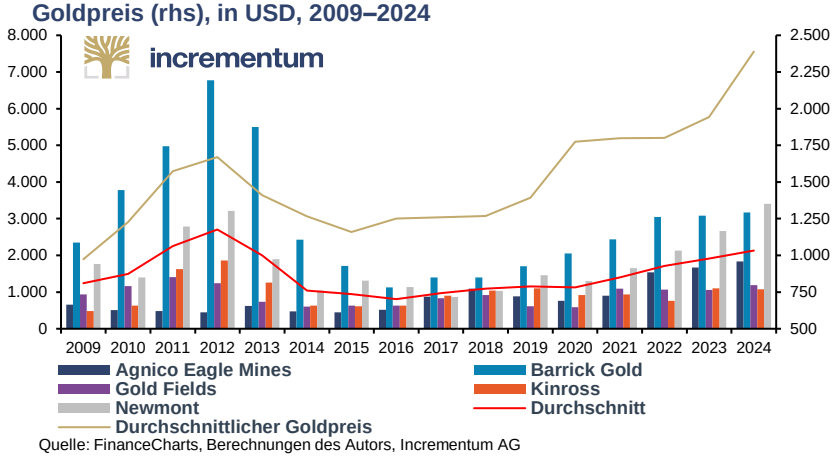
*Inflation is when you pay fifteen dollars for the ten-dollar haircut you used to get for five dollars when you had hair.*
**Sam Ewing**

**Die AISC bieten zwar einen umfassenden Überblick über die Betriebskosten, bilden jedoch nicht sämtliche Ausgaben ab.** So fallen zwar die Ersatzinvestitionen unter die AISC, nicht inkludiert sind dagegen die Erweiterungsinvestitionen, mit den Ausgaben für die Errichtung neuer Minen als mit Abstand wichtigstem Posten.

**Die Analyse der gesamten Investitionsausgaben (CAPEX) der sechs größten Goldproduzenten zeigt eine interessante Korrelation mit der Goldpreisentwicklung.** Während die beiden Kurven zwischen 2009 und 2014 noch nahezu parallel verliefen – zunächst mit steilem Anstieg, gefolgt von einem deutlichen Rückgang –, begann ab 2015 eine gewisse Entkopplung. Seither bewegen sie sich zwar grundsätzlich noch in dieselbe Richtung, allerdings mit einem bemerkenswerten Unterschied: Das CAPEX-Wachstum bleibt seit 2015 deutlich hinter der Goldpreisentwicklung zurück.

Nur Agnico Eagle und Newmont erreichten 2024 wieder Investitionsniveaus, die über jenen von 2012 lagen. Alle anderen Unternehmen halten ihre Ausgaben weiterhin auf deutlich reduziertem Niveau. **Diese zurückhaltende Investitionstätigkeit deutet darauf hin, dass die Branche aus den Erfahrungen des letzten Goldbullenmarktes gelernt und ihre Ausgabenpolitik entsprechend angepasst hat.**

**Investitionsausgaben (lhs), in Mio. USD, und Durchschnittlicher Goldpreis (rhs), in USD, 2009–2024**




Quelle: FinanceCharts, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*There is only one side of the market and it is not the bull side or the bear side, but the right side.*
**Jesse Livermore**

**Der aktuelle Gold-Bullenmarkt zeigt ein bemerkenswertes Muster: Die Goldminenunternehmen gehen deutlich zurückhaltender mit ihren Ausgaben um als während der letzten Hausse.** Diese veränderte Strategie wird besonders bei der Analyse der Verschuldungsentwicklung sichtbar.

Im vorherigen Zyklus verfolgten die Produzenten eine aggressive Wachstumsstrategie, die sich in stetig steigenden Schuldenbergen widerspiegelte. Die durchschnittliche langfristige Verschuldung erreichte ihren Höhepunkt 2014 und damit mit einer typischen Verzögerung von zwei Jahren nach dem Goldpreispeak 2012.

**Barrick veranschaulicht diese Entwicklung besonders deutlich:** Das Unternehmen steigerte seine Verschuldung damals von 6,1 Mrd. USD (2009) auf 13,2 Mrd. USD (2011) und hielt sie bis 2014 auf einem Niveau über 12 Mrd. USD. Doch nicht nur Barrick, sondern die gesamte Branche zeigte damals dieses Muster einer exponentiellen Schuldenzunahme.

Der Kontrast zum aktuellen Marktumfeld könnte kaum größer sein. Die Unternehmen scheinen die Lektionen der Vergangenheit verinnerlicht zu haben und setzen nun auf eine deutlich konservativere Finanzpolitik. **Diese Disziplin könnte sich als entscheidender Vorteil erweisen, sollte der Goldpreis wieder volatiler werden.**

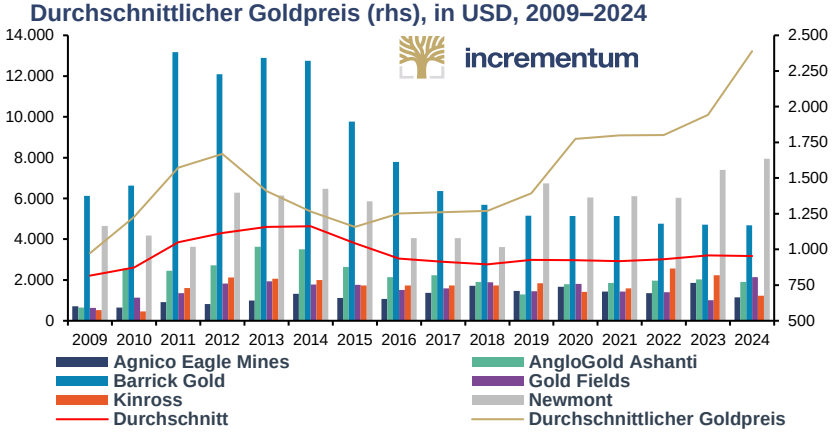
*Rather go to bed without dinner than to rise in debt.*
**Benjamin Franklin**

**Allerdings zeichnen sich deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Minenunternehmen ab.** Barrick verfolgt seit Jahren einen konsequenten Schuldenabbau, während Agnico Eagle Mines und Kinross die starken Cashflows des Jahres 2024 nutzten, um ihre Verschuldung jeweils um etwa 40% zu reduzieren. Als Ausnahme von diesem Trend erwies sich Gold Fields, dessen Verschuldung 2024 durch die Übernahme von Osisko Mining vorübergehend anstieg. Dennoch präsentiert sich die Branche heute grundlegend anders als während der letzten Goldhausse: Die Verschuldungssituation ist insgesamt deutlich besser kontrolliert, in vielen Fällen sogar rückläufig.

Diese positive Entwicklung hat jedoch ihre Kehrseite. Der gleichzeitige Rückgang der Investitionsausgaben (CAPEX), der den Schuldenabbau erst ermöglichte, wird

sich langfristig auf die Fördermöglichkeiten der Unternehmen auswirken. **Die Branche steht damit vor der schwierigen Balance zwischen kurzfristiger Finanzstabilität und langfristiger Wachstumssicherung.**

**Langfristige Verbindlichkeiten (lhs), in Mio. USD, und Durchschnittlicher Goldpreis (rhs), in USD, 2009–2024**




Quelle: Macrotrends, Author's calculations, Incrementum AG

*Debt is like any other trap, easy enough to get into, but hard enough to get out of.*
**Henry Wheeler Shaw**

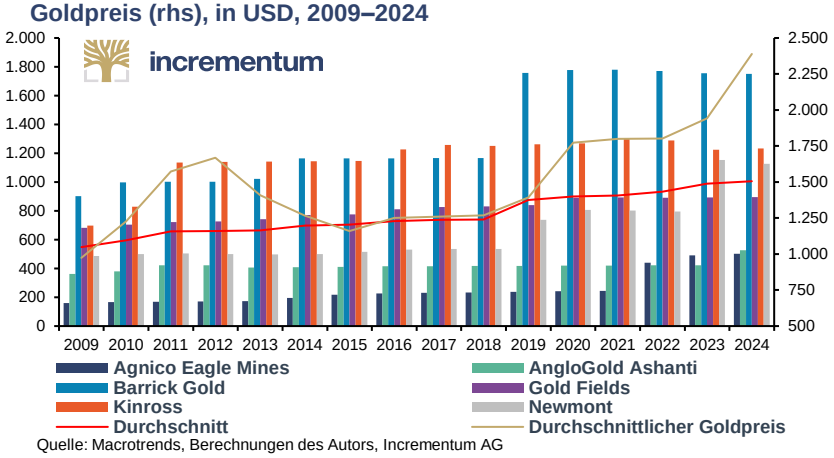
**Ein Einwand könnte lauten, die Produzenten hätten ihre Bilanzen zuletzt weniger mit Fremd- als vielmehr mit Eigenkapital aufgebläht.** Die Zahlen sprechen jedoch eine andere Sprache. Wie der nächste Chart illustriert, hat sich das durchschnittliche Volumen ausstehender Aktien über weite Strecken in einem bemerkenswert gleichmäßigen Tempo entwickelt.

Lediglich 2019 kam es zu einer sichtbaren Verzerrung, als Barrick mit Randgold und Newmont mit Goldcorp rein aktienbasierte Megafusionen vollzogen. Ein ähnliches Bild bot 2022 die Zusammenlegung von Agnico Eagle und Kirkland Lake Gold. Jenseits dieser drei Großtransaktionen blieb die Anzahl der begebenen Aktien weitgehend unverändert; Kinross senkte sie zwischen 2020 und 2024 sogar um knapp 3%.

Zum Vergleich: In der Hausse-Phase 2009 bis 2011 stieg die durchschnittliche Aktienzahl noch signifikant. Allein 2010 und 2011 lag der Zuwachs bei 8,8% bzw. 10,5%. Zwischen 2012 und 2018 schrumpfte die jährliche Wachstumsrate dann auf durchschnittlich 1,9%. 2019 schnellte sie infolge der erwähnten Fusionen kurzfristig um 18,5% nach oben, bevor sich das Wachstum in den Jahren 2020 bis 2024 auf moderate 2,8% einpendelte, 2024 waren es sogar nur noch 1,6 %.

Fazit: Von einer systematischen Verwässerung des Aktionärskapitals kann – abgesehen von einigen wenigen, gut begründeten Sondereffekten – keine Rede sein. Im Gegenteil: **Die Branche demonstriert heute eine Kapitaldisziplin, wie man sie im letzten Bullenmarkt schmerzlich vermisst hat.**

**Anzahl ausgegebener Aktien (lhs), in Mio, und Durchschnittlicher Goldpreis (rhs), in USD, 2009–2024**




Quelle: Macrotrends, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

## Fazit

*The investor's chief problem – and even his worst enemy – is likely to be himself.*
**Benjamin Graham**

**Stellt man den Goldmarkt des Jahres 2011 dem heutigen gegenüber, treten markante Unterschiede zutage.** Damals galt das Motto „*Wachstum um jeden Preis*", denn viele Produzenten scheuten weder kostspielige Greenfield-Abenteuer noch problematische Standorte. Heute herrschen Kapitaldisziplin und Bescheidenheit: Die Fördermengen wachsen langsamer, die Bilanzen sind schlanker, und die Verschuldung liegt deutlich unter dem Spitzenniveau von 2012.

**Warum diese Kehrtwende?**

1. **Teureres Kapital.** Zwischen 2009 und Ende 2015 bewegte sich die Fed Funds Rate nahe 0%. Nach einem Mini-Zinszyklus mit einem Zyklushoch von 2,4% sank sie 2020 wegen der Coronapandemie erneut auf 0%, um ab Frühjahr 2022 im Rekordtempo auf über 4% angehoben zu werden. Der permanente Griff in die Schuldentrickkiste ist seither keine Option mehr.
2. **Gelernte Lektionen.** Die Branche hat die Narben des letzten Bullenmarkts noch in Erinnerung: milliardenteure Projekte, Wertberichtigungen und frustrierte Aktionäre. Statt milliardenschwerer Greenfield-Projekte dominieren heute M&A-Transaktionen, die sofort Cashflow liefern und Skaleneffekte heben.

**Was auch immer die genaue Motivation sein mag: Weniger Hebel und mehr Eigenkapital sind fraglos positiv.** Doch die Versuchung bleibt: Bei anhaltend hohen Goldpreisen dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis das Mantra eines Wachstums um jeden Preis wieder ertönt. **Nun liegt es an den Management-Teams der großen Produzenten, den Sirenenrufen zu widerstehen und die Interessen der Aktionäre konsequent in den Vordergrund zu stellen.**

*The stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient.*
**Warren Buffett**

**Eine rein passive Strategie – Goldminenaktien kaufen und einfach liegen lassen – ist daher kaum erfolgversprechend.** Mit unserem proprietären ***Incrementum Active Aurum*-Signal**, das zyklische wie fundamentale Indikatoren auswertet, unterstützen wir Investoren dabei, ihre Allokation präzise an jede Phase des Goldmarktzyklus anzupassen.
**Im folgenden Kapitel wird unsere Methodik zur Bewältigung dieser komplexen Dynamik durch diszipliniertes, aktives Management im Minensektor detailliert beschrieben.**

# Globally Trusted, Proudly Canadian.

Canadian-based and led, Agnico Eagle is the third largest gold producer in the world and one of the two leading gold mining companies by market cap, producing precious metals from operations in Canada, Australia, Finland and Mexico. We are a partner of choice within the mining industry, recognized globally for our leading sustainability practices.

AGNICO EAGLE | We make mining work.

**agnicoeagle.com**
TSX and NYSE: AEM

# Performance-Gold: Ist nun die Zeit für Minenaktien gekommen?

*Value investing is pain, and the higher the level of pain, the better the future performance.*

**Jean-Marie Eveillard**

- **Goldminenaktien sind Performance-Gold, nicht Sicherheitsgold: Physisches Gold dient der monetären Absicherung, während Minenaktien Hebelpotenzial und Kapitalwachstum bieten – aber mit höherer Volatilität und spezifischen Unternehmensrisiken.**
- **Goldminenaktien sind kein Buy-and-hold-Investment; ihre komplexen Zyklen, Risiken und Chancen erfordern aktives Timing und gezielte Allokation, um langfristig erfolgreich zu sein.**
- **Das Incrementum Active Aurum-Signal kombiniert Zyklus- und Fundamentalindikatoren, um offensive, defensive oder neutrale Strategien abzuleiten. Es zeigt sich, dass es in der Lage ist, sowohl die Rendite zu steigern als auch das Risiko zu reduzieren.**
- **In früheren Phasen von Zinssenkungen durch die Federal Reserve haben Goldminenaktien den S&P 500 und oft sogar den Goldpreis selbst deutlich übertroffen.**
- **Der Minensektor ist aktuell im historischen Vergleich günstig bewertet (z. B. HUI/Gold-Ratio), während gleichzeitig die Finanzdisziplin und Rentabilität in den letzten Jahren erheblich gestiegen sind.**
- **Goldminenaktien sind eine exzellente Diversifikationsmöglichkeit, da sie historisch oft dann eine Outperformance liefern, wenn der breite Aktienmarkt fällt.**
- **Minenaktien ermöglichen überproportionale Gewinne in längerfristigen Goldaufwärtszyklen, wenn Investoren die kurzfristige Volatilität durchhalten.**
- **Das Incrementum Active Aurum-Signal zeigt weiterhin eine offensive Ausprägung, und die aktuelle Outperformance deutet darauf hin, dass noch weiteres Potenzial im laufenden Zyklus vorhanden ist.**

*At the risk of oversimplifying, gold equities display above-average volatility because they are affected by an above-average list of externals. Trading profits aside, daily volatility in gold shares seldom corresponds to relevant change in underlying corporate fundamentals.*
**Trey Reik**

**Rohstoffe und insbesondere Minenaktien gelten als eine hochgradig komplexe und anspruchsvolle Anlageklasse.** Hier werden Vermögen verdient und auch rasch wieder zunichtegemacht. Die Mikroebene der Branche ist gekennzeichnet von vielschichtigen Wechselwirkungen zwischen Preisentwicklung, technischen Herausforderungen bei der Förderung, Managementrisiken, aber auch Substitution und technologischem Fortschritt. Prognosen in diesem Bereich werden deshalb mit schöner Regelmäßigkeit zur Makulatur.

Auf der Makroebene haben Zinsänderungsrisiken, politische Risiken, aber auch die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung von Minenaktien. **Dies erfordert unserer Meinung nach ein aktives Timing beim Investieren in Minenaktien.**

## Zeit für Performance-Gold?

***„Soll ich Gold oder Goldminenaktien kaufen?“*, so lautet eine uns von Journalisten und Investoren oft gestellte Frage.** Unsere leicht schelmische Antwort lautet oftmals, dass dies ein so sinnvoller Vergleich sei wie zwischen dem höchst erfolgreichen österreichischen Skisprung-Team und der nicht minder erfolgreichen brasilianischen Fußballnationalmannschaft, das allerdings jeweils in unterschiedlichen Sportarten. Der Vergleich macht aufgrund von gänzlich unterschiedlichen Eigenschaften letztlich nur bedingt Sinn. Denn es geht nicht um ein Entweder-oder, sondern um ein Sowohl-als-auch.

*There's two buttons I never like to hit: panic and snooze.*
**Ted Lasso**

Regelmäßige Leser unseres *In Gold We Trust*-Reports sind mit unserer Unterscheidung zwischen *Sicherheitsgold* in Form von physischem Gold und *Performance-Gold* wie (Gold-)Minenaktien und Minenfonds bereits vertraut. Die wichtigsten Unterschiede wollen wir Ihnen, geschätzter Leser, in Erinnerung rufen. Während das primäre Ziel des Erwerbs von physischem Gold, d. h. von *Sicherheits-Gold*, der langfristige Erhalt der Kaufkraft ist, bieten Gold- und Silberminenaktien sowie Mining-Fonds, d. h. *Performance-Gold*, die Option eines (starken) Kapitalzuwachses.

| | Sicherheits-Gold | Performance-Gold |
|---|---|---|
| Ziel | Monetäre Versicherung | Rendite und Kapitalwachstum |
| Zweck | Absicherung gegen Unsicherheiten, Inflation oder anderen Risiken | Von steigenden Goldpreisen profitieren und eine höhere (risikoadjustierte) Performance des Portfolios zu erzielen |
| Form | Physisch (Münzen oder Barren) | Goldminenaktien, Goldfonds oder derivative Finanzinstrumente |
| Kosten | Anschaffungskosten (Spread), Kosten für sichere Verwahrung | Transaktions- und Managementgebühren |
| Vorteile | Physisches Wertaufbewahrungsmittel, kein Gegenparteirisiko | Potenziell hohe Renditen, Einkommensquelle (Dividenden, Optionsprämien), Flexibilität |
| Nachteile | Kein Produktivkapital | Höhere Volatilität, Ausfalls-/Unternehmensrisiken |
| Investitions-Charakter | Bewahrung von Kapital und der Schutz vor Wertverlusten in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen | Spekulativere Anlage, die auf Kursbewegungen und Markttrends abzielt |

Quelle: Incrementum AG

*You gotta make hay while the sun shines, especially in the Klondike.*
**Tony Beets**

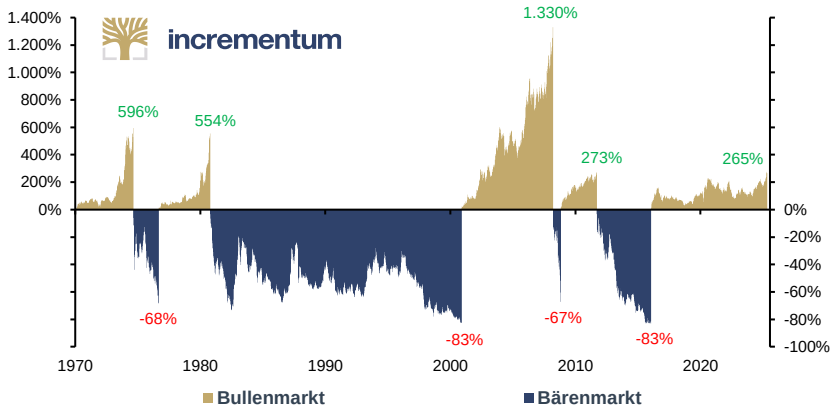
**Für uns steht fest: Goldminenaktien sind kein Buy-and-hold-Investment.** Die Annahme, sie seien lediglich ein direkter Hebel auf den Goldpreis, ist eine zu starke Vereinfachung. Vielmehr hat jede Art von Minenunternehmen – ob Explorer, Developer, Producer oder Royalty-Firmen – eine Vielzahl von Risiken, aber auch Chancen.

| Vermögenswert | Alpha-Potenzial | Hebel zu Gold | Diversifi-zierung | Exploration Upside | Dividende | Operatives Risiko | Capex-Risiko | Worst-Case-Szenario Schutz |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Exploration (Aktien) | | | | | | | | |
| Development (Aktien) | | | | | | | | |
| Mid Cap (Aktien) | | | | | | | | |
| Large Cap (Aktien) | | | | | | | | |
| Royalty & Streaming (Aktien) | | | | | | | | |
| ETFs (Aktien) | | | | | | | | |
| ETFs (Edelmetalle) | | | | | | | | |
| Physisch (Edelmetalle) | | | | | | | | |

Quelle: Jefferies, Incrementum AG

**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, 01/1970–04/2025**



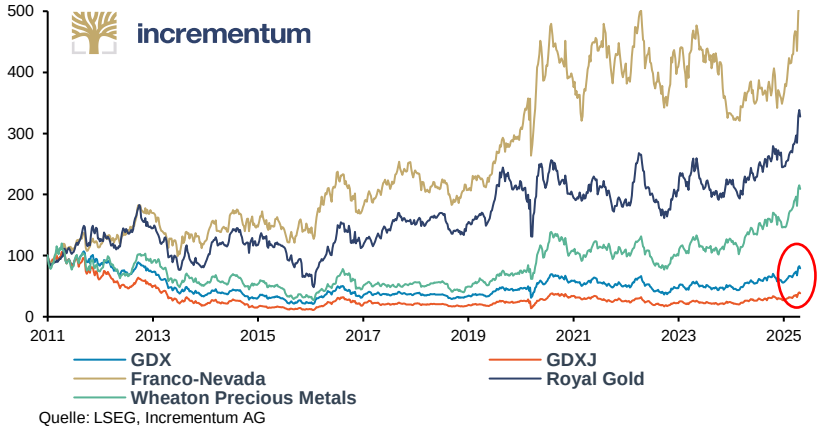

Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 1970–2000, HUI = 2000–

*Diversification is the only free lunch in investing.*
**Harry Markowitz**

**Ein bewährter Ansatz zur Risikostreuung im Portfolio von Minenaktien besteht darin, auf Royalty-und-Streaming-Unternehmen zu setzen.**[73] Diese Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie keine eigenen Minen betreiben, sondern sich auf den Erwerb von Rechten auf die zukünftige Gold- und Silberförderung konzentrieren. Ihr Geschäftsmodell hat sich als äußerst robust erwiesen, da sie in Zeiten des Aufschwungs solide Renditen erzielen und in Abwärtsphasen oft widerstandsfähiger sind als der Gesamtmarkt.

[73] Siehe „Royalty-und-Streaming-Unternehmen: Eine exzellente Art, in Gold zu investieren“, In Gold We Trust-Report 2022

**GDX, GDXJ vs. Royalty-und-Streaming-Aktien, in USD, 100 = 01/2011, 01/2011–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

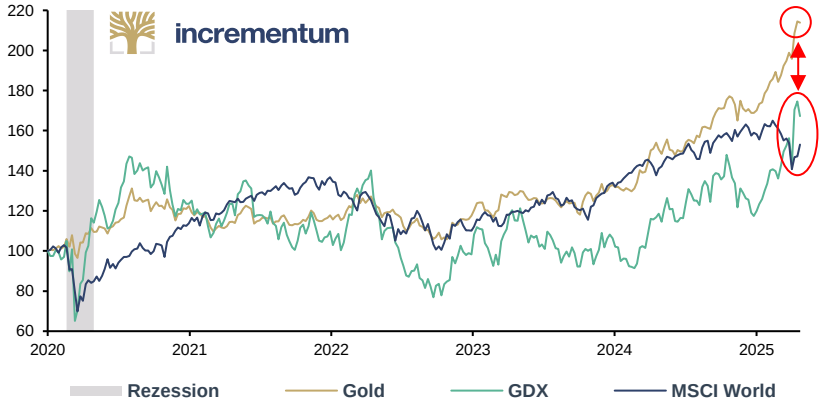
*Was mich nicht umbringt, macht mich stärker.*
**Friedrich Nietzsche**

Dank ihrer Struktur, die es ihnen ermöglicht, von steigenden Gold- und Silberpreisen zu profitieren, ohne die direkten Betriebsrisiken von Minen zu tragen, weisen sie eine bemerkenswerte Antifragilität auf. Ihre diversifizierten Portfolios mindern das Risiko einzelner Minen und bieten somit eine bessere Absicherung gegenüber Marktschwankungen.

## Goldminenaktien: Aktives Management ist gefragt!

Deutlich volatiler als Royalty- und Streamingtitel sind reine Goldminentitel. **Trotz der beeindruckenden Performance in den letzten Monaten wirkt es so, als wäre der Goldminensektor bei Investoren weiterhin in etwa so unbeliebt wie Elon Musk bei Beamtengewerkschaftern.**

**Gold, GDX, und MSCI World, in USD, 100 = 01/2020, 01/2020–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## 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?

Anders gefragt: Wann ist es empfehlenswert, *Performance-Gold* wie Minenaktien oder Aktienfonds zu erwerben, um das Gold-Beta zu erhöhen? Und wann ist es angebracht, das Gold-Exposure defensiver auszurichten, um ein niedrigeres Beta zu Gold zu erzielen oder sogar von fallenden Märkten zu profitieren?

*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**

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 Signal dient dazu, den optimalen Zeitpunkt für die Anpassung des Gold-Exposures im Portfolio zu bestimmen.**

### 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 antizyklischen Komponenten zusammen:

- **Momentum: Relative-Strength-Index (RSI) der Goldminenaktien:** Der RSI des Goldminen-Sektors gibt Aufschluss darüber, ob Goldminenaktien überkauft oder überverkauft sind. Dies kann ein Hinweis darauf sein, dass der Markt überhitzt ist oder dass sich eine Trendumkehr abzeichnet.

- **Sentiment: CFTC-Netto-Goldpositionierung:** Die Gesamtnetto-Goldpositionierung gemessen anhand der CFTC-Daten kann Aufschluss darüber geben, wie Marktakteure wie Hedgefonds und andere institutionelle Investoren positioniert sind. Ein extremes Sentiment kann darauf hinweisen, dass sich der Markt möglicherweise an einem Wendepunkt befindet.

- **Risikoappetit: Bollinger-Bänder auf Goldminenaktien/Gold-Ratios:** Die Analyse der Bollinger-Bänder von Minenaktien im Vergleich zu Gold und Junior-Minenaktien im Vergleich zu Minenaktien kann einen Hinweis darauf geben, wie risikobereit die Anleger sind. Eine hohe Volatilität und eine starke Bewegung der Bänder können auf eine zunehmende Unsicherheit und Risikoaversion hinweisen.

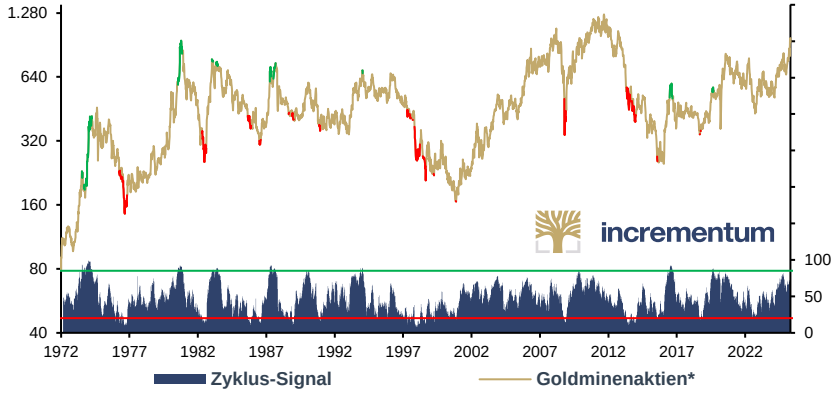
- **Makro-Umfeld: *Treasury Inflation-Protected Securities* (TIPS):** Die TIPS-Analyse vergleicht die reale Rendite von inflationsgeschützten Anleihen mit ihrem 52-wöchigen gleitenden Durchschnitt. Dies kann einen Hinweis darauf liefern, wie die Markterwartungen hinsichtlich der Inflation und der realen Zinsen sind, was sich wiederum auf die Attraktivität von Gold als Inflationsschutz und somit auch auf die Preisentwicklung von Goldminenaktien auswirken kann.

- **Boom/Bust-Indikator: Goldminenaktien relativ zu ihrem gleitenden Durchschnitt:** Das Delta zwischen dem aktuellen Kurs und dem gleitenden Durchschnitt kann anzeigen, ob Goldminenaktien fundamental über- oder unterbewertet sind. Ein signifikantes Delta kann darauf hinweisen, dass sich der Markt in einer überkauften oder überverkauften Phase befindet und eine Korrektur wahrscheinlich ist.

*Die größten Entdeckungen entstehen oft aus einer Reihe kleinerer Entdeckungen, die sich zusammenfügen.*
**Alexander Flemming**

**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. Ein hoher Wert weist folglich auf eine potenzielle Überkauftheit bzw. eine weitgehend ausgeschöpfte Upside hin, während ein niedriger Wert auf eine Überverkauftheit und eine limitierte Downside hinweist.

**Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Zyklus-Signal (rhs), 01/1972–04/2025**




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

*Markets are never wrong – opinions often are.*
**Jesse Livermore**

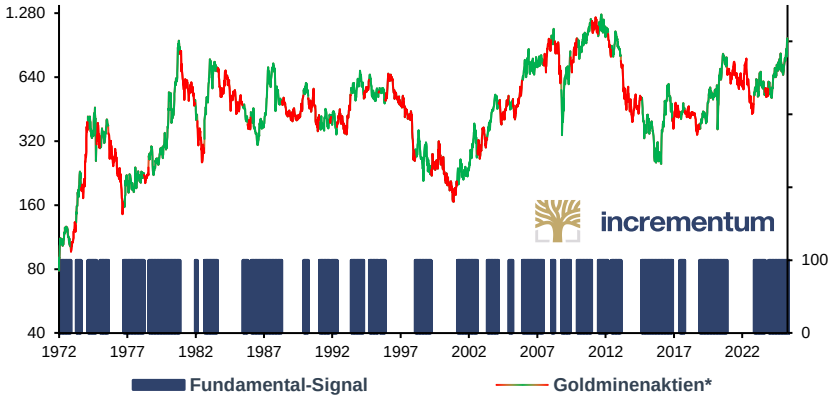
**Der zweite Eckpfeiler des *Incrementum Active Aurum-Signals* ist das *Fundamental*-Signal, welches als prozyklischer Marktumfeld-Indikator für Goldminenunternehmen verstanden werden kann.** Dafür wurde ein Goldminenaktien-Margin-Trendkanal als zentraler Input-Faktor kreiert, der Rücksicht auf die Entwicklungen am Rohstoffmarkt nimmt.

Im Gegensatz zum Zyklus-Signal kennt das Fundamental-Signal lediglich zwei Ausprägungsstufen:

- 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), 01/1972–04/2025**



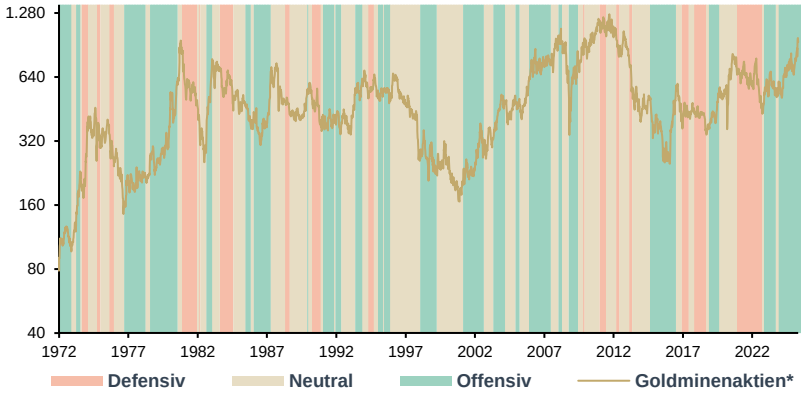

Quelle: LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

### 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*, 01/1972–04/2025**




Quelle: 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.**

*It is a capital mistake to theorize before one has data.*
**Arthur Conan Doyle**

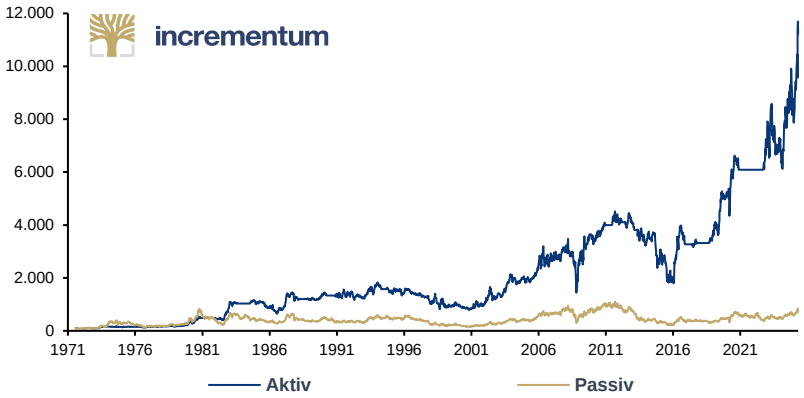
Eine simple Backtest-Strategie mithilfe des *Incrementum Active Aurum-Signals* lässt sich umsetzen, indem bei einer offensiven Ausrichtung eine vollständige Investition zu 100% in Goldminenaktien erfolgt, bei einem neutralen Signal eine Investition zu 50% und bei einer defensiven Signalausprägung zu 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.

*The best investment is in knowledge.*
**Benjamin Franklin**

**Die zentrale Frage lautet nun:** Wie sieht die Performance einer aktiven Goldminenaktien-Strategie mithilfe unseres *Incrementum Active Aurum Gold-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.**

**Performance-Vergleich: Aktive vs. Passive Goldminenaktien-strategie*, in USD, 100 = 07/1971, 07/1971–04/2025**

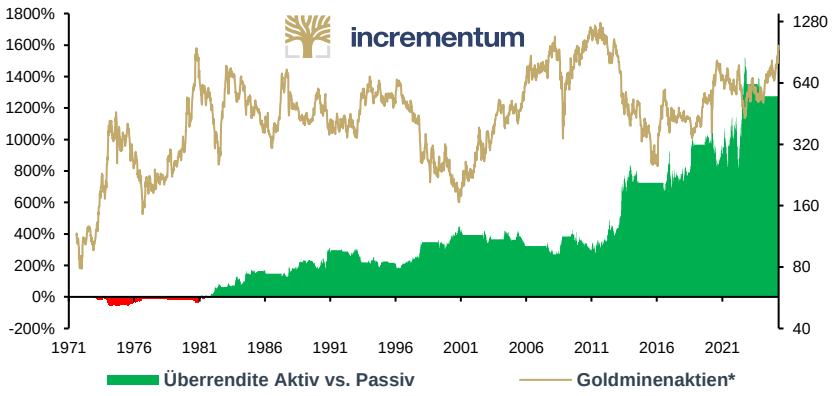



Quelle: LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

*In God we trust, all others bring data.*
**W. Edwards Deming**

**Während eine passive Strategie seit 1971 eine Performance von etwa 716% (CAGR von 3,98%) erzielen konnte, erreichte die aktive Minenaktienstrategie eine Performance von über 11.000% (CAGR von 9,17%).** 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, 07/1971–04/2025**




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

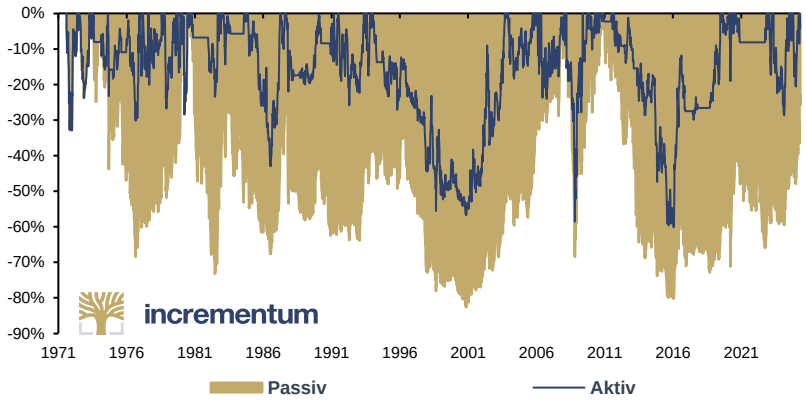
*Die Volatilität kommt und geht, aber die Qualität eines Unternehmens bleibt.*
**Warren Buffett**

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.

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

Der nächste Chart illustriert den Drawdown-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 26,19% und damit über zehn Prozentpunkte unter der Volatilität einer passiven Strategie (36,76%).**

**Drawdown-Vergleich: Aktive vs. passive Goldminenaktienstrategie*, 07/1971–04/2025**




Quelle: 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.

*Gains are overrated. Avoiding loss is underrated.*
**D. Muthukrishnan**

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.

**Passive vs. aktive Minenaktienstrategie, in USD, 07/1971–04/2025**

| | Passiv | Aktiv |
|---|---|---|
| **Performance** | 715,69% | 11.107,38% |
| **CAGR** | 3,98% | 9,17% |
| **Wöchentliche Standardabweichung** | 5,10% | 3,63% |
| **Annualisierte Volatilität** | 36,76% | 26,19% |
| **Sharpe-Ratio** | 0,11 | 0,33 |
| **Sortino-Ratio** | 0,15 | 0,44 |
| **Omega-Ratio** | 1,04 | 1,16 |
| **Schiefe** | -0,49 | 0,05 |
| **Max. Drawdown** | -82,53% | -60,18% |
| **RoMaD** | 2,54 | 7,84 |

Quelle: LSEG, Incrementum AG

TSX: **FF** | OTCQX: **FFMGF** | FRANKFURT: **FMG**
**firstmininggold.com**

FIRST MINING GOLD

# Advancing Two of Canada's Largest Undeveloped Gold Projects

Springpole Gold Project in Ontario & Duparquet Gold Project in Quebec

- ☑ **Springpole Gold Project:** Large, robust, feasibility stage, advanced permitting
- ☑ **Duparquet Gold Project:** Positive PEA in the heart of the Abitibi gold belt in Quebec
- ☑ Portfolio of other assets provides optionality and financing flexibility as demonstrated through recent non-core asset sales
- ☑ Experienced exploration, deve lopment and environmental team in place to unlock value
- ☑ **FIRST MINING'S ADVANCED-STAGE GOLD PROJECTS DELIVER UNPARALLELED LEVERAGE TO A RISING GOLD PRICE**

**Each US $ 100/ oz movement in gold price adds US $ 250 M in fundamental net asset value to our projects!**

**For more Information, please contact:**
Paul Morris, Director, Investor Relations | paul@firstmininggold.com | 1.844.306.8827

## The Big Long auf Gold: Minenaktien als strategischer Hebel

**Nach diesem Plädoyer zum aktiven Timing von Minenaktien wollen wir uns nun mit der aktuellen fundamentalen Bewertung des Minensektors beschäftigen.**[74] Wenn man die Volatilität und Komplexität des Sektors in Betracht zieht, ist es leicht nachzuvollziehen, warum viele Anleger Goldminenaktien als problematischer ansehen, als sie es in Wirklichkeit sind.

*I do not play according to a given set of rules; I look for changes in the rules of the game.*
**George Soros**

So hat die Geschichte wiederholt gezeigt, dass taktische Engagements in Goldminenaktien in Zeiten einer geldpolitischen Lockerung durch die Federal Reserve oder in Korrekturphasen des US-Aktienmarktes ein erhebliches Alpha geliefert haben. Angesichts der frühen Phase des geldpolitischen Lockerungszyklus und der strukturellen Herausforderungen an den US-Aktienmärkten im Jahr 2025 sehen wir Goldminenaktien als prädestiniert für eine längerfristige relative Outperformance.

### Historische Performance

*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**

**Auf Basis der Daten in der nachfolgenden Tabelle lassen sich einige Schlussfolgerungen über die Entwicklung von Gold und Goldminenaktien ziehen.** In Bezug auf Gold stützen diese Daten die Ansicht, dass der Goldpreis zwar über kurze Zeiträume eine Korrelation etwa zur Federal Funds Rate, der Rendite der 10y-Treasuries und dem CPI aufweisen kann, dass diese Korrelationen aber auf lange Sicht nicht feststellbar sind. Darüber hinaus zeigt sich, dass die negative Korrelation des Goldpreises mit dem US-Dollar die einzige Korrelation ist, die auf lange Sicht Bestand hat. **In Bezug auf Goldminenaktien zeigt sich, dass der Hauptfaktor für die Performance von Goldminenaktien die Performance von Gold ist.**

[74] Siehe auch das Kapitel „Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen“ in diesem In Gold We Trust-Report

### Entwicklung diverser Assets und makroökonomischer Indikatoren, 2000–2025 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 YTD | 25,3% | 12,9% | 44,0% | -5,3% | -8,3% | 2,74% | 4,33% | 4,28% |

Quelle: LSEG (per 30/04/2025), Incrementum AG
*Jahresdurchschnitt

## Goldminenaktion und ihre inverse Korrelation zum S&P 500

*The price of gold is at an all-time high in both price and real terms. Institutional investors are ignoring this great opportunity because gold is not in their benchmark, and they remain highly confident in equities. What could possibly go wrong?*
**Charlie Morris**

**Auf einer eher subjektiven Ebene können wir zwei Beobachtungen über die langfristige Performance von Goldminenaktien machen.** Erstens hat der GDM-Index (+768%) den S&P 500 (+566%) seit 2001 deutlich übertroffen. Zweitens ist es bemerkenswert, dass der GDM und der S&P 500 während eines Großteils dieses Zeitraums eine negative Korrelation aufwiesen. **Tatsächlich ist diese negative Korrelation zwischen Goldaktien und dem breiten Aktienmarkt vielleicht der am meisten unterschätzte Aspekt der Investmentattraktivität von Goldminenaktien.**

- Die anhaltend lockere Geldpolitik ist der Hauptgrund dafür, dass die klassischen Aktienindizes in den letzten zehn Jahren einen bemerkenswerten Aufwärtstrend zeigten. In den wenigen Fällen, in denen der S&P 500 erhebliche Verluste erlitt, boten Goldminenaktien einen zuverlässigen Schutz für das Portfolio. Während des Marktausverkaufs in Q4/2018 (20.9.2018–24.12.2018) fiel der S&P 500 um 19,78%, während der GDM um 11,37% zulegte, was einer Differenz von 31,15 Prozentpunkten entspricht.

- In den ersten 11 Wochen des Börseneinbruchs von 2022 (28.12.21–18.12.22) gab der S&P 500 um 8,25% nach, während der GDM einen kräftigen Anstieg um 29,83% verbuchte, was eine Differenz von 38,08 Prozentpunkten ergibt.

- Während des Corona-Crashs im März 2020 (04.03.2020–23.03.2020) fiel der S&P 500 um 28,52% und der GDM um 24,53%. Bis zum 05. August 2020 hatte sich der GDM jedoch um 102,76% erholt, während der S&P 500 „nur“ um 48,73% zulegte – ein aggregierter Unterschied von 46,71%.

- Und vor kurzem, bis zum 30. April 2025, war der S&P 500 um 9,36% gefallen, während der GDM-Index um 17,25% gestiegen war, was einer Differenz von 26,61% entspricht.

*Jensen Huang is basically the Taylor Swift of tech.*
**Mark Zuckerberg**

**Für uns ist das gegenläufige Performance-Potenzial von Goldaktien vollkommen logisch.** Wenn die Marktkapitalisierungen von Aktien wie Nvidia täglich um hunderte Milliarden Dollar schwanken, dürfte das mühevolle Schürfen der Erdkruste nach Elementen mit vier Teilen pro Milliarde kaum die breiten Massen anziehen. Andererseits – wie die Marktrückgänge im Q4/2018, März 2020 und Q1 2025 gezeigt haben – wenn Aktien tatsächlich fallen, dann tendieren sie heutzutage zu heftigen Verlusten.

## Die Entwicklung von Goldaktien im Zinssenkungszyklus

*Volatility is far from synonymous with risk. Price fluctuations are only a risk if you don't understand the underlying business.*
**Warren Buffett**

**Zudem haben sich Goldminenaktien in der Vergangenheit in den frühen Phasen einer Lockerungspolitik der Federal Reserve als eine der besten Anlageklassen erwiesen.** Seit dem Jahr 2000 hat die Federal Reserve fünf Mal einen Zinssenkungszyklus eingeleitet. Wie sich in diesem Umfeld der S&P 500, Spot-Gold und der GDM entwickelten, wollen wir nun näher untersuchen. So viel vorweg: Die Outperformance von Goldminenaktien war spektakulär.

- Im Jänner 2001 reagierte die Federal Reserve auf das Platzen der Dot.com-Blase mit einer Senkung des Leitzinses von 6,50% auf 6,00% und leitete damit einen Lockerungszyklus ein, der erst bei 1,00% sein Ende fand. In den 17 Monaten bis zum 28. Mai 2002 fiel der S&P 500 um 18,76%, der Goldpreis stieg hingegen um 20,92% und der GDM um 177,87%.

- Am 25. November 2008 reagierte Ben Bernanke auf die sich zuspitzende Weltfinanzkrise, indem er zum ersten Mal auf das unkonventionelle geldpolitische Mittel der quantitativen Lockerung zurückgriff. In den 12 Monaten bis zum 2. Dezember 2009 legte der S&P 500 um 32,76%, Gold um 47,90% und der GDM um 122,32% zu.

- Im Jänner 2016 signalisierte Janet Yellen zwecks Beruhigung der weltweit angespannten Lage an den Märkten eine Pause bei den Zinserhöhungen. Die Federal Reserve erhöhte schließlich erst 12 Monate später zum zweiten Mal die Zinsen. In den sieben Monaten nach dem Mea Culpa von Janet Yellen, d. h. bis zum 12. August 2016, verzeichnete der S&P 500 einen Anstieg um 17,59% und Spot-Gold um 22,86%, während der GDM um 147,36% explodierte.

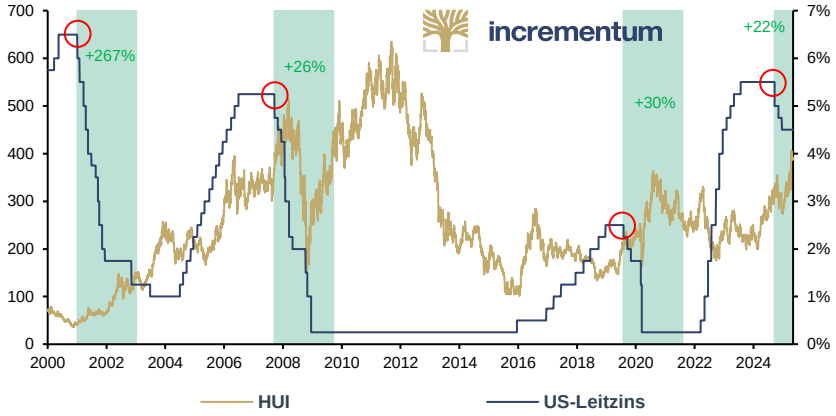
- Am 19. Dezember 2018 erhöhte Jerome Powell die Zinssätze um 25 Basispunkte auf 2,50%, sagte zwei Erhöhungen für 2019 voraus und erklärte,

dass die Federal Reserve in Bezug auf die geldpolitische Straffung „auf Autopilot“ sei. Innerhalb weniger Tage war die Reaktion der Märkte – und der Druck von Präsident Trump – so heftig, dass die Federal Reserve eine ihrer schärfsten geldpolitischen Kehrtwendungen vollzog. Die Federal Reserve verzichtete Anfang Jänner 2019 auf Zinserhöhungen, beendete QT im Juni 2019 und senkte die Zinsen im Juli 2019. In den neun Monaten nach der letzten Zinserhöhung, d. h. bis zum 4. September 2019, stieg der S&P 500 um 18,87%, Spot-Gold um 24,89% und GDM um 54,59%.

– Am 16. März 2020 reagierte die Federal Reserve auf die Corona-Krise mit einer Zinssenkung um 100 Basispunkte auf 0,25%. In den folgenden fünf Monaten, d. h. bis zum 8. Mai 2020, stieg der S&P 500 um 40,42%, Spot-Gold um 34,61% und der GDM um 104,30%.

Diese Beispiele zeigen, dass sich Goldaktien historisch betrachtet als wirksame taktische Investition in Frühphasen einer geldpolitischen Wende erwiesen haben.

**HUI, in USD (lhs), und US-Leitzins (rhs), 01/2000–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Die US-Notenbank leitete mit ihrem FOMC-Treffen im September 2024 einen Zinssenkungszyklus ein, der mittlerweile 100 Basispunkte umfasst.** In den darauffolgenden sieben Monaten bis April 2025 verzeichnete der S&P 500 einen Rückgang von 1,16%, während der GDM-Index um 24,43% stieg.

## Kapitaldisziplin und Rentabilität

*Be right, when everyone else is wrong, at scale.*
**Naval Ravikant**

**Der Goldminensektor hat auch heute noch mit dem anhaltenden Image einer schlechten Finanzdisziplin und begrenzter Rentabilität zu kämpfen.** Dieser Ruf der schlechten Kapitalverwaltung, der auf die Abschreibungen der Branche Anfang der 2010er Jahre zurückgeht, ist nicht mehr gerechtfertigt.[75] Kapitaldisziplin ist zu einem Schwerpunkt des modernen Goldminensektors geworden. Von strengen Langzeittests bis hin zu transparenter Berichterstattung über alle Kosten – die Finanzkontrollen der Branche haben in den letzten zehn Jahren enorme Fortschritte gemacht.

[75] Siehe Kapitel „Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen“ in diesem In Gold We Trust-Report

**Ebenso wichtig ist es, häufige Kapitalmarktfinanzierungen nicht mit schlechtem Kapitalmanagement zu verwechseln.** Solange das Management die gesetzten Ziele erreicht und Meilensteine einhält, sollte Kapitalintensität nicht als erhöhtes Investmentrisiko interpretiert werden. Insgesamt übertrifft die finanzielle Disziplin in der Goldminen-Branche bei weitem die allgemein vorherrschende Wahrnehmung. Tatsächlich zeigen die Finanzkennzahlen aus Q1/2025 in der folgenden Tabelle, dass die Kapital- und Leverage-Kennzahlen der Unternehmen im GDM-Index durchaus positiv im Vergleich zum S&P 500 abschneiden.

### Verschuldungskennzahlen: GDM-Index und S&P 500, Q1/2025

| Index | GDM-Index | S&P 500 |
|---|---|---|
| Current-Ratio | 1,85 | 1,23 |
| Net Debt/EBITDA | 0,33 | 1,40 |
| Total Debt/Enterprise Value | 0,13 | 0,21 |
| Total Debt/Total Equity | 21,50 | 112,32 |
| Total Debt/Total Assets | 13,80 | 26,06 |

Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Im Laufe der Jahre haben die Kapitalintensität und die betriebliche Komplexität des Goldbergbaus der Branche den Ruf eingebracht, die Rentabilität zu vernachlässigen. **Dank verbesserter Management- und Kapitaldisziplin ist der Goldminensektor heute jedoch weitaus rentabler als gemeinhin angenommen.**

### Rentabilitätskennzahlen: GDM-Index und S&P 500, Q1/2025

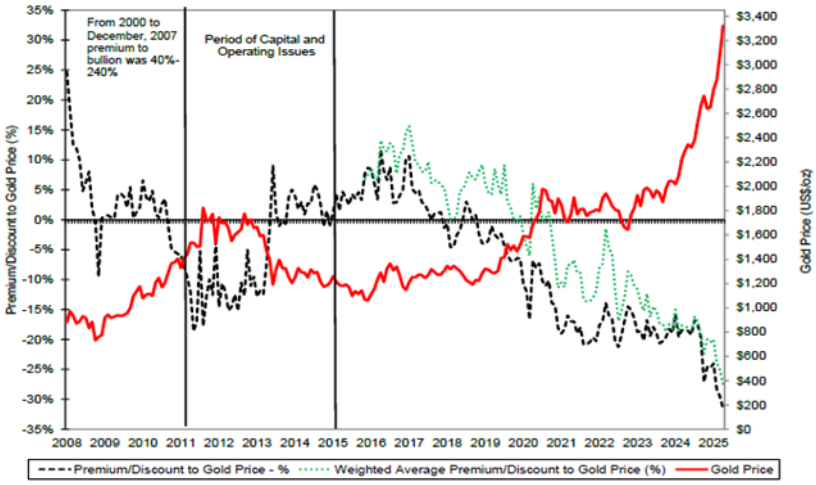
| Index | GDM-Index | S&P 500 |
|---|---|---|
| Gross Margin | 38,95 | 34,32 |
| EBITDA Margin | 41,85 | 20,88 |
| Operating Margin | 26,97 | 14,34 |
| Profit Margin | 21,51 | 13,42 |

Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

## Historisch günstig

**Goldaktien sind historisch günstig, egal ob gemessen am Nettoinventarwert, der Produktion, den Reserven oder dem Buchwert.** Wir finden es verwirrend, dass Goldaktien mit dem größten Abschlag zum Goldpreis seit Beginn des Aufschwungs nach 2000 gehandelt werden. Im folgenden Chart stellt die Scotiabank die durchschnittlichen und gewichteten durchschnittlichen Abschläge der Produzenten im Scotiabank-Universum zum Spotpreis für Gold seit 2008 dar.

**Durchschnittlicher und gewichteter durchschnittlicher Aktienkurs von Goldproduzenten, in % von Gold (lhs) und Gold (rhs), in USD, 01/2008–04/2025**




Quelle: Scotiabank

Für Anleger, die mit den Marktdynamiken der Mag-7 vertraut sind, mag der innere Wert von Goldproduzenten nur begrenzt attraktiv erscheinen. Doch für Investoren, die sich um überdehnte Aktienbewertungen, eine drohende Rezession oder systemische Liquiditätsrisiken sorgen, bietet sich hier eine einzigartige Chance: hochwertige Bergbauaktien mit einem extremen Abschlag zum Goldpreis zu erwerben. Es ist kein Zufall, dass prominente konträre Investoren wie Paul Singer von Elliott Management zunehmend im Goldsektor aktiv werden.

## Ausblick

Im Jahr 2024 legte der S&P 500 um 25,0% zu und erreichte damit eine zweijährige Rendite von stolzen 57,8%. Dies markiert erst das vierte Mal in 150 Jahren, dass der Index in zwei aufeinanderfolgenden Jahren Gewinne von über 20% verbuchte. Rückblickend wurde der Aktienaufschwung 2024 von drei Faktoren getrieben: der geldpolitischen Wende der Federal Reserve, der KI-Euphorie an den Märkten und dem Optimismus hinsichtlich Trumps wachstumsorientierter Agenda. **Doch gegenwärtig verliert jeder dieser Fundamentalfaktoren an Schwung.**

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

**Wir gehen davon aus, dass US-Aktien im weiteren Verlauf des Jahres 2025 eine schwierige Phase bevorsteht. Wegen des hohen Goldpreises erwarten wir, dass Anleger allgemein in sichere Sachwerte und die Gewinnhebel von Goldminenunternehmen flüchten werden.** Anleger, die sich außerhalb der Mag-7 nach attraktiven Sektoren umsehen, dürften über die attraktiven Bewertungen von Goldaktien überrascht sein.

**Bewertungskennzahlen: GDM-Index und S&P 500, Q1/2025**

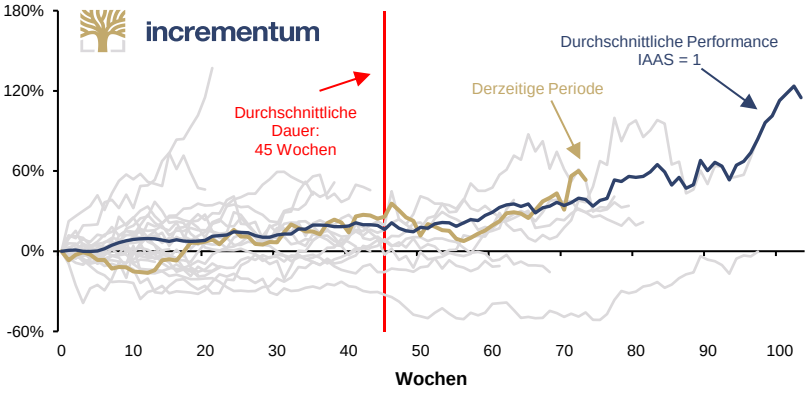
| Index | GDM-Index | S&P 500 |
|---|---|---|
| Price/Earnings | 20,08 | 24,01 |
| Price/Cash Flow | 10,52 | 19,13 |
| Price/EBITDA | 8,99 | 13,70 |
| Price/Book Value | 2,29 | 4,82 |
| Enterprise Value/EBIT | 10,88 | 22,94 |
| Enterprise Value/EBITDA | 7,01 | 15,75 |

Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

*Smells like potential.*
**Ted Lasso**

**Dass nun die Zeit für Goldminenaktien gekommen sein könnte, zeigt auch das *Incrementum Active Aurum-Signal*: Seit Dezember 2023 empfiehlt es eine offensive Positionierung.** Im Vergleich zu vergangenen Perioden offensiver Signalausprägungen befinden wir uns noch in einer fortgeschrittenen Phase. Die durchschnittliche Performance während solcher Phasen betrug bislang 23% über einen Zeitraum von 45 Wochen. Aktuell liegen wir mit einer Performance von 53% über 74 Wochen bereits oberhalb dieser Durchschnittswerte. **Die weiterhin intakte offensive Signalausprägung deutet jedoch auf weiteres Aufwärtspotenzial im laufenden Zyklus hin.**

**Goldminenaktien-Performance*, wenn *Incrementum Active Aurum*-Signal = 1, in USD, 08/1971–04/2025**

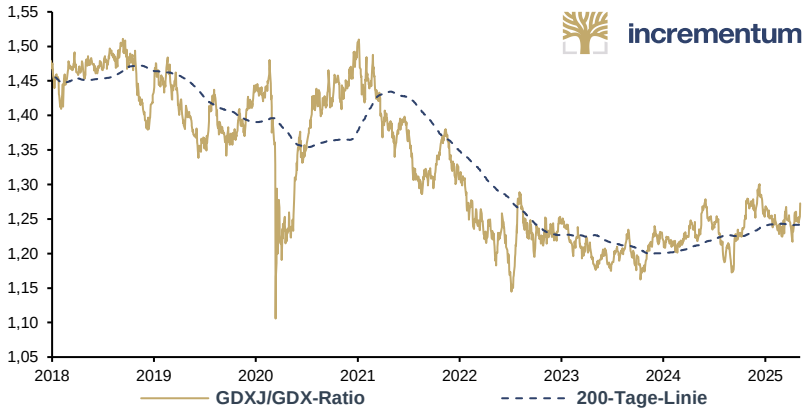



Quelle: LSEG, Incrementum AG
*BGMI = 01/1971–06/2006, GDX = 06/2006–

*The strength of the team is each individual member. The strength of each member is the team.*
**Phil Jackson**

Des Weiteren zeigt sich eine positive Korrelation zwischen der Dauer des *Incrementum Active Aurum-Signals* auf seiner offensiven Ausprägungsstufe und der Performance. Mit zunehmender Fortdauer steigen also auch die erzielten Gewinne, die während dieser Perioden

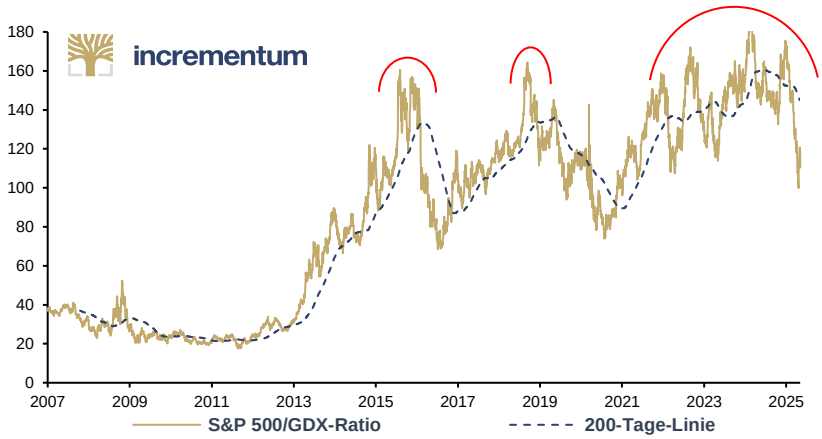
**GDXJ/GDX-Ratio, 01/2010–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Der bislang letzte Zinserhöhungszyklus beeinflusste die Risikotoleranz der Anleger maßgeblich. Die Spreu wurde vom Weizen getrennt.** Ein leicht steigender Risikoappetit ist im folgenden Chart zu erkennen. Seit 2024 zeigen Junior-Minenunternehmen (GDXJ) im Vergleich zu den Senior-Unternehmen (GDX) allmählich wieder eine relative Stärke.

**S&P 500/GDX-Ratio, 01/2007–04/2025**

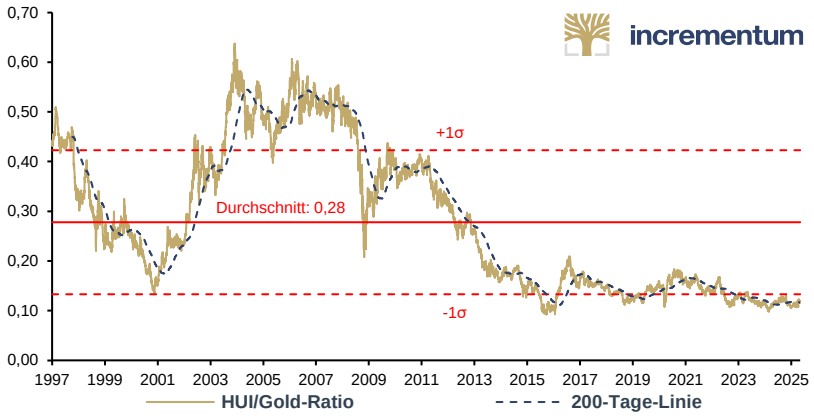



Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, LSEG, Incrementum AG

*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**

**Ein kurzer Blick auf die relative Bewertung von Minenaktien im Vergleich zu Gold.** In Bullenmärkten neigen Goldminenaktien dazu, mit einem Aufschlag zu Gold zu handeln. Das HUI/Gold-Ratio zeigt an, dass Goldminenaktien nun schon seit Jahren mit einer Standardabweichung unter dem Mittelwert gehandelt werden. **Auch auf Grundlage dieses Indikators scheinen Goldminenaktien eklatant unterbewertet zu sein.**

**HUI/Gold-Ratio, 01/1997–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

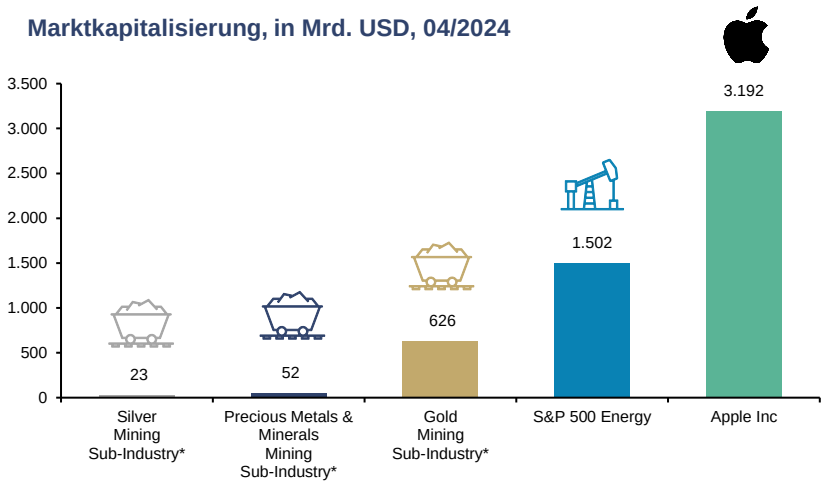
*If you think it's hard running a gold company, try investing in one.*
**John Hathaway**

**Der Goldminensektor hat nach wie vor mit dem Ruf einer schlechten Finanzdisziplin zu kämpfen – eine Wahrnehmung, die auf die Welle von Abschreibungen in der Branche Anfang der 2010er-Jahre zurückgeht.** Wir glauben, dass dieser Ruf nicht mehr gerechtfertigt ist. Insbesondere die führenden Managementteams legen mittlerweile großen Wert auf konservative Finanzpraktiken. Die Branche hat eindeutig aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Dennoch hat ein Großteil der Anleger das Wertversprechen der Branche noch nicht vollständig erkannt. **Für uns ist vor allem wichtig, dass die Branche einen erheblichen freien Cashflow (FCF) generiert.**

Um das Anlagepotenzial von Goldaktien voll auszuschöpfen, müssen Anleger über die Handelsvolatilität hinausblicken und die Wertschöpfungsmöglichkeiten erkennen, die die Erschließung von Minen für den langfristigen Trend steigender Goldpreise mit sich bringt. Alles in allem ist der Bau und Betrieb von Goldminen eines der langwierigsten Unterfangen auf diesem Planeten. Es ist daher etwas widersprüchlich, dass Aktien solcher langfristigen Vermögenswerte so stark von schwankenden Wirtschaftsdaten beeinflusst werden. **In Anlehnung an Warren Buffetts *Burggraben*-Analogie würden wir sagen, dass es nur wenige Unternehmen gibt, die so immun gegen Wettbewerb sind wie eine gut geführte Goldmine mit einer Lagerstätte von Weltklasse.** Solange das Management seine Aufgaben erfüllt und die Meilensteine erreicht werden, ist die Volatilität von Goldaktien ein Ärgernis, das nicht mit einem erhöhten Risiko verwechselt werden sollte.

*Geology gets you in the door. Jurisdiction, infrastructure, and capital discipline keep you alive.*
**Ross Beaty**

**Trotz der weitgehend positiven Entwicklungen, die wir oben beschrieben haben, sind einige Sektoren von den Anlegern nach wie vor stärker untergewichtet als der Minensektor.** Dies spiegelt sich in der fast winzigen Marktkapitalisierung des Sektors wider. In dieser Hinsicht 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.




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*GICS classification (Global Industry Classification Standard)

DOLLY VARDEN
SILVER CORP

# PURE SILVER SECURED IN A SAFE JURISDICTION

— Dolly Varden Silver

Dolly Varden Silver is advancing one of the largest high-grade undeveloped precious metals assets in British Columbia's Golden Triangle.

Backed by Hecla Mining and Eric Sprott, the project spans 163 sq. km and hosts high-grade silver and gold resources at Dolly Varden and Homestake Ridge, alongside the past-producing Dolly Varden and Torbrit mines.

Situated on the same structural and stratigraphic belts as renowned deposits like Eskay Creek and Brucejack, the project is highly prospective for further precious metal discoveries. Additionally, the Big Bulk property within the project shows potential for copper and gold mineralization, similar to nearby deposits such as Red Mountain and KSM.

TSXV-V: **DV** NYSE: **DVS**

dollyvardensilver.com

# Die Suche nach der Silver Bullet: Eine Analyse der Silberpreiskatalysatoren

*It's hard to find a better-looking chart, in my view, particularly with over 50 years of historical perspective. After a strong performance in 2024, I believe 2025 will be the year that silver will finally take out its highs from 1980.*

**Tavi Costa**

- **Für 2025 wird zum fünften Mal in Folge für den Silbermarkt ein Angebotsdefizit prognostiziert, und zwar in Höhe von 117,6 Moz. Seit 2021 beträgt das Angebotsdefizit damit insgesamt 800 Moz. Das entspricht einer Jahresproduktion der Minen.**
- **Begünstigt durch die anhaltende Verbreitung silberhaltiger TOPCON-Solarmodule erreichte die Photovoltaik-Silbernachfrage 2024 mit 197,6 Moz einen neuen Höchststand, wodurch die gesamte industrielle Nachfrage nach Silber auf einen Rekordwert von 680,5 Mio. Unzen zulegte.**
- **Die Zukunft des Wachstums der Silbernachfrage sieht vielversprechend aus, da Samsung über eine silberbasierte Festkörperbatterie verfügt, die doppelt so viel Energiedichte wie die führenden LFP- und NCM-Alternativen verspricht.**
- **Wie immer wird die Neigung von Silber, sich an den Erfolg seines großen Bruders Gold anzuhängen, der wichtigste Faktor für seine Outperformance sein. Optimistisch betrachtet würde eine Rückkehr zum durchschnittlichen Gold/Silber-Ratio seit 1970 bei einem Goldpreis von 3.300 USD einen Silberpreis von 55 USD ergeben.**

## Erwartungen vs. Realität: Eine Lektion von Warren Buffett

*All intelligent investing is value investing, acquiring more than you are paying for.*
**Charlie Munger**

**Der legendäre Value-Investor Warren Buffett kaufte zwischen 1997 und 1998 zu einem Preis von etwa 5 USD pro Unze 129,7 Mio. Unzen (Moz) physisches Silber, was vor knapp 30 Jahren 25% des jährlichen Silberminenangebots entsprach.** Buffetts Silberinvestment war fundamental begründet. Er war nämlich der Ansicht, dass das „equilibrium between silver supply and demand was only likely to be established by a somewhat higher price." Diese Einsicht ist auch für heutige Investoren noch relevant.

**2006 stieg Berkshire Hathaway bei einem Silberpreis von 10 USD und damit dem Doppelten aus, was über den Zeitraum von 8 bis 9 Jahren einer jährlichen Rendite von 8,5% entsprach.** Der Vollständigkeit halber muss noch erwähnt werden, dass der Silberpreis bis zu seinem Höchststand von 50 USD im Jahr 2011 um weitere 400% zulegte. Hätte Buffett bis zu diesem Zeitpunkt durchgehalten, hätte Berkshire mit dem Einstieg in den Silbermarkt eine Gesamtrendite von 900% erzielt, was einer Rendite von 18,5% pro Jahr entspricht.

*Meine Erwartungen hatten mir also doch etwas Gutes getan. Sehr viel Gutes.*
**Pip aus Great Expectations, Charles Dickens**

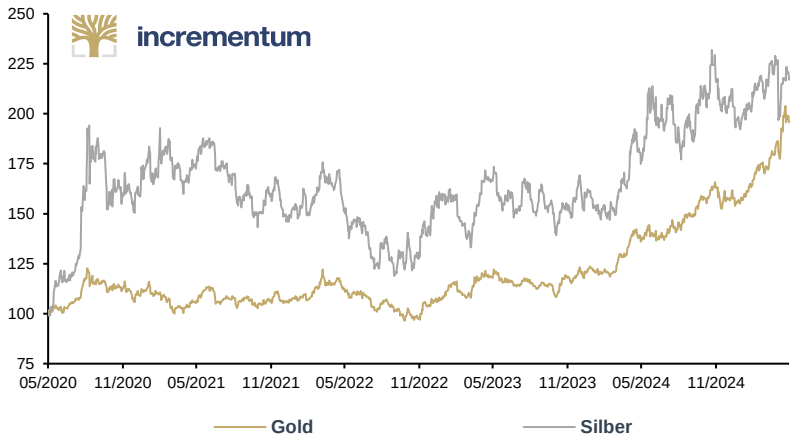
Dessen ungeachtet merkte er einmal an: „The secret to happiness is having low expectations." Buffetts Weisheit würde übrigens den leidgeprüften Fans von Manchester United gut zu Gesicht stehen, die sich nach der Euphorie des Triple-Gewinns von 1999 sehnen, aber angesichts der zahn- und glanzlosen Darbietungen, die 2025 im Old Trafford geboten werden, Woche für Woche enttäuscht nach Hause gehen.

**Silberanlegern geht es durchaus ähnlich:** Gewöhnt an die explosiven Jubelschübe vergangener Bullenmärkte in den Jahren 1980 und 2011, sehnen sich viele Silberanleger nach den phantastischen Renditen der Vergangenheit zurück. Sie träumen von dem Tag, an dem der Silberpreis auf 300 USD ansteigt, und sind von allem, was darunter liegt, enttäuscht so wie die Fans von Manchester United sich nach einer Rückkehr zur Ära der fußballerischen Dominanz unter dem großen Sir Alex Ferguson sehnen.

*I won three trophies at Manchester United and that was seen as a disaster.*
**José Mourinho**

**Dadurch werden beide Parteien blind für die Erfolge, die sie in jüngster Zeit verbuchen konnten.** Im Fall von Manchester United hat der Klub seit 2013 sechs große Trophäen gewonnen und damit eine Menge, für die die meisten englischen Fußballfans zu Fuß bis ans Ende der Welt gehen würden. Zudem gelang gerade erst der Einzug ins Finale der Europa League. Die durchaus ansehnliche Performance von Silber in den vergangenen Jahren fand nur wenig Beachtung, obwohl das Edelmetall in den letzten fünf Jahren sogar besser abschnitt als Gold.

**Gold und Silber, in USD, 100 = 30/04/2020, 05/2020–04/2025**

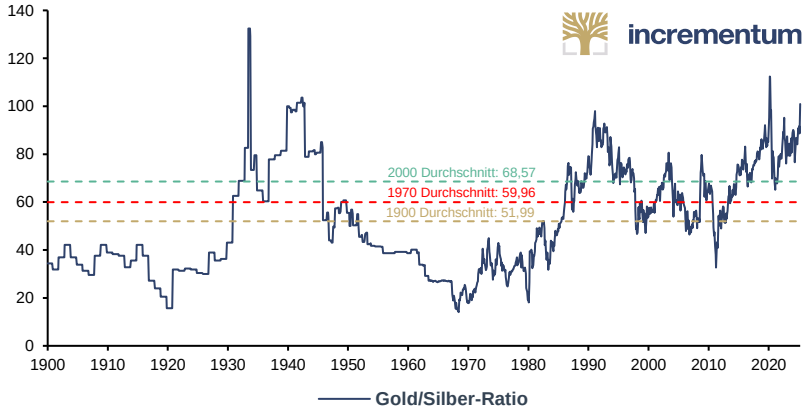



Quelle: LSEG, Incrementum AG

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

**Trotz dieser Lobeshymnen ist Silber im Vergleich zu Gold nach wie vor im historischen Maßstab unterbewertet**. Diese relative Unterbewertung zeigt sich besonders deutlich am Gold/Silber-Ratio. Zu Zeiten der alten Ägypter lag es im Durchschnitt bei 2, heute liegt es bei 100. In diesem Bereich war das Ratio in den vergangenen 100 Jahren nur zweimal. Jedes Mal folgte eine signifikante Outperformance von Silber gegenüber Gold.

**Gold/Silber-Ratio, 1900–2025**




Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

*Isn't it insane that we are at USD 33–34 silver, flirting with the USD 35 level and still the gold silver ratio is close to 90? That's just stunning. I am extremely bullish silver.*
**Tavi Costa**

**Eine Rückkehr zum historischen Mittelwert des Gold/Silber-Ratios seit 1970 ergäbe bei einem Goldpreis von 3.300 USD einen Silberpreis von 55 USD.** Zieht man das durchschnittliche Gold/Silber-Ratio seit 2000, müsste Silber auf 48 USD beim aktuellen Goldpreisniveau steigen. Das durchschnittliche Gold/Silber-Ratio der letzten 110 Jahre würde hingegen einen Silberpreis von 63 USD ergeben. Auf Basis dieser historischen Werte hat der Silberpreis das Potenzial, vom aktuellen Preis von rund 32,50 USD um 48–95% zu steigen.

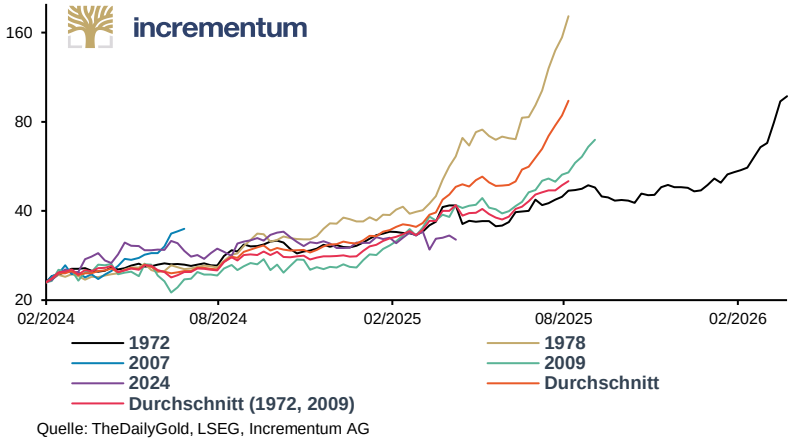
Was die Wahrscheinlichkeit betrifft, dass Silber zum Mittelwert zurückkehrt, so zeigt die Geschichte, dass es naiv wäre, gegen das weiße Metall zu wetten. Diese Ansicht wird durch die Analyse aus dem *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook" gestützt, in der wir feststellten, dass Silber in 6 der letzten 7 Bullenmärkte auf der Grundlage seiner eigenen Höchst- und Tiefststände eine

bessere Performance als Gold erzielt hat.[76] Dieses Jahr fügen wir hinzu, dass dieser so genannte *Silberschleudereffekt* in den 12–18 Monaten nach dem Ausbruch von Gold auf Allzeithochs stärker ausgeprägt ist.

*We are confident that in the next few months we will see new cycle peaks, exceeding the 2024 high to levels not seen for many years. At some point, we also expect silver to catch up with gold.*
**Silver Institute**

Der erste offizielle Ausbruch des Goldpreises aus seinem Hoch von 2020 von 2.068 USD erfolgte vor 18 Monaten, Anfang Dezember 2023. Es ist jedoch wichtig, darauf hinzuweisen, dass dieser Ausbruch erst vor 14 Monaten, im März 2024, nachhaltig war, als der Goldpreis mit Momentum die 2.100-USD-Marke überschritt. Somit dient dieser Chart als wertvoller Hinweis darauf, dass ein wesentlich höherer Silberpreis vor Juli oder zumindest vor dem Ende des Jahres 2025 möglich erscheint.

**Silber nach Goldausbruch auf Allzeithoch (log, Startkurs = 20/02/2024), in USD, 02/2024–04/2026**




Quelle: TheDailyGold, LSEG, Incrementum AG

Die oben genannten Indikatoren geben allerdings nur die historische Tendenz wieder, lassen jedoch die breiteren Fundamentaldaten des Marktes außer Acht. In der Analyse der wichtigsten Angebots- wie auch Nachfragefaktoren wird sich zeigen, welche Faktoren Silber zu den Höchstständen aus dem Jahr 1980 treiben könnten, und dabei auch die potenziellen Hindernisse berücksichtigen, die eine Auflösung dieser „Mutter aller Tasse-Henkel-Formationen“ verhindern könnten.

## Solarnachfrage: Wachstum verlangsamt sich, ist aber immer noch stark

**Mit einem Anteil von 29% an der industriellen Silbernachfrage ist die Solar-Photovoltaik der logische Ausgangspunkt unserer Analyse.** Das Solar-Photovoltaik-Segment verbuchte im Jahr 2024 eine Rekordnachfrage von 197,6 Moz Silber und trieb die industrielle Silbernachfrage auf ein Rekordhoch von 680,5 Moz.

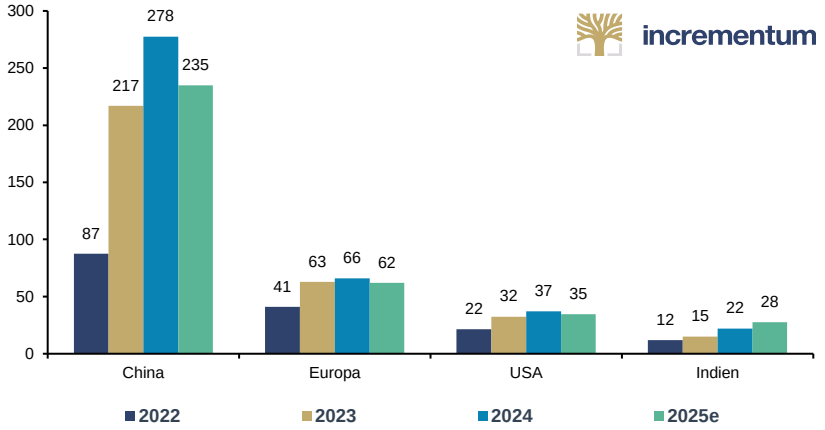
*My greatest strength as a consultant is to be ignorant and ask a few questions.*
**Peter Drucker**

Bis zu diesem Punkt hat die IEA, eine internationale Agentur, die das Potenzial der grünen Energie häufiger *überschätzt,* seit Beginn ihrer Prognosen im Jahr 2009 das reale Wachstum der Solarkapazität konsequent *stark unterschätzt*. Zugegeben, die IEA konnte unmöglich die astronomische CAGR von 30% bei den

[76] Siehe „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?“, In Gold We Trust-Report 2024

Solarinstallationen zwischen 2015 und 2024 vorhersehen. **Die Frage ist nun, ob die Solarenergie die Erwartungen noch einmal übertreffen kann.**

**Ausbau der Solarkapazität, 2022–2025e**



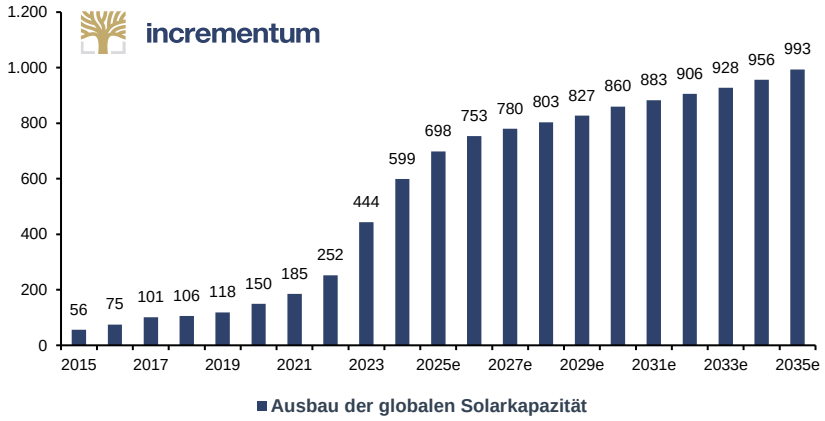

Quelle: China Photovoltaic Industry Association, Wood Mackenzie, EIA, Ember Energy, ICRA, JMK Research, CEEW-CEF, Incrementum AG

Betrachtet man die Prognosen für Solar-Installation in den vier großen Volkswirtschaften, wirkt die Aussicht auf eine überdurchschnittliche Entwicklung zunächst gering. Zum einen könnte das Scheitern Chinas, den Inlandsverbrauch angesichts der Deflationsspirale wiederzubeleben, den Anfang vom Ende für die überdurchschnittliche wirtschaftliche Entwicklung des Reichs der Mitte einläuten. 2024 war China für 46% des weltweiten Zubaus an Solaranlagen verantwortlich. Auch das stagnierende oder nur marginale Wachstum von Solaranlagen in Europa, Indien und den USA lässt wenig Gutes erwarten.

*BloombergNEF expects the solar sector to have another record-breaking year in 2025 and grow by 17% to reach 698 gigawatts of new installations. Yet, growth is slowing down.*
**Youro Tan**

Dennoch ist es erwähnenswert, dass diesem sich verlangsamenden Wachstum ein Rekordausbau von neuen Solaranlagen mit 599 GW vorausgeht. Außerdem bedeutet dies nicht, dass die weltweite Solarkapazität geschrumpft ist oder kurz vor dem Rückgang steht. Vielmehr bedeutet es einfach, dass das Wachstum in Zukunft geringer sein wird, **laut Bloomberg soll die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für neue Solaranlagen von 2025 bis 2035 3,6% betragen und damit positiv sein.**

**Ausbau der globalen Solarkapazität, in GW, 2015–2035e**



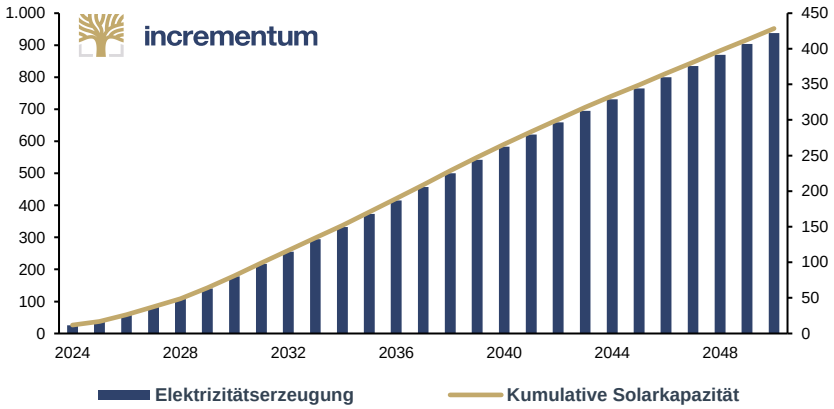

Quelle: BloombergNEF, Incrementum AG

*You are the sunshine of my life / That's why I'll always be around.*
**Stevie Wonder**

Die Solarnachfrage nach Silber dürfte daher weiter wachsen. Die rekordtiefen Preisen für Solarmodule bieten den Schwellenländern einen Anreiz, sich von der alten Energie abzuwenden. **Darüber hinaus wird der schnell wachsende Marktanteil von TopCon-Solarmodulen die Silbernachfrage stärken.**

Aus Untersuchungen von BloombergNEF geht hervor, dass die Preise für Solarmodule von 0,25 USD/W im Jahr 2022 auf ein Allzeittief von 0,10 USD/W im Februar 2025 gefallen sind, was die Markteintrittsbarriere für Solarenergie weiter senkt und selbst bei bislang zögernden Energiekonzernen Interesse hervorrufen dürfte. So wollen die Golfstaaten bis 2050 52% des Stroms in der Region durch Solarenergie erzeugen, was einen Ausbau der Solaranlagen um mehr als 400 GW erfordert.

**Golfstaaten: Elektrizitätserzeugung (lhs), in TWh, und kumulative Solarkapazität (rhs), in GW, 2024–2050**




Quelle: Financial Times, Rystad Energy, Incrementum AG

*The perfect recipe (for solar) exists here in the UAE. The cost would be comparable, if not cheaper, than conventional gas for the first time.*
**Mazin Khan**

Als Teil dieser Umstellung wollen die VAE eine 5-GW-Solaranlage um 6 Mrd. USD errichten, die durch Batteriespeicher von mehr als 19 GWh unterstützt wird. Unter Berufung auf die fortlaufend sinkenden Kosten für PV-Anlagen berichtet die Financial Times, dass es sich dabei um das größte jemals in Angriff genommene Projekt dieser Art handelt, das sogar größer ist als jener Solarpark in Indien, der sich über eine Fläche von der fünffachen Größe von Paris erstreckt. Eine Million Haushalte können so mit Solarstrom versorgt werden.

**Im *In Gold We Trust*-Report „Das neue Gold-Playbook" haben wir darauf hingewiesen, dass TopCon-Solarmodule 20–40 mg mehr Silber pro Modul benötigen als die Vorgängergeneration PERC.**[77] Seitdem wurde der Silbergehalt pro TopCon-Panel um 10–15 mg auf 130–135 mg nach oben korrigiert. Gleichzeitig stieg der Anteil von TopCon-Panelen am chinesischen PV-Markt von 23% im Jahr 2023 auf 60% bis Ende 2024. Es wird erwartet, dass dieser rasante Anstieg 2029, wenn TopCon einen Weltmarktanteil von 84% erreicht haben dürfte, zu einer Monopolstellung führen wird.[78]

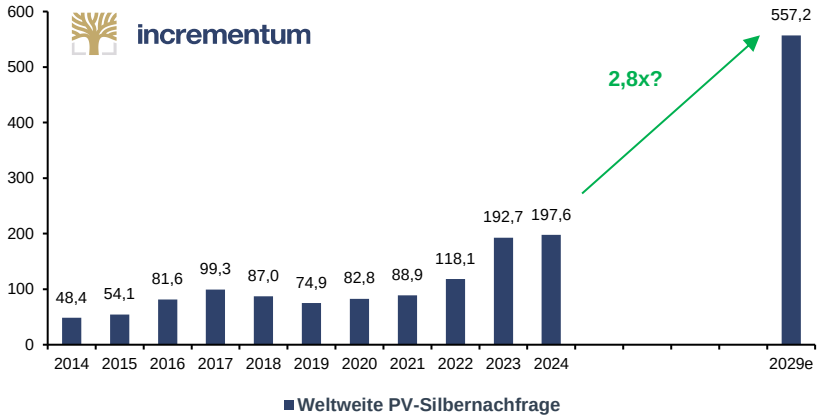
*Solar is the 800-pound gorilla of silver demand.*
**Peter Krauth**

Zum Vergleich: Eine Aufteilung von 60:40 zwischen TopCon und PERC würde 2025 laut Heraeus eine Silbernachfrage von 171,8 Moz ergeben. Wenn also der Marktanteil von TopCon bis 2029 auf 84% ansteigt und der weltweite Zubau von

[77] Siehe „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?", In Gold We Trust-Report 2024
[78] Heraeus: Precious Appraisal, No. 10, 10. März 2025

Solaranlagen bis zum selben Jahr die Prognosen von Bloomberg NEF von 827 GW erreicht, dann könnte die jährliche Nachfrage nach Silber in der Solarbranche in vier Jahren auf 557,2 Moz und damit auf mehr als das Doppelte im Jahr 2024 steigen.

**Weltweite PV-Silbernachfrage, in Moz, 2014–2029e**




Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Wir stellen zwar fest, dass die Solarnachfrage stets unterschätzt wurde, doch es gibt auch Szenarien, in denen die oben genannten Zahlen zu hoch angesetzt wären. Das könnte eintreten, wenn die Silberpreise so weit steigen, dass sich die Verwendung von Silber in Solarmodulen nicht mehr rechnet.

*Silver has been money for thousands of years. Copper has not. That's not just a historical footnote — it's an economic distinction.*
**Rick Rule**

**Die derzeit praktikabelste Alternative für Solarmodule ohne Silber ist eine kupferbasierte Technologie, die von einem Joint Venture zwischen dem australischen Start-up-Unternehmen SunDrive Solar und Chinas zweitgrößtem Hersteller von Solarmodulen, Trina, vorangetrieben wird.** Von SunDrive, das vom ehemaligen australischen Premierminister Michael Turnbull und dem milliardenschweren Investor Mike Cannon-Brookes unterstützt wird, wird behauptet, dass die Kosten für installierte Solarzellen dank der Verwendung von Kupfer anstelle von Silber um 20–30 % niedriger liegen als bei anderen hocheffizienten Paneelen.

**Trotzdem neigt das kommerziell bislang nicht erprobte Kupfer dazu, bei hohen Temperaturen in das Silizium zu diffundieren, was die Effizienz der Solarzellen langfristig beeinträchtigt.** Außerdem oxidiert Kupfer schneller als Silber, was die Leitfähigkeit deutlich verringert, wenn keine teuren Schutzschichten aufgetragen werden. Solarzellen auf Silberbasis weisen dagegen eine bessere Leitfähigkeit und Korrosionsbeständigkeit auf. Nicht zuletzt haben sich Solarmodule auf Silberbasis bewährt, denn sie weisen seit über 25 Jahren nachweislich nur minimale Leistungseinbußen auf.

*In business, I look for economic castles protected by unbreachable 'moats'.*
**Warren Buffett**

**Es wäre aber viel zu früh, den Kollaps der Solarnachfrage nach Silber zu verkünden.** So setzt das chinesische Solarunternehmen Trina auf neue Solartechnologien auf Silberbasis wie HJT. HJT wurde im Jänner 2025 vom *Fraunhofer CalLab* mit einem Weltrekordwirkungsgrad von 25,44% zertifiziert und enthält 200–220 mg Silber pro Paneel, wobei der Silbergehalt von HJT 1,5–2 mal so hoch ist wie der von TopCon. **Aus diesen Gründen gehen wir davon**

**aus, dass Silber bis auf weiteres der Goldstandard für Solaranlagen bleiben wird.**

## Festkörperbatterien: Der solare Nachfolger von Silber?

*I see you like silver rails across an endless plain /*
*I will be here waiting /*
*Waiting in the wings.*
**Diana Ross**

Für den unwahrscheinlichen Fall, dass die Solarnachfrage nach Silber in den kommenden Jahren zurückgeht, stehen neue Technologien auf Silberbasis in den Startlöchern, die als langfristige Silberpreiskatalysatoren dienen können. Die überzeugendsten Innovationen gehören derzeit zu den Segmenten der Silbernachfrage in der Automobilindustrie und der Energieerzeugung. Vor allem Samsungs neuartige Festkörperbatterie weist eine wesentlich höhere Energiedichte auf als die führenden Lithium-Ionen-Batterien und enthält die 10- bis 20-fache Silbermenge.

| | Samsung Solid State Batterie (SSB) | CATL Shenxing Plus Batterie | BYD Blade Batterie 2.0 |
|---|---|---|---|
| **Batteriechemie** | Silber-Kohle, Nickel-Mangan-Kobalt (NMC) | Lithium-Eisen-Phosphat (LFP) | Lithium-Eisen-Phosphat (LFP) |
| **Energiedichte (Watt-Stunden/kg)** | 500 (Nasdaq) | 210 (CATL-Website) | 210 (Auto-Medienportal China) |
| **Maximale Reichweite bei vollem Tank (km)** | 965 (Nasdaq) | 1000 (CATL-Website) | 1000 (Auto News China) |
| **Ladezeit für vollen Tank (Minuten)** | 9 (Nasdaq) | 16 (CATL-Website) | 7,5 (Auto News China) |
| **Geschätzter Silbergehalt (in Gramm)** | 500 - 1000 (Kevin Bambrough) | 25 - 50 (IGWT23, S. 273) | 25 - 50 (IGWT23, S. 273) |
| **Geschätzter Silberbedarf bei 20% der weltweiten jährlichen Autoproduktion* (Moz)** | 257 - 514 (abgeleitet von Nasdaq) | 13 - 26 (abgeleitet aus IGWT23, Nasdaq) | 13 - 26 (abgeleitet aus IGWT23, Nasdaq) |

*16.000.000 Einheiten im Jahr 2024 nach Angaben der Nasdaq.

**Zum Vergleich: CATL und BYD sind die beiden größten Batteriehersteller der Welt, die dank ihrer Spitzentechnologien einen Anteil von 50% am Weltmarkt haben.** Trotzdem sind die bisher fortschrittlichsten Lithium-Ionen-Batterien der Unternehmen im Vergleich zu Samsungs SSB in Bezug auf die Energiedichte schwach, was durch die Aussage des leitenden Wissenschaftlers von CATL belegt wird, wonach die natürliche Obergrenze von Flüssig-Lithium-Batterien bei 350 Wh/g liegen könnte – etwa 30% niedriger als die Energiedichte von Samsungs SSB.

*The stone age did not end for lack of stone, and the oil age will end long before the world runs out of oil.*
**Scheich Ahmed Zaki Yamani**

Auch *Qilin NMC*, die fortschrittlichste nickelbasierte Batterie von CATL, verwendet eine Nickel-Mangan-Kobalt-Kathode, die 255 Wh/kg erreicht und damit mit der Energiedichte der 4680 Nickel-Kobalt-Aluminium-Batterie konkurriert, die im Cyber Truck von Tesla verwendet wird. **Andererseits kann Samsungs SSB eine vergleichbare Energieleistung bei halbem Gewicht und Volumen erbringen.** Darüber hinaus ebnet die Verwendung von Silber in Samsungs SSB den Weg für eine deutliche Verbesserung der Sicherheit und Langlebigkeit:

> *„An all-solid-state battery with a lithium metal anode is a strong candidate for surpassing conventional lithium-ion battery capabilities. Undesirable lithium dendrite growth and low Coulombic efficiency impede their practical application. A high-performance all-solid-state lithium metal battery with a sulfide electrolyte is enabled by an Ag–C composite anode with no excess Li.*

> *The thin Ag–C layer can effectively regulate Li deposition, which leads to a genuinely long electrochemical cyclability.“*

Um genau zu sein, enthält Samsungs SSB eine Silber-Kohlenstoff-Anode (Ag-C), einen Sulfid-Feststoff-Elektrolyten und kein überschüssiges Lithium. Jede der schätzungsweise 200 Ag-C-Schichten im Akkupack benötigt bis zu 5 Gramm Silber, was zusammen 1 kg ergibt. Das Vorhandensein von Silber und das Fehlen eines entflammbaren flüssigen Elektrolyts machen die SSB von Natur aus sicherer als Lithium-Ionen-Batterien. Die Regulierung der Lithiumablagerung durch die Ag-C-Schicht trägt dazu bei, dass die Lebensdauer der Batterie bis zu 20 Jahre beträgt.

*Customers want long ranges, short charging times, and overall price tags comparable to those for combustion cars. If electric cars can in fact be mass-produced with solid-state batteries, they would meet all these criteria.*
**Porsche Consulting**

Genau aus diesen Gründen hat Samsung eine Vereinbarung mit Toyota getroffen, um 2027 mit der Massenproduktion seiner SSB zu beginnen, wobei Lexus-Fahrzeuge zu den ersten gehören sollen, die die neue Technologie nützen. In der Folge schalteten alle namhaften Batteriehersteller langsam und leise einen Gang höher – weg von einer Vision, die ausschließlich von der LFP- und NCM-Forschung dominiert wird, hin zu einer Zukunft, die von *Porsche Consulting* als „The Race for Solid State Batteries“ bezeichnet wird. Wie Olivier Delaire, außerordentlicher Professor für Maschinenbau und Materialwissenschaften an der Duke University, es ausdrückt:

> *„All the electric vehicle manufacturers are trying to move to new solid-state battery designs, but none of them are disclosing which composition they're going for. Winning that race would be a game-changer, because cars could charge faster, last longer, and be safer at the same time.“*

Natürlich ist Substitution im Automobilsektor weit verbreitet, und Innovationen können die Marktdynamik in kürzester Zeit verändern. Toyota beispielsweise nutzt mehr als 1000 Patente und die Ergebnisse von 15 Jahren Forschung und Entwicklung, um einen relativ sparsamen SSB auf Sulfidbasis zu entwickeln. Dabei strebt das Unternehmen eine Reichweite von 1.200 km, eine Ladezeit von 10 Minuten und eine Massenproduktion bis 2027 an. Letzteres wird durch die Pläne des japanischen Unternehmens *Idemitsu Kosan* unterstützt, das Lithiumsulfid für Toyotas SSBs zu liefern.

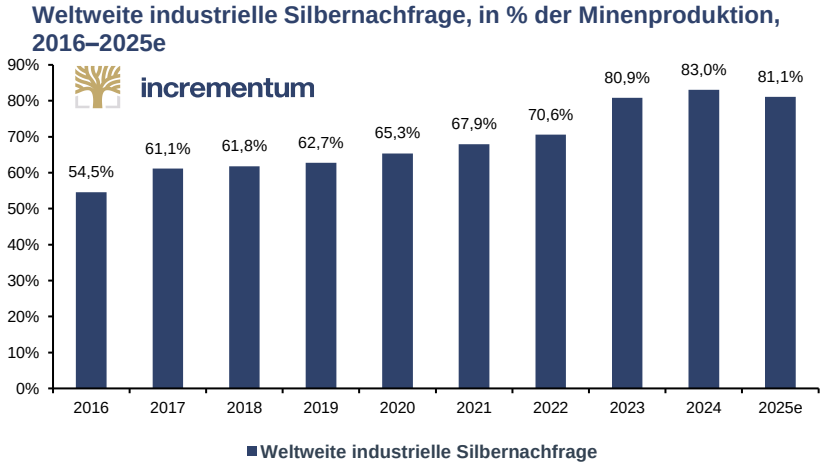
*When you borrow a man's car, always return it with a tank of gas.*
**Charlie Munger**

Ungeachtet dessen – und der neuartigen Bemühungen des von Volkswagen unterstützten Unternehmens *QuantumScape*, eine Lithium-Metall-SSB mit einem keramischen Separator zu entwickeln – werden die Kosten der wichtigste Faktor dafür sein, ob die SSB von Samsung massenhaft angenommen wird. Bislang gehen optimistische akademische Studien davon aus, dass SSB bis 2028 einen Preis von 140 USD/kWh erreichen könnten. Im Gegensatz dazu schätzt Goldman Sachs, dass 94% der Batterien bis 2028 auf LFP- oder Nickelbasis sein werden, wodurch der durchschnittliche Preis für Nicht-SSB-Batterien auf 72 USD/kWh fallen wird.

*Silver has intrinsic energy value. With so many uses and a relatively small storage fee vs contained value, it makes sense as a store of wealth.*
**Kevin Bambrough**

**Infolgedessen scheint es, dass SSB auf das High-End-EV-Segment beschränkt sein werden, zumindest so lange, bis Skaleneffekte zum Tragen kommen und die Produktionskosten sinken.** Diese Schwelle wird erreicht, wenn die Hersteller über genügend Flexibilität verfügen, um ihre LFP-Innovationszyklen zu überwinden.

**Bis es so weit ist, ist der Silberverbrauch von SSBs noch ungewiss.** Angesichts der metallurgischen Vielseitigkeit, die die Dominanz von Silber in der Solar- und Fototechnik hervorgerufen hat, wird das Metall jedoch zweifellos florieren, wenn sich die weltweite Nachfrage nach Batterien zwischen 2023 und 2030 vervierfacht. Ob dies auf Elektrofahrzeuge oder die Energieerzeugung zurückzuführen ist, die jährlich 88 Moz Silber verbraucht, ist derzeit unklar. Klar ist jedoch, dass die Aussichten für die industrielle Nachfrage nach Silber so gut sind wie eh und je.




Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

## Von der Nachfrage des Militärs und sicheren Häfen: Eine unvorhergesehene Silver Bullet?

*As the first major step towards a new European Defence community, it must be an absolute priority to strengthen Europe as quickly as possible so that we actually achieve independence from the US.*
**Friedrich Merz**

Die militärische Nachfrage von Silber, die untrennbar mit der industriellen Nachfrage verbunden ist, aber aufgrund seines streng geheimen Charakters häufiger aus den Analysen des Silbermarktes ausgeklammert wird, ist der nächste Silberpreiskatalysator, der eine nähere Betrachtung verdient, da wir uns derzeit in einem Umfeld verstärkter geopolitischer Fragmentierung befinden – einem Umfeld, das neuerdings durch eine noch nie da gewesene Kluft zwischen den USA und der EU gekennzeichnet ist. Darauf wies erst vor kurzem der französische Präsident Emmanuel Macron in einer Rede hin:

> *„I want to believe that the United States will stand with us, but we must be ready if that's not the case. […] the European nations must be able to better defend themselves and to deter any new aggression. […] Europe's future cannot be decided in Washington or Moscow. And yes, the threat is back in the East, and the innocence, as it were, of the last 30 years, since the fall of the Berlin Wall, is now a thing of the past."*

Macrons Äußerungen, die möglicherweise den Beginn eines Phänomens markieren, das wir als *De-Westernization* bezeichnet haben,[79] sind nicht nur ein Vorbote des möglichen Endes der G7 und der NATO, sondern werden auch von rekordverdächtigen Steigerungen der Militärausgaben in der gesamten EU flankiert. Dazu gehört vor kurzem die Umsetzung der Strategie *Re-Arm Europe/Readiness 2030* der Europäischen Kommission. Mit der im März vorgestellten Strategie sollen über einen Zeitraum von vier Jahren kolossale 800 Mrd. EUR zur Finanzierung der europäischen "Verteidigungsbereitschaft" mobilisiert werden.

*One development to watch is the recently agreed government expenditure package in Germany and the broader rise in defense expenditure.*
**Silver Institute**

Die Relevanz für Silber liegt in erster Linie in seiner historischen Rolle als „Kriegsmetall“, eine Bezeichnung, die es aufgrund seiner Verwendung in Tomahawk-Raketen sowie in Batterien auf Silberoxidbasis für Antriebs- und Leitsysteme verdient. Aus den Archiven des US-Kongresses geht hervor, dass die USA 1942 auf dem Höhepunkt des Zweiten Weltkriegs 100 Moz Silber verbrauchten. Das *War Production Board* wurde sogar mit der Aussage zitiert, dass im Jahr 1943 200 Moz Silber benötigt würden, so H. W. Boynton am 14. Oktober 1942:

> *„The present consumption of silver for war purposes is at the rate of about 100 Moz a year and is growing rapidly. According to the War Production Board, it is only a matter of months before war demands will have sufficiently increased to require at least 200 Moz a year. Thus, if the estimate is correct, the demand for war purposes alone will next year exceed the total of available foreign and domestic production, which combined is about 175 Moz.“*

*Some men just want to watch the world burn. Others – buy silver.*
**Grey Rabbit Finance**

**Zugegeben, wir befinden uns derzeit nicht in einem Szenario des 3. Weltkriegs. Daher ist eine militärische Silbernachfrage von 100 Moz im Jahr 2025 weit hergeholt.** Dennoch sehen wir angesichts der geplanten Steigerung der Verteidigungsausgaben der EU und der eskalierenden Spannungen zwischen den USA und China einen Anstieg der militärischen Nachfrage nach Silber. Silber ist jedenfalls ein Gewinner im Kriegsfall.

### Auswirkungen geopolitischer Ereignisse auf die Silber- und Goldpreise

| Geopolitisches Ereignis | Datum der Ereignisse | Silber (% bis zum Höchstwert)* | Gold (% bis zum Höchstwert)* |
|---|---|---|---|
| Geiselnahme im Iran / Russland marschiert in Afghanistan ein | 08/1979–05/1980 | 395 | 100 |
| Falklandinselnkrieg | 03/1982–05/1982 | 9 | 16 |
| Irak marschiert in Kuwait ein | 07/1990–09/1990 | 15 | 17 |
| USA bombardieren den Irak (Golfkrieg) | 11/1990–02/1991 | 13 | 11 |
| 9/11 | 09/2001 | 11 | 7 |
| Irakkrieg | 10/2002–04/2003 | 14 | 21 |
| Terroranschläge in Madrid | 03/2004–04/2004 | 17 | 7 |
| Russland marschiert auf der Krim ein | 01/2014–03/2014 | 11 | 13 |
| Raketenkrise in Nordkorea | 07/2017–12/2017 | 14 | 10 |
| Spannungen im Iran und Angriff auf saudische Ölanlagen | 06/2019–12/2019 | 25 | 12 |
| Russland marschiert in die Ukraine ein | 05/2022–02/2024 | 17 | 13 |
| Hamas greift Israel an | 10/2023–11/2023 | 18 | 10 |

Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG
(% bis zum Höchststand) misst die prozentuale Preisveränderung vom Trend vor dem Ereignis bis zum Höchststand des geopolitischen Anstiegs

[79] Siehe Kapitel „Dollar-Milkshake trifft auf Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung“ in diesem In Gold We Trust-Report

# THERE'S NO SUBSTITUTE FOR **SILVER.**

Striving to Become the World's Largest Primary Silver Producer.

**firstmajestic**.com

FIRST MAJESTIC
SILVER CORP.

## Silber ETPs: Ein Impuls für die indische Investmentnachfrage

*India is not just a rising power, it has already risen.*
**Barack Obama**

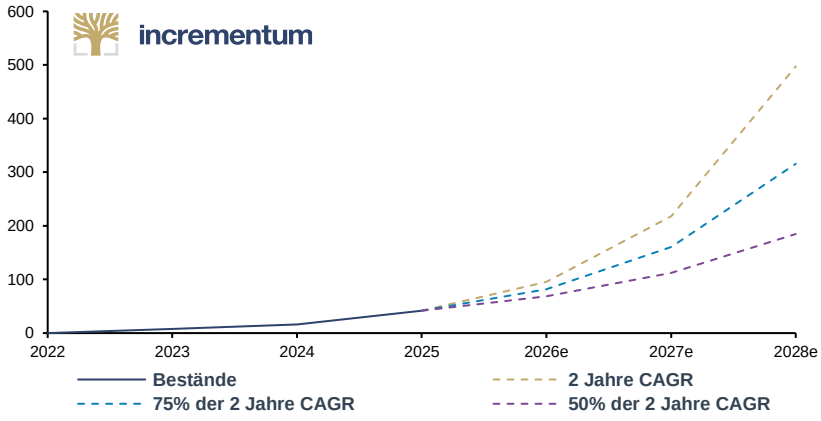
Wenn man sich von der industriellen Nachfrage wegbewegt und sich kulturell bedingten Faktoren zuwendet, ist Indien mit rund 1,45 Mrd. Einwohnern jenes Land, das für die künftige Entwicklung des Silberpreises von besonderer Bedeutung ist. Dies zeigt sich daran, dass Indien 2024 225 Moz Silber importierte, was der Silbernachfrage der Solarindustrie entspricht. Damit haben sich die indischen Silberimporte im Jahresvergleich verdoppelt.

*Rock on, gold dust woman. Take your silver spoon.*
**Fleetwood Mac**

**Wie bei Gold entfällt der Löwenanteil der Nachfrage auf Schmuck und Silberwaren.** Dieser Trend verstärkte sich im Jahr 2024, als Indien für etwa 42,1% oder 87,9 Moz der Gesamtnachfrage nach Silberschmuck sowie für 67% oder 36,8 Moz der Gesamtnachfrage nach Silberwaren verantwortlich war. Damit war Indien übrigens der wichtigste Grund für den Anstieg der Silberschmuckproduktion um 3% im Jahr 2024. Diese Entwicklung wurde durch die Senkung der Einfuhrzölle auf Silber begünstigt, welche die indische Gesamtnachfrage auf 208,7 Moz ansteigen ließ.

Ungeachtet dessen und ungeachtet der Tatsache, dass viele Analysten davon ausgingen, dass steigende Preise indische Anleger dazu bewegen würden, ihre umfangreichen Silberbestände zu liquidieren, stellte Metals Focus fest, dass die Verkäufe nicht ins Gewicht fielen, selbst als der Silberpreis die psychologisch wichtige Marke von INR 100.000 überschritt. Gleichzeitig hat sich eine indische Silbernachfragekategorie herauskristallisiert, um eine etwaige Schwäche der Nachfrage nach Silberwaren und Schmuck auszugleichen. **Die indischen Silber-ETPs sind auf dem besten Weg, bis 2027 ein Volumen von über 200 Moz zu erreichen.**

Indische Silber-ETP-Bestände, in Moz, 2022–2028e




Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

Genauer gesagt stiegen die indischen Silber-ETPs 2024 auf ein Rekordhoch von 38,6 Moz und trugen dazu bei, dass die weltweiten Nettoinvestitionen in Silber-ETPs im Jahr 2024 auf 61,6 Moz anstiegen. Bemerkenswert ist, dass dieser Anstieg eine deutliche Veränderung gegenüber dem beträchtlichen Abfluss von 117,4 Moz im Jahr 2022 darstellte und zum zweitgrößten Gesamtsilbermarktsaldo (einschließlich ETPs) seit 2008 von -210,5 Moz im Jahr 2024 beitrug. **Indien**

**kann somit als Impulsgeber für die Wiederbelebung der Nachfrage nach Silberinvestitionen angesehen werden.**

*We tend to associate India with gold, but Indians also have a love affair with silver.*
**Mike Maharrey**

Dies mag zwar überraschen, aber es ist erwähnenswert, dass indische Investoren in den letzten 10 Jahren über 17.000 t (546 Moz) Silber in Barren und Münzen angesammelt haben. Die einzige Veränderung seither war die zunehmende Digitalisierung von Silberinvestitionen über ETPs, was als eine erstaunliche Bestätigung des Status von Silber als Währungsmetall angesehen werden kann. Silber-ETPs entsprachen 2024 40% der indischen Retailinvestment, verglichen mit nur 5% bei Gold-ETPs.

Nach Angaben des Silver Institutes können als Hauptgründe für den Boom der indischen Silber-ETPs das gestiegene Finanzbewusstsein, die im Vergleich zu physischem Silber günstigere Liquidität und die positiven Preiserwartungen angesichts der drastischen Unterbewertung von Silber gegenüber Gold angeführt werden. In diesem Sinne sollte uns der starke Anstieg der indischen Handelskonten in den letzten fünf Jahren nicht überraschen. Die Anzahl der Konten stieg von 41 Mio. im März 2020 auf 185 Mio. bis Ende 2024, wobei allein 2023 und 2024 77 Mio. Konten eröffnet wurden.

*Considering India's appetite for silver investment, we expect ETPs to continue attracting inflows in the coming years, driving India's share in the global ETP market beyond the current 4%.*
**Silver Institute**

Darüber hinaus trugen technologische Innovationen dazu bei, dass die *physischen* Silberinvestitionen Indiens 2024 um 21% auf 59,8 Moz stiegen, da die Verkäufe von Silber- (und Gold-) Münzen auf Q-Commerce-Plattformen im Vergleich zu 2023 um das 14-fache zunahmen. Gleichzeitig stieg 2024 der Umsatz an der International Bullion Exchange (IIBX) auf 36,2 Moz, was 16% der gesamten indischen Importe entspricht. **Natürlich sind die Aussichten für die indische Silbernachfrage über das Jahr 2025 hinaus robust, da ein kulturell verwurzelter Vermögenswert auf eine digitalisierte jüngere Generation trifft.**

## Silber als Absicherung gegen Inflation: Eine türkische Fallstudie

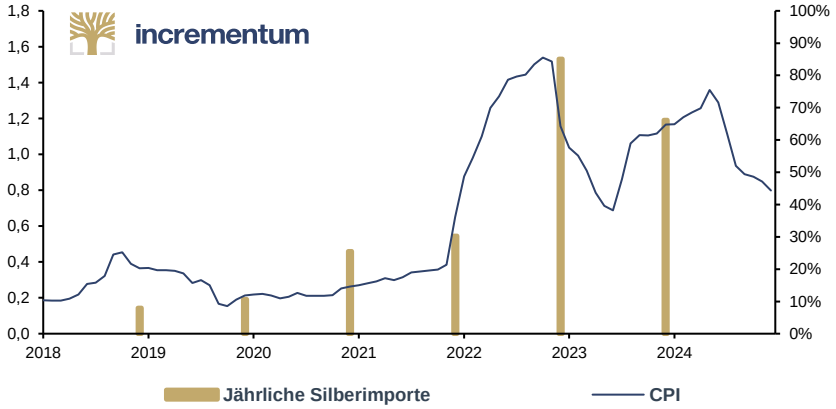
*I don't care about the daily moves in silver. In my view, we are about to see the monetary side of silver as we tend to see throughout history.*
**Tavi Costa**

**Im Gegensatz zu Indien zeigte der Westen 2024 eine Abneigung gegen physische Silberinvestitionen, da die Nachfrage nach Münzen und Barren im Jahresvergleich um 22% auf ein Fünfjahrestief von 190,9 Moz einbrach.** Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr um 20% in Europa (-5,3 Moz) und um unglaubliche 46% in den USA (-55,8 Moz) lässt sich auf die stark gestiegenen Lebenshaltungskosten und die beschränkte Nachfrage nach sicheren Anlagen zurückführen. Damit liegt diese Kategorie 44% unter dem Höchststand von 338,3 Moz im Jahr 2022. Dennoch wird erwartet, dass die Nachfrage 2025 um 7% auf 204,4 Moz ansteigen wird.

Als Katalysator für diesen Aufschwung hat die Inflation in der Vergangenheit in bestimmten Fällen die Geldnachfrage nach Silber angekurbelt, wenn auch in geringerem Maße als bei Gold. Vor kurzem war dieser Zusammenhang in der Türkei zu beobachten, wo die Inflation in 18 aufeinanderfolgenden Monaten von 16% im Mai 2021 auf einen Höchststand von 85% im Oktober 2022 anstieg. In

weiterer Folge stiegen die türkischen Silberimporte stark an, als Reaktion auf die anhaltend sehr hohe Inflation weit im doppelstelligen Bereich.

**Türkei: Jährliche Silberimporte (lhs), in Mrd. USD, and CPI (rhs), 01/2018–12/2024**




Quelle: World Integrated Trade Solution, LSEG, Incrementum AG

*Silver will regain monetary status. As the world begins to hoard silver once again, the price will climb to unbelievable levels.*
**Kevin Bambrough**

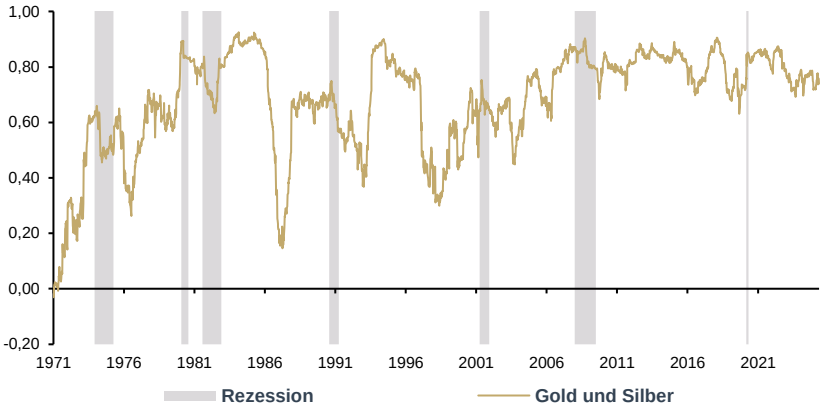
Natürlich lassen sich die türkischen Verhaltensmuster nicht unbedingt auf US-Investoren übertragen, die sich in den letzten Jahren für Gold als Geldmetall ihrer Wahl entschieden haben, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass das verfügbare Einkommen in den USA 4,4-mal höher ist als jenes der Türkei. Nichtsdestotrotz beweist die obige Fallstudie, dass Silber als Geldmetall fungieren kann, was durch den *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook" unterstrichen wird, in dem wir die durchschnittliche Rendite von 332% für Silber während der Zinssenkungszyklen der Federal Reserve nach 2000 anführen.[80]

Darüber hinaus kann man sich für die kommenden Jahre einen perfekten Sturm für die Nachfrage nach Silberinvestitionen vorstellen, der durch den Rückenwind von Zinssenkungen und Inflation beflügelt wird. Zum einen scheint der Widerstand von Jerome Powell, die Zinsen aus Angst vor einer Rezession nicht zu senken, unter dem Druck von Präsident Trump zu bröckeln. Zweitens werden Trumps Zölle grundsätzlich inflationär sein, was einen noch schwächeren US-Dollar erforderlich macht, da sonst die US-Exporte weltweit nicht mehr wettbewerbsfähig sein werden.

**Vor diesem Hintergrund ist es wichtig zu wissen, dass Trumps Zölle eine Rezession in den USA auslösen könnten, was sich negativ auf Silber auswirken würde. Das zeigt unser *Incrementum Rezessionsphasenmodell* aus dem *In Gold We* Trust-Report 2023 „Showdown".**[81] Wichtig ist, dass dies eintreten könnte, wenn Powell die „Empfehlungen" von Trump ignoriert und die Zinsen nicht senkt. Trotzdem bleibt Silber durch den großen Bruder Gold in Form einer Korrelation von 0,77 seit 1999 geschützt, was das Rezessionsrisiko von Silber abmildern sollte, sofern die Preisführerschaft von Gold anhält.

[80] Siehe „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?", In Gold We Trust-Report 2024
[81] Siehe „Der geldpolitische Showdown", In Gold We Trust-Report 2023

**Wöchentliche 1-Jahres-Korrelation von Gold und Silber, 01/1971–04/2025**




Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

## Angebotsengpässe bei Silber

*You prepare all year for crunch time. That's when legacies are made.*
**Tom Brady**

**Nachdem die wichtigsten Treiber der Silbernachfrage hinreichend behandelt wurden, konzentrieren wir uns nun auf das Silberangebot, das 2024 um rund 2% oder 17,3 Moz auf insgesamt 1.015,1 Moz zulegte.** Trotz dieses steigenden Angebots – und des gleichzeitigen Rückgangs der gesamten Silbernachfrage um 3% auf 1.164,1 Moz – verzeichnete Silber 2024 immer noch ein Angebotsdefizit von 148,9 Moz, ohne ETPs. Das war das vierte Jahr in Folge mit einem Angebotsdefizit, wodurch sich das kumulierte Defizit seit 2021 auf beachtliche 678 Moz erhöht.

7 Moz der Angebotsausweitung sind auf die Silberminenproduktion zurückzuführen, die um 1% auf 819,7 Moz anstieg. Nach Angaben des Silver Institutes ist diese Veränderung in erster Linie auf die Wiederaufnahme der vollen Produktion in Newmonts Penasquito-Mine zurückzuführen, die die mexikanische Produktion fast im Alleingang um 3,8 Moz erhöhte. Andernorts trug die führende Rolle der australischen Blei-/Zinkminen dazu bei, die Silberproduktion des Landes um 6,2 Moz zu steigern und damit den Rückgang um 17% (-8,8 Moz) in Chile auszugleichen.

*Recycling is like brushing your teeth — a little inconvenient, but you'll regret it if you don't.*
**David Suzuki**

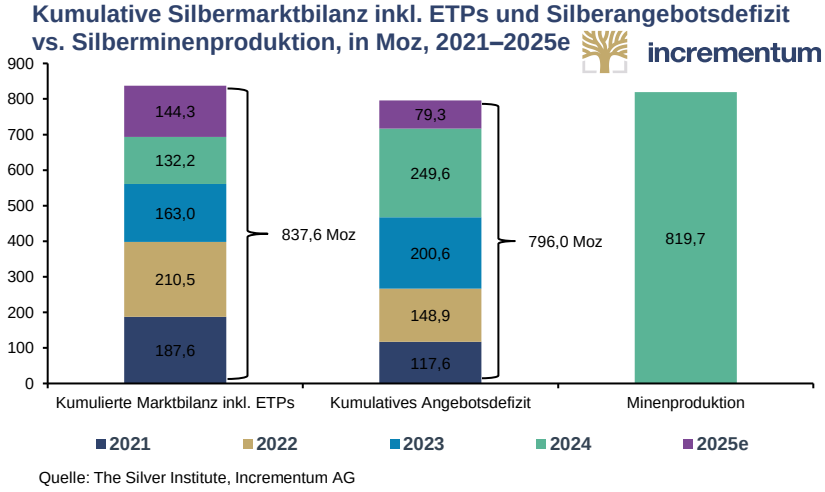
Während 2024 die Produktion aus primären Silberminen gegenüber dem Vorjahr um 2% zurückging, erhöhte sich das Recycling im vergangenen Jahr um 6% oder 10,4 Moz auf 193,9 Moz. Dies ist vor allem auf Ethylenoxid-Katalysatoren zurückzuführen, die das industrielle Recycling um 5% yoy oder 4,8 Moz ansteigen ließen. Nicht zuletzt legte auch das Recycling von Silberwaren zur Deckung der stark gestiegenen Lebenshaltungskosten um 11% oder 2,5 Moz zu.

**2025 dürfte das Silberrecycling bei etwa 193,2 Moz stagnieren, was auf den strukturellen Rückgang von fotografischem Schrott und die erschöpften Silberwarenbestände im Westen zurückzuführen ist. Die Silberminenproduktion wird dagegen voraussichtlich um 2% gegenüber dem Vorjahr auf 835,0 Moz ansteigen**, da das Terronera-Projekt

von Endeavour Silver in Betrieb genommen und die Minen von Penoles nach betrieblichen Problemen im Jahr 2024 wieder die volle Produktion erreichen wird. Auch die chilenische Produktion, angeführt von CODELCO und La Coipa von Kinross, dürfte zulegen.

*Deficits are like putting a bandage on a bullet wound — it looks like a fix, but the damage keeps bleeding through.*
**Ross Perot**

Alles in allem wird für 2025 ein Anstieg des gesamten Silberangebots um 2% auf 1.030,6 Moz prognostiziert, dem eine geringfügig niedrigere Gesamtnachfrage von 1.148,3 Moz gegenüberstehen wird. Insgesamt werden diese Entwicklungen 2025 zu einem Defizit von 117,6 Moz Silber führen. **Dies wäre das fünfte Jahr in Folge mit einem kumulativen Angebotsdefizit von dann insgesamt 796 Moz. Das entspricht der weltweiten Silberminenproduktion eines Jahres.**



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Im Übrigen stellt das Silver Institute fest: „We cannot expect much of a solution to this deficit position from mine production as this is expected to peak in 2026 and then to fall as several mines start to reach their end-of-life." Daher muss das Recycling den Staffelstab übernehmen und dazu beitragen, die Lücke der künftigen Minenproduktion zu schließen. Darüber hinaus verweist das Silver Institute auf die Notwendigkeit höherer Preise, um das Wachstum des indischen Schmuck- und Silberwarenrecyclings zu stimulieren.

*Anemic supply growth along with robust demand. Where will future supply come from?*
**Peter Krauth**

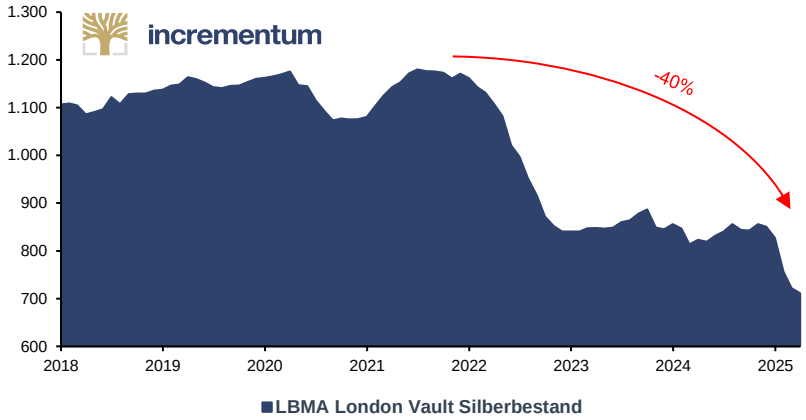
In diesem Sinne muss das Silberangebot aus anderen Quellen als der Minenproduktion und dem Recycling stammen, wenn deutlich höhere Silberpreise langfristig verhindert werden sollen. Abgesehen von einem unvorhergesehenen Rückgang der Silbernachfrage sind die oberirdischen Lagerbestände der einzige Faktor, der das Silberangebotsdefizit ausgleichen könnte. Nach Angaben des Silver Institutes sind diese Bestände nicht nur unkorreliert mit dem Silberpreis, sondern bei fast jedem denkbaren Silberpreis praktisch uneinbringlich:

> *„The World Silver Survey data on supply/demand for the 1960–2023 period, and, specifically, that on supply from Above-Ground stocks supports the conclusion that the bulk of the 57 Boz of historical silver mine production through to 2023 has either been truly "lost" or is practically irrecoverable at almost any conceivable silver price… There is no correlation between the overall level of Above-Ground stocks and the silver price."*

*There has been apprehension that liquidity on London's physical market has fallen as traders have shipped silver to the US in anticipation of trade restrictions.*
**Bank of America**

**Vor diesem Hintergrund sind die Silberbestände an den Börsen der transparenteste Indikator dafür, ob sich der Silbermarkt wirklich in einer Angebotskrise befindet.** Merkwürdigerweise wurden diese Bestände Anfang des Jahres Gegenstand einer transatlantischen Arbitragemöglichkeit, die durch die Ängste der Händler angesichts der Zollpolitik von Präsident Trump ausgelöst wurde. Dies führte zu einem erheblichen Anstieg der EFP-Prämien und ließ die LBMA-Silberbestände auf 711 Moz und damit auf den niedrigsten Stand seit Beginn der Veröffentlichung schwinden.

**LBMA London Vault Silberbestand, in Moz, 01/2018–03/2025**




Quelle: LBMA, Incrementum AG

*Markets are sleepwalking into a silver squeeze. Trump's threat of universal tariffs is accelerating the timeline to depletion in the LBMA's free floating stockpile.*
**Daniel Ghali, TD Securities**

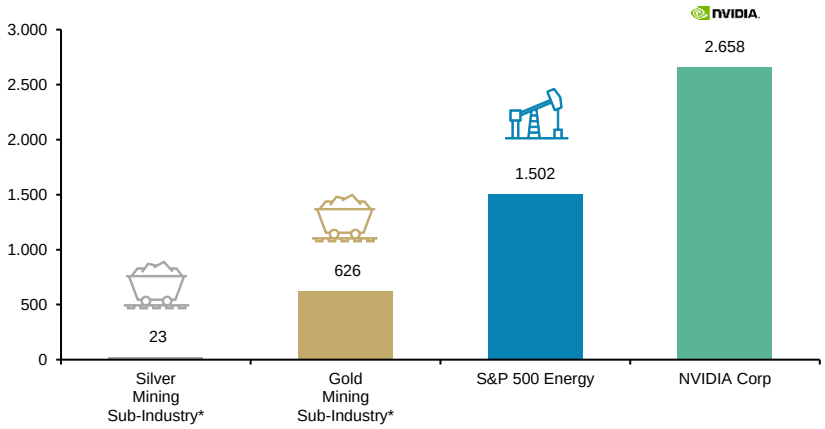
Zugegebenermaßen gelangte ein Teil dieses LBMA-Silbers an die COMEX, wo die Silberbestände im April bei 496 Moz lagen, rund 100 Moz höher als beim vorherigen Höchststand im Jänner 2021 Nichtsdestotrotz floss seither Silber im Umfang von schätzungsweise 531 Moz von der LBMA und der SFE ab. Laut Daniel Ghali von TD Securities wird das tägliche Handelsvolumen der LBMA nicht mehr durch Streubesitz gedeckt, denn 520 Moz der insgesamt 711 Moz an Silberbeständen der LBMA sind in ETPs gebunden.

*It wouldn't surprise me to see a 2.5% allocation in my portfolio become 20% of my net worth.*
**Rick Rule** (Über Silberaktien)

**Kurz gesagt bedeutet dies, dass viele gemeldete Silberbestände nicht zur Auslieferung verfügbar sind, was den Silbermarkt anfällig für übermäßige Käufe durch „Wale" macht.** So enthüllte im April der milliardenschwere Tech-Gründer von Entrata, David Bateman, dass er in den vergangenen sechs Monaten fast 1 Mrd. USD in Edelmetalle investiert hatte. Erstaunlicherweise gehörte dazu auch der Kauf von 12,69 Moz Silber, was etwa 1,5% des weltweiten Jahresangebots entspricht.

Vor dem Hintergrund des sehr hohen Fördervolumens und des stagnierenden Recyclings wäre es daher nicht verwunderlich, wenn andere dem Beispiel folgen und sich physisches Silber sichern. Ob es sich nun um einen Buffett- oder Bateman-ähnlichen „Wal", die kollektive Mittelschicht Indiens oder einen notorisch entschlossenen SLV-Aktionär handelt, der im Auftrag eines Industrieunternehmens handelt: Silber ist es herzlich egal, durch welche Käufer der Preis in die Höhe lizitiert wird. Das gilt auch für die relativ kleine Silberminenindustrie, die sicherlich von diesen Zuflüssen profitieren wird, selbst wenn nur ein Bruchteil der Generalisten und institutionellen Anleger davon Notiz nimmt.

**Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 04/2024**



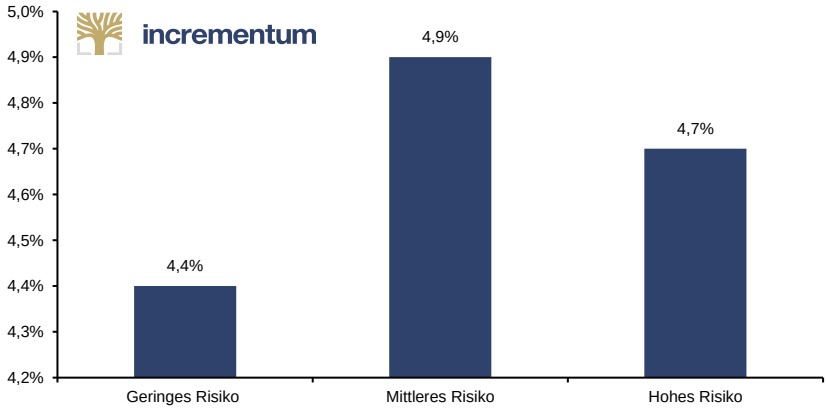

Quelle: LSEG, Incrementum AG
*GICS classification (Global Industry Classification Standard)

## Fazit: Vorbehalte und Hoffnungsschimmer

*The silver market is valued at roughly USD 30bn, whilst approximately USD 7trn sits in money market funds. If less than 0.5% of these funds – USD 35bn– moved into silver, it would be enough to absorb the entire market.*
**David Morgan**

Nach der Betrachtung der Angebots-Nachfrage-Dynamik von Silber und seiner relativen Unterbewertung im Vergleich zu Gold halten wir es für notwendig, einen weiteren Punkt anzusprechen: das Ausmaß der historischen *Unterallokation von Silber*. Untersuchungen der CPM Group deuten darauf hin, dass der Prozentsatz des weltweiten Vermögens, der in Silber angelegt ist, in den letzten zehn Jahren im Durchschnitt 0,03% betrug, verglichen mit über 0,06% im Jahr 2011. Eine Studie von Oxford Economics aus dem Jahr 2022 errechnete jedoch, dass die optimale Gewichtung von Silber bei 4,4–4,9% liegt.

**Optimale Silberallokation**




Quelle: Oxford Economics, Incrementum AG

*Make new friends, but keep the old. One is silver, the other is gold.*
**Joseph Parry**

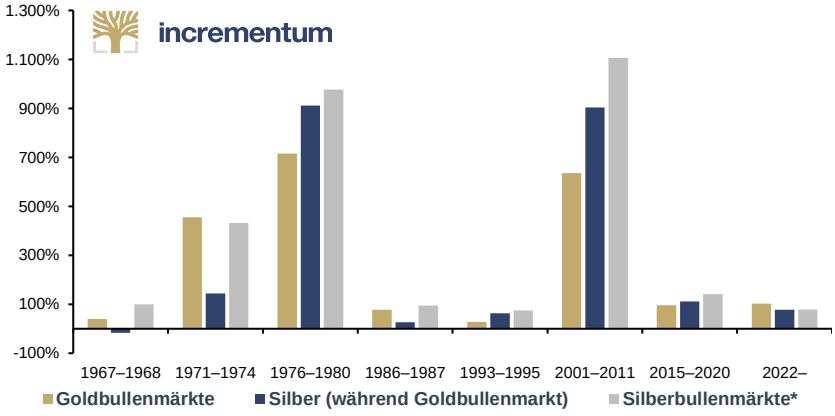
Kurz gesagt bedeutet dies, dass selbst beim Höchststand des globalen Vermögensanteils im Jahr 2011 die prozentuale Gewichtung von Silber von 0,06% um das 73-fache erhöht werden müsste, um eine optimale Silberallokation für *risikoarme* Portfolios zu gewährleisten. Und für die Allokation in den letzten zehn Jahren von 0,03% müsste der Silberanteil um das 163-fache zulegen.

**Das soll nicht heißen, dass wir erwarten, dass ~5% des weltweiten Vermögens plötzlich in Silber fließen werden.** Vielmehr muss davon ausgegangen werden, dass Silber als Anlageform einen kompletten „Fehlstart“ erleben könnte, insbesondere wenn die Marktteilnehmer weiterhin auf die Markttiefe und die Tradition von Gold als Diversifikator setzen, während sie Silber aufgrund seiner geringeren Marktgröße und seiner industriellen Eigenschaften meiden. Dies könnte der Grund für den Rückgang der Nachfrage nach US-Silbermünzen und -barren um 46% gegenüber 2023 gewesen sein.

*Wenn Sie kein Silber besitzen, kennen Sie weder Geschichte noch Wirtschaft.*
**Peter Krauth**

**Trotzdem stellt die Bank of America fest, dass „moving just 1% of global reserve assets into silver would be equivalent to 5 years' worth of silver supply“.** Und wenn etwa 1% der gesamten Weltbevölkerung 10 Unzen Silber kaufen würde, wäre die jährliche Silberproduktion vollständig aufgebraucht. Darüber hinaus wird das wahre Ausmaß der Outperformance von Silber davon abhängen, inwieweit es in der Lage ist, seine Aufgabe als High-Beta-Strategie gegenüber Gold zu erfüllen. Wichtig ist, dass der Goldpreis seine Rolle in diesem historischen Präzedenzfall bereits erfüllt hat, indem er seit Jahresbeginn um 32% gestiegen ist. Jetzt ist es jedoch höchste Zeit, dass das *Performance-Gold* ins Rampenlicht tritt.

**Entwicklung von Gold und Silber während Bullenmärkten, 1967–04/2025**




Quelle: CPM Group, LSEG, Incrementum AG
*Tief- bis Höchststand während der Goldbullenmärkte

CERRO DE
PASCO
RESOURCES
CERRO DE PASCO RESOURCES
Strategisch positioniert, um das Potenzial der weltweit
größten oberirdischen Metallressource zu erschließen.
TSXV: CDPR | OTC: GPPRF | FRA: N8HP
WWW.PASCORESOURCES.COM

# Ein monetärer Wendepunkt: Bitcoins Aufstieg zur strategischen Reservewährung

*From this day on, America will follow the rule that every Bitcoiner knows very well: Never sell your Bitcoin.*

**Donald J. Trump**

- **Die Einführung einer strategischen Bitcoin-Reserve in den Vereinigten Staaten markiert ein historisches Ereignis und signalisiert, dass die Regierung der größten Volkswirtschaft der Welt Bitcoin offiziell als monetäres Asset anerkennt. Eine Neubewertung der von der Bundesregierung gehaltenen, bei der Federal Reserve verwahrten Goldzertifikate könnte den budgetneutralen Erwerb zusätzlicher Bitcoin ermöglichen.**
- **Die Bitcoin-Adoption durch Nationalstaaten beschleunigt sich. Aktuell werden etwa 2,5% aller Bitcoins von Staaten gehalten. Das zunehmende Interesse staatlicher und staatsnaher Akteure könnte eine reflexive Dynamik auslösen, da Länder verstärkt um eine strategische Positionierung konkurrieren.**
- **Neben den zunehmenden Bitcoin-Aktivitäten staatlicher Akteure beschleunigt sich auch das Engagement aus dem privatwirtschaftlichen Bereich.**
- **Durch strukturierte Instrumente wie Wandelanleihen oder unbefristete Vorzugsaktien erschließen Bitcoin-Treasury-Unternehmen neue Kapitalmarktsegmente. Oft als Leverage-Play missverstanden, zielt das Geschäftsmodell darauf ab, Mehrwert durch Risiko- und Strukturtransformation zu schaffen. In ausgeprägten Bärenmärkten bergen solche Modelle jedoch asymmetrisch höhere Risiken als ein direktes Bitcoin-Exposure.**
- **Während sich das globale Währungssystem im Wandel befindet, wird Bitcoin zunehmend als ergänzende, alternative Reservewährung neben Gold wahrgenommen. Sollten sich die aktuellen Makrotrends fortsetzen, liegt eine Verzehnfachung des Bitcoin-Preises bis 2030 im Bereich des Möglichen.**

**Es ist immer wieder faszinierend, zu sehen, was in der Welt von Bitcoin in nur einem Jahr passieren kann.** Das Tempo des Wandels ist unerbittlich, Narrative entwickeln sich, und was einst radikal erschien, kann schnell zum Konsens werden. Lassen Sie uns ohne Umschweife direkt das zentrale Thema aufgreifen: **die strategische Bitcoin-Reserve**.

*It's not Bitcoin that needs Trump – it's Trump that needs Bitcoin. Never mistake who holds the real power.*
**Jeff Park**

**Vergangenes Jahr haben wir mit „Freebitcoin/Freegold" ein Gedankenexperiment vorgestellt, in dem wir ein System skizzierten, in dem Bitcoin und Gold zur Rekapitalisierung eines überschuldeten Fiat-Systems eingesetzt werden.** Konkret schrieben wir: „Eine schnell aufwertende Reservewährung wie Bitcoin kann zu einer schnelleren Rekapitalisierung des überschuldeten Systems beitragen." Wer hätte gedacht, dass wir nur 12 Monate später erleben würden, wie unser Gedanke Wirklichkeit wird?

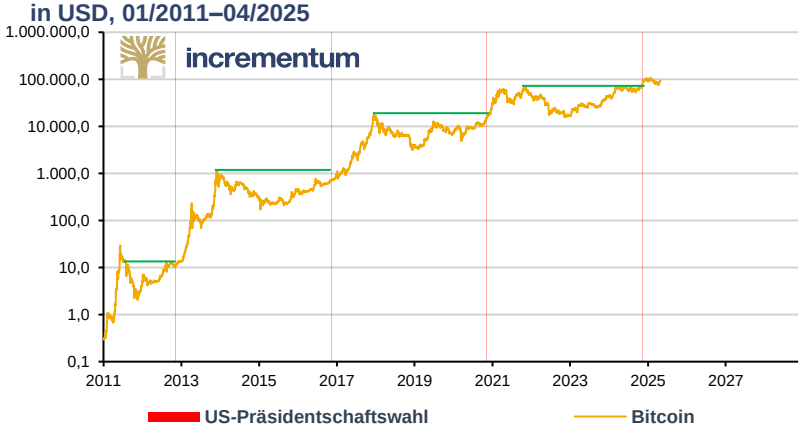
Präsident Trump mit David Sacks und Bo Hines; Quelle: Wikimedia

*I am not a fan of Bitcoin and other Cryptocurrencies, which are not money, and whose value is highly volatile and based on thin air.*
**Donald Trump, Juli 2019.**

**Aber lassen Sie uns zunächst ein paar Schritte zurückgehen und betrachten, wie sich die aktuelle Situation entwickelt hat.** Im Jahr 2023 machten die Präsidentschaftskandidaten Robert F. Kennedy Jr., Ron DeSantis und Vivek Ramaswamy Schlagzeilen wegen ihrer öffentlichen Unterstützung von Bitcoin. Zum ersten Mal bestand eine geringe Chance, dass die Bürger der USA einen Pro-Bitcoin-Präsidenten wählen würden. Auf der anderen Seite hatte sich Donald Trump in der Vergangenheit ausdrücklich negativ über Bitcoin geäußert und zu diesem Zeitpunkt seine Haltung noch nicht geändert.

**Mitte 2024, während des Wahlkampfs für eine zweite Amtszeit, hatte sich Trumps Haltung jedoch deutlich gewandelt.** Im Juli 2024 war er der erste Präsidentschaftskandidat, der digitale Vermögenswerte als Wahlkampfspenden akzeptierte und Pläne ankündigte, im Falle seiner Wiederwahl eine strategische *Bitcoin-Reserve* einzurichten. Diese Änderung stand im Einklang mit der breiteren Annahme einer Pro-Kryptopolitik durch die Republikanische Partei zur gleichen Zeit.

**Bitcoin-Preisentwicklung nach US-Präsidentschaftswahlen (log), in USD, 01/2011–04/2025**



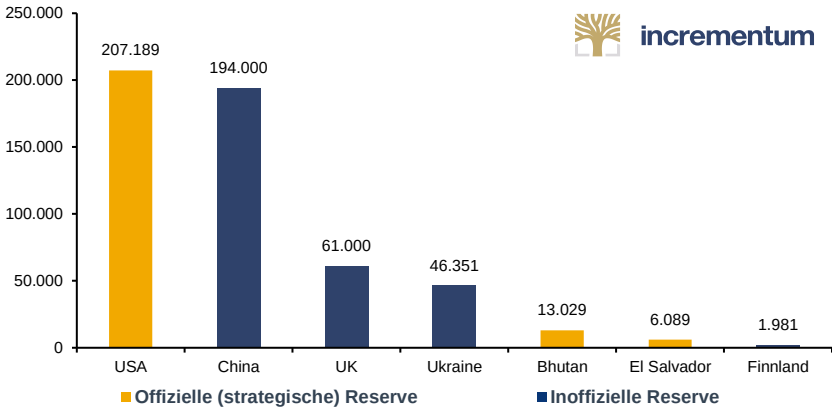

Quelle: blockchain.com, LSEG, Incrementum AG

*A Strategic Bitcoin Reserve could strengthen our national financial security and embrace the future of currency.*
**Senatorin Cynthia Lummis**

Seit seiner Wahl zum 47. Präsidenten der USA hat Donald Trump wichtige Versprechen an Bitcoin-Enthusiasten eingehalten, darunter die Begnadigung des *Silk Road*-Gründers Ross Ulbricht, der eine doppelte lebenslange Haftstrafe in einem US-Gefängnis verbüßte. Trumps größtes Versprechen war die Schaffung einer strategischen Bitcoin-Reserve, die der Präsident im März durch eine Durchführungsverordnung einrichtete.

**Jetzt schaltet die Spieltheorie in einen höheren Gang.** Nachdem die USA Bitcoin offiziell als strategische Reservewährung anerkannt haben, werden andere Nationen voraussichtlich nicht untätig bleiben. Der Wettlauf um die staatliche Akkumulation des knappsten digitalen Vermögenswertes der Welt hat vermutlich gerade erst begonnen. In einer Welt zunehmender geopolitischer Spannungen und sinkenden Vertrauens in die Kreditwürdigkeit von Staaten entwickelt sich Bitcoin nicht nur zu einem Wertaufbewahrungsmittel, sondern auch zu einem Instrument der monetären Positionierung und der staatlichen Einflussnahme.

**Bitcoin-Bestände von Regierungen, in Bitcoin, 03/2025**



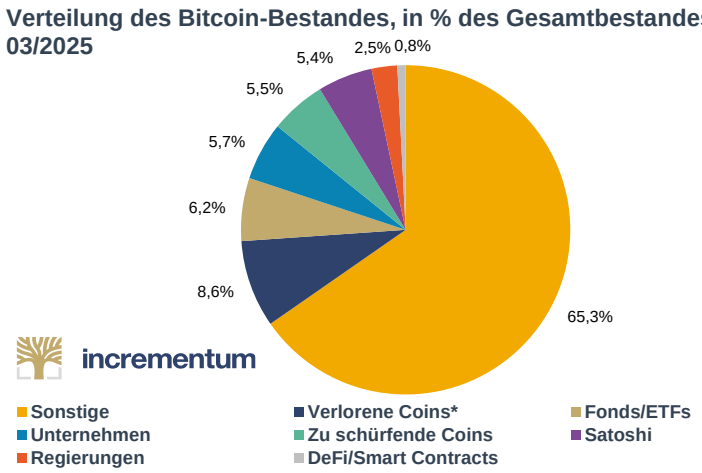

Quelle: Bitbo, Incrementum AG

*The fact that there are only going to be 21 million Bitcoins is a big damn deal.*
**Senator Ted Cruz**

**Es ist erwähnenswert, dass laut öffentlichen Aufzeichnungen die USA bereits die meisten Bitcoins von allen souveränen Staaten besitzen, nämlich 207.189 BTC und damit fast 1% des gesamten jemals verfügbaren Bitcoin-Bestandes.** China liegt mit 194.000 knapp dahinter. Auch Bhutan, El Salvador, Finnland und vermutlich Georgien besitzen Bitcoin.

Deutschland stand auf der Liste, verkaufte aber 50.000 Bitcoins zu einem unglücklichen Zeitpunkt, im Juli 2024, für etwa 57.600 USD pro Bitcoin. Weiters kaufen und schürfen El Salvador und Bhutan offiziell Bitcoin, während die anderen Länder (bisher) in den Besitz von Bitcoin gelangen, indem sie diese von natürlichen und juristischen Personen im Rahmen von zivil- und strafrechtlichen Ermittlungen beschlagnahmten. **Aber auch über Staatsfonds beteiligten sich Staaten an Bitcoin. Der *Mubadala-Fonds* von Abu Dhabi erwarb laut einer 13-F-Einreichung vom Februar 2025 Bitcoin-Spot-ETF-Anteile von BlackRock im Wert von 460 Mio. USD.**

**Insgesamt ist die Menge an im staatlichen Eigentum befindlichen Bitcoins wahrscheinlich größer als die öffentlich zugänglichen Zahlen.** Zum heutigen Zeitpunkt besitzen Regierungen offiziell etwa 2,5% der gesamten im Umlauf befindlichen Bitcoins.




Quelle: Bitbo, Chainalysis, Incrementum AG
*Schätzungen von Fortune und Chainalysis

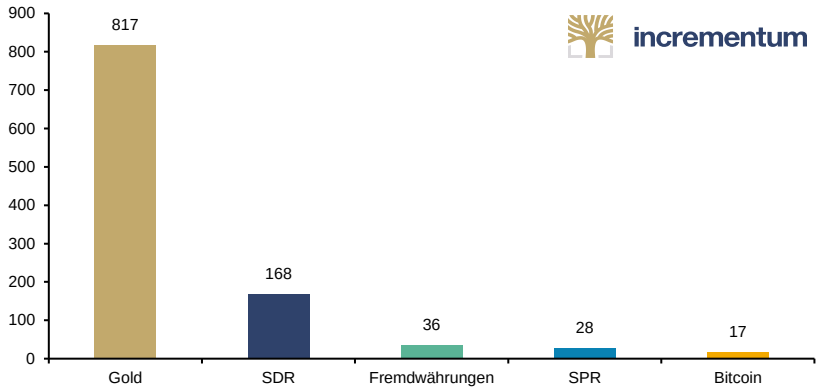
## Fort Nakamoto? Eine nationale Bitcoin-Reserve in den Vereinigten Staaten

*The reason that we structured the SBR like we did is because Bitcoin is different. It's unique. It's a commodity, not a security. It has the immaculate conception, meaning that there is no issuer, it has intrinsic stored value.*
**Bo Hines**

**Mit der *Executive Order* von Präsident Trump zur Schaffung einer strategischen Bitcoin-Reserve (SBR) haben die USA Bitcoin offiziell als strategische Reservewährung anerkannt.** Die *Executive Order* unterscheidet klar zwischen Bitcoin und Altcoins, indem sie die SBR speziell für Bitcoin und ein separates *Digital-Asset-Stockpile* für Altcoins einrichtet. Die Anlagen des letzteren dürfen verkauft werden. Im Gegensatz zum Altcoin-Stockpile verbietet die *Executive Order* den USA, Bitcoins, die in der SBR hinterlegt sind, zu verkaufen. Die *Executive Order* zentralisiert auch den Besitz und die Verwaltung von Bitcoins und Altcoins in Bezug auf die Bestände Washingtons.

Am interessantesten ist jedoch, dass die *Executive Order* sowohl den Finanz- als auch den Handelsminister ermächtigt „to develop budget-neutral strategies for acquiring additional Bitcoin, provided that those strategies impose no incremental costs on American taxpayers".

**Strategische Reserven der USA, in Mrd. USD, 03/2025**




Quelle: US-Finanzministerium, Bitbo, LSEG, Incrementum AG

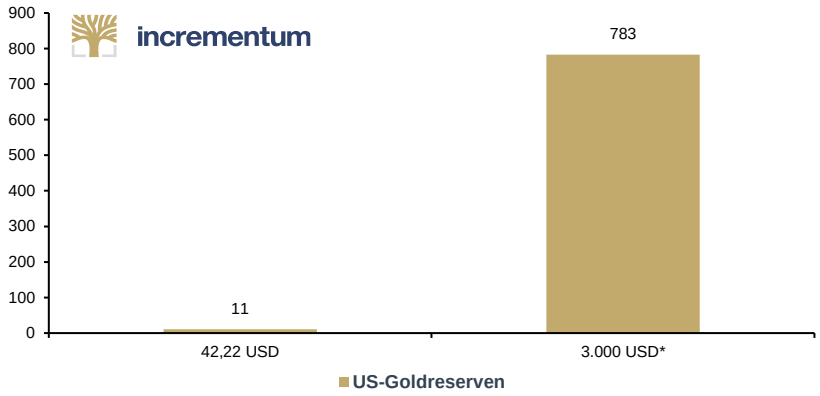
*At some point I think capital flow is going to see Bitcoin for what it is which is a neutral reserve asset linked to energy, uncontrollable by any government and I think it'll start siphoning some flows off from Nasdaq as America continues to say, 'Listen, you want to invest in some factories here? Great, otherwise, get out.*
**Luke Gromen**

**Es wurden mehrere Ansätze für den Aufbau einer nationalen Bitcoin-Reserve ohne direkte Marktkäufe vorgeschlagen.** Die am leichtesten zu erreichende Lösung ist die Aufbewahrung von Bitcoins, die im Rahmen von Strafverfolgungsmaßnahmen beschlagnahmt wurden. Im Laufe der Jahre haben die Behörden über 200.000 Bitcoins beschlagnahmt. Präsident Trumps Verordnung macht die Praxis der Vorgängerregierung, beschlagnahmte Bitcoins zu verkaufen, rückgängig. Sie weist die Behörden an, beschlagnahmte Bitcoins direkt an das US-Finanzministerium zu überweisen.

**Ein interessanter Ansatz zur Finanzierung der strategischen Bitcoin-Reserve, ohne die Steuerzahler direkt zu belasten, besteht darin, die deutlich unterbewerteten Goldreserven des Finanzministeriums zu nutzen.** Anstatt die Goldreserven der USA physisch zu verkaufen, könnte das Finanzministerium seine 261,5 Mio. Unzen (8.133 t) Gold vom veralteten gesetzlichen Preis von 42,22 USD pro Unze auf den aktuellen Marktpreis aufwerten. Eine Aufwertung auf einen Preis von 3.000 USD würde zum Beispiel knapp 800 Mrd. USD an stiller Reserve freisetzen. Der Mechanismus für die Neubewertung ist etabliert und einfach zu handhaben. Nach dem *Gold Reserve Act* kann das Finanzministerium „issue gold certificates against other gold held in the Treasury" zu einem vom Finanzminister festgelegten Wert. Das Finanzministerium würde diese Zertifikate dann bei der Federal Reserve hinterlegen und das entsprechende US-Dollar-Guthaben dem Konto des Ministeriums gutschreiben.[82]

[82] Siehe das Kapitel "Dollar-Millshake trifft auf Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Wirtschaftsordnung" in diesem In Gold We Trust-Report

**US-Goldreserven, bewertet mit 42,22 USD vs. 3.000 USD* pro Feinunze, in Mrd. USD**




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*Bei diesem Wert handelt es sich um eine reine Beispielsrechnung, die lediglich der Veranschaulichung dient.

*Bitcoin has moved beyond the experimentation phase. We're now into the implementation era.*
**Mark E. Jeftovic**

**Ein Teil dieser Mittel ließe sich für den Erwerb von Bitcoin nutzen – aufkommensneutral und ohne zusätzliche steuerliche Belastung.** Die Senatorin von Wyoming, Cynthia Lummis, schlug vor, solche Aufwertungsgewinne zur Finanzierung der strategischen Bitcoin-Reserve zu verwenden. In einem CNBC-Interview im November 2024 sagte die Senatorin:

> *"We have reserves at our 12 Federal Reserve banks, including gold certificates that could be converted to current fair market value. They're held at their 1970s value on the books. And then sell them into Bitcoin, that way we wouldn't have to use any new dollars to establish this reserve."*

*Bitcoin isn't going to replace the dollar anytime soon... it will, however, one purchase at a time, continue to replace real estate, cash, and even government bonds as a superior long-term store of value in portfolios worldwide.*
**Nik Bhatia**

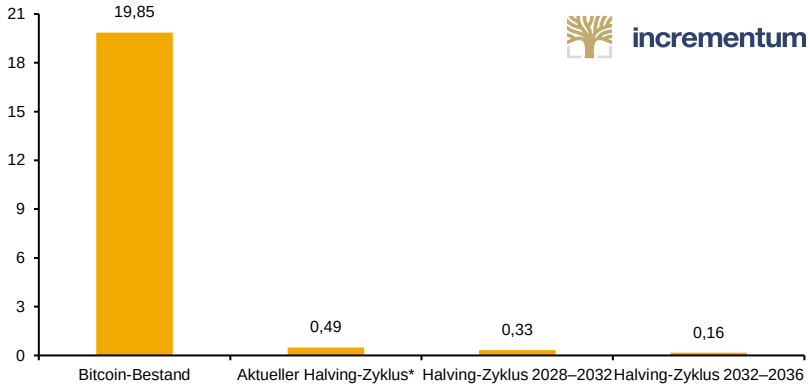
**Ein eher unorthodoxer Ansatz bestünde darin, bestimmte Steuern, Gebühren oder Zölle direkt in Bitcoin zu erheben.** Heute zahlen Importeure Milliarden an Zöllen, und die Trump-Administration ist sehr daran interessiert, die durch Zölle generierten Einnahmen weiter zu erhöhen. Ein Teil dieser Zahlungen könnte in Bitcoin überwiesen werden, wodurch ein stetiger Strom von Bitcoin in die Bundeskasse fließen würde, ohne dass Käufe auf dem freien Markt erforderlich wären. Diese Strategie hat historische Präzedenzfälle. Im 19. Jahrhundert mussten Zölle und Abgaben auf Importe in Gold oder Silber bezahlt werden, was zum Aufbau der Edelmetallreserven der USA beitrug.

**Ein weiterer möglicher Mechanismus ist die Nutzung des Exchange Stabilization Funds (ESF), der traditionell Devisengeschäfte, Gold und andere Finanzinstrumente für das Finanzministerium verwaltet.** Bitcoin-denominierte Schulden könnten theoretisch in den Zuständigkeitsbereich des ESF fallen. Das Finanzministerium könnte Schuldtitel kaufen, die bei Fälligkeit in Bitcoin zurückgezahlt werden.

**Über den ESF hinaus könnten die USA nach dem Beispiel Bhutans, das Wasserkraft für den Abbau von Bitcoin nutzt, möglicherweise groß angelegte Bergbaubetriebe in energiereichen Regionen wie Texas errichten oder mit ihnen zusammenarbeiten.** Dies erfordert zwar eine anfängliche Kapitalinvestition, aber die Rentabilität könnte die Kosten überwiegen und die Auswirkungen auf den Gesamthaushalt verringern. Allerdings ist die Menge an Bitcoin, die über den Mining-Prozess noch verfügbar ist, begrenzt. Zum

jetzigen Zeitpunkt ist es nicht mehr möglich, auf diesem Weg eine signifikante Reserve anzulegen.

**Aktueller Bitcoin-Bestand und Neuemission während der Halving-Phasen, 04/2025**




Quelle: Blockpit, Incrementum AG
*Bereinigt um die bereits geschürften Coins von 04/2024–04/2025.

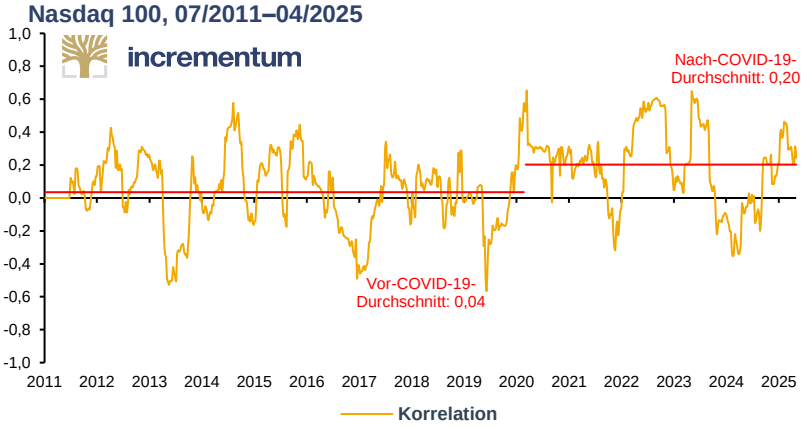
*The US Strategic Bitcoin Reserve announcement is a 'holy sh*t' moment for the rest of the world, realizing they're late and don't have enough Bitcoin.*
**Tether-CEO Paolo Ardoino**

**Aus geopolitischer Perspektive könnte die US-Bitcoin-Reserve eine Handlungskette in Gang setzen, die in der Spieltheorie als *reflexive Dynamik* beschrieben wird – unter Bitcoinern besser bekannt als FOMO.** Die Sorge anderer Nationen, eine strategische Chance zu versäumen oder den Anschluss zu verlieren, könnte sie dazu veranlassen, eigene formelle Ankaufprogramme zu starten. El Salvador, das erste Land der Welt mit einer offiziellen Bitcoin-Strategie, war relativ unbedeutend, aber der Schritt der USA signalisiert, dass Bitcoin jetzt ein ernsthafter strategischer Vermögenswert auf der globalen Bühne in der neuen Geopolitik der Ressourcen ist.

*Bitcoin has matured into a risk-off asset in certain contexts, demonstrating resilience during market downturns.*
**Robert Mitchnick**

**Die Entwicklung von Bitcoin zu einer staatlichen Reservewährung könnte auch sein Marktverhalten verändern und seine Kursbewegungen möglicherweise von den traditionellen Tech-Aktien abkoppeln.** In der jüngeren Vergangenheit war die Preisdynamik von Bitcoin positiv mit jener des Nasdaq korreliert und verhielt sich im Allgemeinen wie ein *Risk-on*-Vermögenswert.

**Wöchentliche rollierende 6-Monats-Korrelation von Bitcoin und Nasdaq 100, 07/2011–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Es könnte nun eine neue Marktdynamik entstehen, wenn weitere Staaten den USA folgen und ihrerseits strategische Bitcoin-Reserven**

**anlegen**. Mit den Nationalstaaten betritt eine neue Klasse von Eigentümern das Marktgeschehen, die in der Regel über einen längeren Zeithorizont verfügt und – im Gegensatz zu oft kurzfristig orientierten Investoren – strategisch motiviert agiert. Dies könnte dazu beitragen, die Korrelation von Bitcoin mit (Tech-)Aktien weiter zu verringern. Der Preisfindungsmechanismus könnte sich verändern, wenn diese staatlichen Akteure eine dauerhafte Grundnachfrage unabhängig von den traditionellen Marktzyklen schaffen.

*Bitcoin is a hedge against the whole world falling apart.*
**Peter Thiel**

Dies würde ein neues Kapitel in der Marktreife von Bitcoin darstellen – von der Spekulation im Privatkundenbereich über die Übernahme durch institutionelle Anleger bis hin zum staatlichen Reserve-Asset – und könnte die Bewertung von Bitcoin grundlegend verändern, da Investoren die Rolle von Bitcoin als neutrales, nichtstaatliches Reserve-Asset in einer zunehmend multipolaren Welt anerkennen müssen.

## Fünfzig Bitcoin-Experimente: Reserve-Initiativen der US-Bundesstaaten

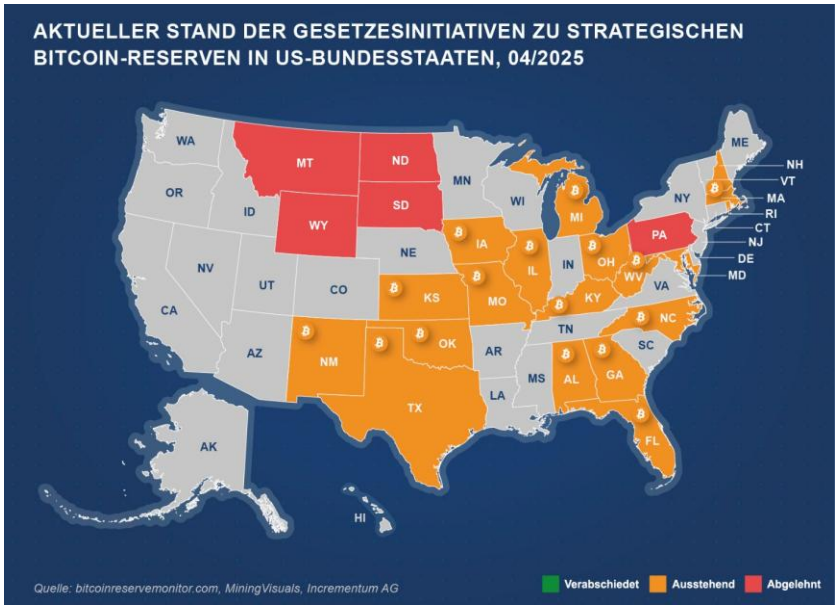
*Ironically, the State's best response to Bitcoin and Bitcoin-inspired private monies is to meet the demands of the techno-Austrians and reform itself.*
**Nic Carter**

**Eine wachsende Zahl von Entscheidungsträgern in den Vereinigten Staaten auf Ebene der Bundesstaaten beschäftigt sich ebenfalls mit der Idee einer *State Bitcoin Reserve* (SBR). Ziel dieser Initiativen ist es, Bitcoin als strategische Reservekomponente in die Finanzpolitik einzelner Bundesstaaten zu integrieren.** Die Dynamik für Reserven und andere Bitcoin-freundliche Politiken hat sich auf Ebene der US-Bundesstaaten beschleunigt, insbesondere in Staaten wie Arizona und Utah, die Gesetze zum Kauf und zur Aufbewahrung von Bitcoin in bundesstaatlichen Finanzministerien vorantreiben. Einige Vorschläge erstrecken sich auf Pensionskassen, andere auf die Veranlagung öffentlicher Gelder. Derzeit befinden sich die meisten Gesetzesentwürfe noch im Anfangsstadium. Der allgemeine Trend zeigt jedoch, dass Bitcoin als ein Vermögenswert angesehen wird, der die Bilanz eines Bundesstaates stärken könnte.

*What I'm proposing in Florida is a Bitcoin reserve, not just a crypto reserve. Cryptos [are] a lot of different currencies in a basket. Bitcoin has proven to be a holder of value over the long term.*
**US-Abgeordneter Byron Donalds**

**Bei diesen Initiativen auf bundesstaatlicher Ebene haben sich mehrere gemeinsame Themen herauskristallisiert.** Erstens verweisen fast alle Gesetzesentwürfe auf die Fähigkeit von Bitcoin zu langfristiger Wertsteigerung als Puffer gegen Inflation oder makroökonomischen Stress. Zweitens sehen viele dieser Vorschläge vor, mit 1 bis 10% der bestehenden Reservefonds einen bescheidenen Prozentsatz für Bitcoin bereitzustellen, um die aktuelle Investitionspolitik nicht zu stören. Drittens betonen die Gesetzgeber die Notwendigkeit von Verwahrungsregelungen und regulatorischer Aufsicht, auch wenn die konkreten Umsetzungsdetails variieren.

Bitcoin-Reservegesetze wurden bisher in 26 Staaten vorgeschlagen, und Schätzungen zufolge müssten diese Bundesstaaten etwa 262.577 BTC kaufen, sofern diese Gesetzesvorhaben alle tatsächlich verabschiedet würden. Dies würde bei den aktuellen Marktpreisen einem Gegenwert von etwa 25 Mrd. USD entsprechen. Aktuell gibt es 19 laufende Verfahren.




Einige Staaten haben ihre Vorschläge aufgrund politischer Meinungsverschiedenheiten oder Unsicherheiten in Bezug auf Verwahrung und Volatilität vorerst ad acta gelegt. Dennoch deutet das Muster darauf hin, dass Bitcoin in einer Weise in die Diskussion über öffentliche Finanzen eintritt, die noch vor wenigen Jahren unvorstellbar war.

## Bitcoin auf der Bilanz: Der Einstieg der Unternehmen

*Institutions must make decisions under conditions of capital scarcity, ensuring hurdle rates for return. My prediction? The private sector will adopt Bitcoin first, moving rapidly toward it before sovereign nations inevitably follow. What seems unthinkable today will be obvious in hindsight.*
**Vivek Ramaswamy**

**Während die strategische Hinwendung durch die Staaten ein neues Phänomen ist, setzen manche Unternehmen schon seit Jahren auf Bitcoin.** Im vergangenen Jahr haben immer mehr börsennotierte Unternehmen damit begonnen, Bitcoin als Teil ihrer Treasuries einzusetzen, nachdem *MicroStrategy* –seit Februar 2025 firmierend als *Strategy* – Mitte 2020 als Pionier diesen Weg eingeschlagen hatte. Diese Bitcoin-Treasury-Strategien spiegeln die Erkenntnis wider, dass Bitcoin aufgrund seiner Knappheit und der weiter zu erwartenden Wertsteigerung einen Mehrwert für Unternehmen darstellen kann. Block, Metaplanet, Semler Scientific und die Medienplattform Rumble haben strategische Bitcoin-Allokationen vorgenommen.

**Während dieses Bullenmarktes hat sich der Trend hin zur Implementierung von Bitcoin in Unternehmen bislang schneller beschleunigt als der von staatlichen Initiativen.** *GameStop* emittierte im April eine Wandelanleihe in Höhe von 1,3 Mrd. USD, einschließlich der vollständigen Ausübung der Greenshoe-Option in Höhe von 200 Mio. USD, und erzielte damit Nettoerlöse in Höhe von 1,48 Mrd. USD, die ausdrücklich für Bitcoin-Käufe vorgesehen waren. Der Schritt des Videospielhändlers war offensichtlich dem Playbook von Strategy nachempfunden. Als GameStop die Ankündigung machte, twitterte Michael Saylor dem GameStop-CEO: „Welcome to Team Bitcoin, @RyanCohen“. Dieses Muster breitet sich nicht nur in den USA aus, sondern ist weltweit zu beobachten: Die französische *The Blockchain Group* fügte im März 2025 weitere 580 Bitcoins ihrem Kassenbestand hinzu, da ihre Aktie seit

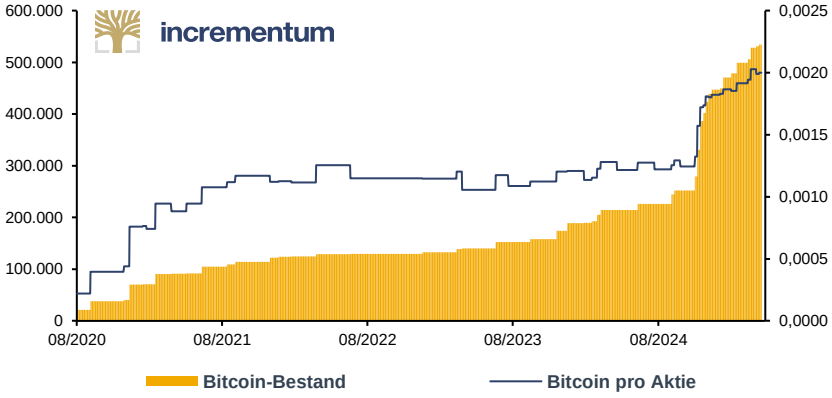
der Einführung ihrer Bitcoin-Strategie im November 2024 um 225% gestiegen ist. *HK Asia Holdings* war vor kurzem das erste börsennotierte Unternehmen Chinas, das eine Bitcoin-Treasury-Strategie eingeführt hat.

*$MSTR = 0.07% of US equities by value. But 16% of all equity raised or announced in 2024. Bitcoin isn't just a store of value. It's a magnet for capital.*
**Matthew Sigel**

Eine Schlüsselidee, die sich aus diesen Strategien ergibt, ist die so genannte „Bitcoin-Rendite", welche erstmals von Strategy so benannt wurde. Der Begriff soll veranschaulichen, wie Aktionäre im Laufe der Zeit ein immer höheres Bitcoin-Exposure pro Aktie erhalten. **Das Konzept verfolgt die Steigerung der insgesamt gehaltenen Bitcoins im Verhältnis zur Anzahl der voll verwässerten Aktien eines Unternehmens**.

Die Kennzahl *BTC pro Aktie* kann steigen, wenn das Unternehmen Kapital durch Eigenkapital, Wandelschuldverschreibungen oder andere Instrumente mit einem Aufschlag aufnimmt und mit den Erlösen überproportional Bitcoin erwirbt. Obwohl sich „Rendite" in diesem Fall nicht auf Cash-Flows oder Dividenden bezieht, soll die Kennzahl dabei helfen, zu beurteilen, ob sich die Ausgabe von Aktien im Hinblick auf die langfristige Bitcoin-Akkumulation positiv auswirkt.

**Strategy-Bitcoin-Bestand (lhs), in Coins, und Bitcoin pro Aktie (rhs), 08/2020–04/2025**




Quelle: bitcointreasuries.net, Incrementum AG

**Kein Unternehmen verkörpert die Bitcoin-Treasury-Strategie besser als Strategy selbst.** Ursprünglich ein Unternehmen für Business-Intelligence-Software, hat es sich zu einem börsennotierten Bitcoin-Beteiligungsvehikel entwickelt. Durch eine Reihe von Wandelanleiheemissionen zu niedrigen oder sogar Null-Kupon-Sätzen hat Strategy Milliarden US-Dollar aufgenommen und dabei die hohe Nachfrage nach regulierten Finanzinstrumenten mit alternativen Risiko-Ertragseigenschaften genutzt, um zusätzliche Bitcoin-Käufe zu finanzieren.

**Strategy Bitcoin-Akquisition und Kapitalmarktaktivitäten, 2024**

| Kategorie | Details |
|---|---|
| Bitcoin-Käufe (2024) | 258.320 BTC |
| Anschaffungskosten (2024) | ~22,1 Mrd. USD |
| Durchschnittlicher Kaufpreis (2024) | 85,447 USD pro BTC |
| Kapitalerhöhung – Emission von ATM-Aktien | 18,8 Mrd. USD |
| Kapitalerhöhung – Wandelanleihen | 6,2 Mrd. USD |
| Kapitalerhöhung – Emission von Vorzugsaktien | 584 Mio. USD |
| Gesamtes aufgenommenes Kapital Ziel | 42 Mrd. USD |

Quelle: Ergebnispräsentation für Q4/2024, 5. Februar 2025, Incrementum AG

*The collateral of Strategy is actually the company.*
**Jeff Walton**

**Strategy hat vor kurzem unbefristete Vorzugsaktien – mit dem Kürzel STRK – ausgegeben**, die eine Dividende von 8% zahlen, aber auch die Möglichkeit der Umwandlung in Stammaktien von Strategy bieten. Das Geschäftsmodell von Strategy basiert einerseits auf der Annahme, dass die Nachfrage des traditionellen Finanzsektors nach alternativen Veranlagungsinstrumenten bestehen bleibt. Gleichzeitig ist man überzeugt, dass Bitcoin weiterhin schneller an Wert gewinnt, als die Finanzierungskosten steigen. Die Zinsen, die auf Schulden und Eigenkapitalverpflichtungen anfallen, sollen das Unternehmen nicht in eine Lage bringen, in der es gezwungen ist, seine Bitcoin-Bestände zu verkaufen.

*All of my best investment ideas are things nobody can stop, everybody needs, and nobody understands.*
**Michael Saylor**

**Letztendlich kann der Ansatz von Strategy als eine innovative Bilanzstrategie betrachtet werden.** Durch die Nutzung der Kapitalmärkte zur Akkumulation von Bitcoin, die Veröffentlichung einer Form von „Bitcoin-Rendite“ und die Ausgabe von Instrumenten wie unbefristete Vorzugsaktien oder Wandelanleihen nutzt das Unternehmen Bitcoin als liquide Reserve, die jeweils eine Arbitragemöglichkeit in der Bilanz relativ zum ausgegebenen Wertpapier bietet. Wenn die Nachfrage nach bestimmten Wertpapieren wie z. B. Wandelanleihen groß ist, kann das Unternehmen diese Instrumente mit einem Aufschlag auf das zugrunde liegende Bitcoin-Engagement ausgeben. Die Erlöse können dann zum Kauf weiterer Bitcoins verwendet werden, wodurch effektiv mehr Bitcoins pro aufgenommenem US-Dollar generiert werden. Diese Dynamik stellt eine Art Quasi-Bitcoin-Rendite dar, die nicht durch Bitcoin selbst, sondern durch die Struktur und das Timing der Kapitalmarktemissionen bestimmt wird.

**Dennoch sind mit diesem Geschäftsmodell Risiken verbunden.** Sinkt der Bitcoin-Preis über einen längeren Zeitraum, könnte das fremdfinanzierte Engagement von Strategy zu einer Belastung für die Finanzen werden. Darüber hinaus kann die Struktur zu einem Missverhältnis zwischen Aktiva und Passiva führen, insbesondere wenn das Fälligkeitsprofil oder die Kapitalkosten erheblich von der Entwicklung der Bitcoin-Bestände abweichen. Etwaige Bedenken hinsichtlich eines zwangsläufig bevorstehenden Zusammenbruchs sind kurzfristig vermutlich übertrieben. In der Praxis hat das Unternehmen bislang bewiesen, dass es in der Lage ist, Abschwünge zu überstehen und fällig werdende Verbindlichkeiten effektiv zu refinanzieren oder zu verlängern.

**Wir haben vor kurzem gesehen, dass mehrere Unternehmen eine Art Bitcoin-Treasury-Strategie eingeführt haben.** Letztendlich wird die Zahl der Unternehmen, die ein solches Modell nachhaltig verfolgen können, aus unserer Sicht begrenzt bleiben. Unterschiede in den rechtlichen Rahmenbedingungen sowie die Gestaltung innovativer – wenn auch unterschiedlich risikoreicher – Bilanzstrukturen können den Business Case für einige wenige Modelle stützen. **Eine breite Anwendung halten wir jedoch für unwahrscheinlich, da die marginale Nachfrage nach verschiedenen Bitcoin-Treasury-Strategien tendenziell abnimmt.**

*All truth passes through three stages: First, it is ridiculed; Second, it is violently opposed; and Third, it is accepted as self-evident.*
**Arthur Schopenhauer**

Ein Grund dafür ist, dass die Nachfrage der Anleger nach diesen Wertpapieren wahrscheinlich zurückgehen wird, sobald eine ausreichende Anzahl liquider Instrumente mit differenzierten Risiko-Rendite-Profilen vorhanden ist. Darüber hinaus würden wir im Falle eines Bärenmarktes eine natürliche Konsolidierung unter den Bitcoin-Treasury-Firmen erwarten, wodurch sich das mögliche Universum konsolidieren würde.

## Zeit für BitBonds?

**BitBonds, auch als *₿ Bonds* bezeichnet, sind ein von Andrew Hohns von Newmarket Capital vorgeschlagenes Finanzinstrument, das festverzinsliche Wertpapiere mit einem Bitcoin-Engagement kombiniert**. Hohns und andere haben BitBonds zunächst als eine Anleihe konzipiert, die das US-Finanzministerium ausgeben würde, um die Zinslast zu reduzieren, die SBR aufkommensneutral zu erhöhen, ein steuerbegünstigtes Sparmodell für Familien zu schaffen und die Schulden im Laufe der Zeit zu reduzieren, wenn Bitcoin an Wert gewinnt.

*Texas state and local debt is approximately 559bn dollars. Refinancing it with a Bitcoin kicker as Andrew Hohns describes would save taxpayers a lot of money and help risk-averse investors access high returns.*
**Pierre Rochard**

Nach Hohns Konzept würde das US-Finanzministerium eine BitBond-Anleihe mit einem bestimmten Nennwert und einer bestimmten Laufzeit ausgeben, wobei 90% der Erlöse für laufende Staatsausgaben oder Unternehmensaktivitäten eingesetzt würden, während für 10% Bitcoin gekauft würden. Diese Anleihen würden niedrigere Zinssätze als herkömmliche Anleihen zahlen, möglicherweise nur 1% im Vergleich zu den aktuell rund 4,1% für 10-jährige US-Treasuries. **Bei Fälligkeit erhält der Anleger sein Kapital, eine garantierte Mindestrendite und einen Anteil am Wertzuwachs von Bitcoin.** Dies senkt die Finanzierungskosten des Emittenten und bietet ein Aufwärtsengagement in Bitcoin bei begrenztem Abwärtsrisiko für den Anleger.

**Während sich die aktuellen BitBonds-Vorschläge auf Staatsanleihen beziehen, könnten die Treasurer von Unternehmen die gleichen Prinzipien anwenden.** Unternehmen, die mit negativen realen Renditen auf Bargeldbestände zu kämpfen haben, könnten BitBonds kaufen und so indirekt Bitcoin-Positionen aufbauen, ohne die Aktionäre mit direkten Käufen zu schockieren. Für Unternehmen, die an Bitcoin-Akquisitionen interessiert sind, sich aber Sorgen machen, dass sich die Volatilität auf die Quartalsgewinne auswirkt, sind BitBonds ein smarter Ansatz, der das Risiko glättet und gleichzeitig die Finanzierungskosten senken kann. Die Mathematik ist auch für das finanzierende Unternehmen überzeugend: Ein Unternehmen, das einen 5-Jahres-BitBond zu 2% anstelle einer herkömmlichen Anleihe zu 5% ausgibt, würde jährlich 3% auf 90% des Kapitals sparen. Selbst wenn der Wert von Bitcoin um 50% fällt, erzielt das Unternehmen immer noch Nettoeinsparungen im Vergleich zu einer herkömmlichen Finanzierung und baut gleichzeitig eine Bitcoin-Position auf. Wenn Bitcoin wie in der Vergangenheit an Wert gewinnt, könnten die Renditen erheblich sein.

*Selling bonds. Buying $BTC.*
**Dylan LeClair**

**Für Treasury-Manager, die Bitcoin-Allokationsstrategien erwägen, könnten BitBonds eine Alternative zum Bitcoin-Erwerbsansatz von Strategy werden, da das Problem der übermäßigen Volatilität gelöst ist.** Da die Attraktivität von Bitcoin zunimmt, werden komplexere Produkte wie

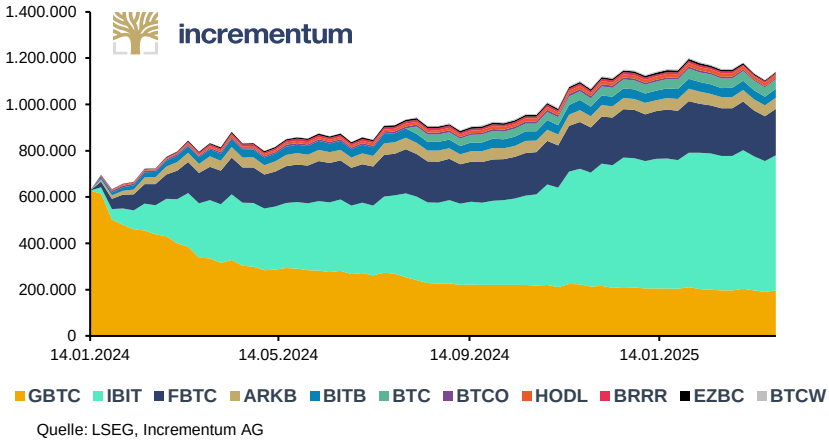
BitBonds wahrscheinlich die Akzeptanz von Bitcoin bei Unternehmen fördern, die die Notwendigkeit eines Engagements in Hard-Assets erkennen, aber keine große direkte Position im Laufe der Zeit erwerben möchten.

## Spot-ETFs, das Halving und eine Entkopplung?

*Bitcoin's correlation is higher with gold in the last two days than it is with the Nasdaq.*
**Caitlin Long, April 2025**

**Während des deutlichen Kursrückgangs, der dem globalen Handelskrieg zugeschrieben wird, hat sich Bitcoin als ungewöhnlich widerstandsfähig erwiesen**, mit Kursbewegungen, die nicht jene des Nasdaq widerspiegeln. Diese sich abzeichnende Entkopplung scheint durch mehrere Faktoren bedingt zu sein: eine breitere institutionelle Beteiligung durch Spot-ETFs, den Halving-Zyklus und die wachsende Attraktivität von Bitcoin als neutrales Reserve-Asset inmitten geopolitischer Spannungen – oder anders ausgedrückt, seine zunehmende Mainstream-Anerkennung als Wertaufbewahrungsmittel. **Trotz der jüngsten Unsicherheiten blieben die Bestände der Bitcoin-ETFs stabil.**

**Spot-Bitcoin-ETF-Bestände, in Bitcoin, 01/2024–03/2025**

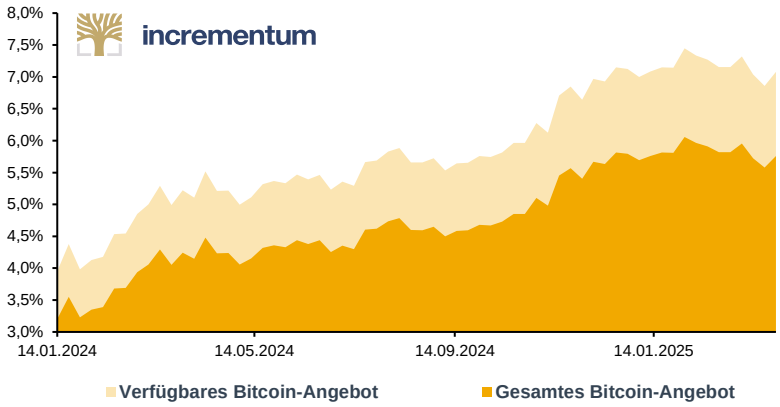



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*If Bitcoin actually decouples, we enter the end game.*
**Joe Burnett**

**Das Halving im April 2024, das wir im Kapitel „Das neue Bitcoin-Playbook" im *In Gold We Trust*-Report 2024 analysierten, reduzierte die Blockbelohnung von 6,25 auf 3,125 BTC pro Block.** Mittlerweile sind über 95% aller 21 Millionen Bitcoins geschürft worden. Vergleicht man jedoch die Performance von Bitcoin mit früheren Halving-Zyklen, so scheinen die Auswirkungen dieses Zyklus relativ gedämpft zu sein. Dies deckt sich mit unserer These vom vergangenen Jahr, wonach die Auswirkungen von Halving-Zyklen auf den Preis mit der Zeit abnehmen könnten. Vergangenes Jahr haben wir zudem festgehalten, dass die Zulassung von Bitcoin-ETFs die Marktakzeptanz fördern würde. Seitdem haben sich BlackRock, Fidelity und andere fest im Bitcoin-Ökosystem etabliert. Ihr regulatorischer Einfluss hat zu einem Umfeld beigetragen, in dem Bitcoin-Verbote oder nachteilige staatliche Maßnahmen immer unwahrscheinlicher geworden sind. Derzeit werden mehr als 5% aller Bitcoins von US-Bitcoin-ETFs gehalten.

**ETF-Bestände in % des Bitcoin-Angebots, 01/2024–03/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Bitcoin is primarily driven by global liquidity, and a spurious correlation has emerged since the US has been the dominant driver of that increase in global liquidity.*
**Felix Jauvin**

**Die rekordverdächtigen Zuflüsse in Spot-ETFs haben eine neue politische Realität geschaffen.** Mit Millionen von institutionellen und privaten Anlegern, die jetzt über diese Vehikel ein Bitcoin-Engagement haben, sehen sich Politiker mit erheblicher Gegnerschaft konfrontiert, wenn sie eine Anti-Bitcoin-Politik in Betracht ziehen. Die vielfältige Koalition der Bitcoin-Akteure umfasst nun traditionelle Hedge-Fonds, Investmentbanken, ETF-Emittenten und ein wachsendes Segment von Wählern. Die politischen Risiken von Bitcoin in den entwickelten Märkten haben einen historischen Tiefstand erreicht und nehmen weiter ab, da die Anlageklasse weiter in die allgemeine Finanzinfrastruktur eingebettet wird.

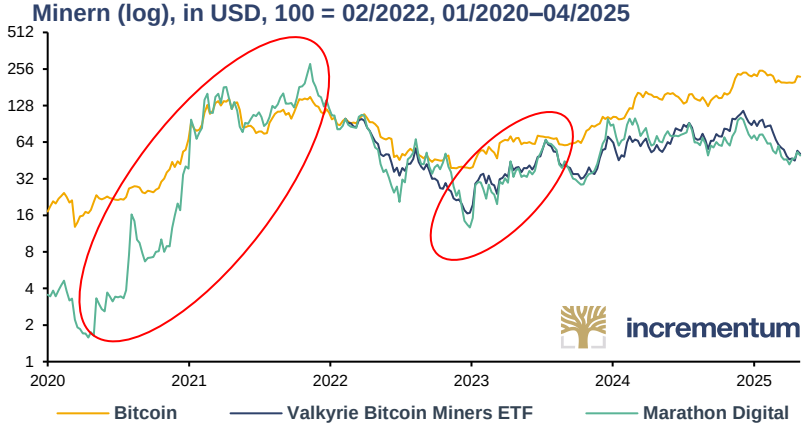
## Neue Horizonte für Bitcoin-Miner

*Bitcoin mining may be our last line of defense against a CBDC. Biden's hatred of Bitcoin only helps China, Russia, and the Radical Communist Left. We want all the remaining Bitcoin to be MADE IN THE USA!!! It will help us be ENERGY DOMINANT!!!*
**Donald Trump**

**Bitcoin-Mining-Aktien werden traditionell als Instrumente mit hohem Beta auf Bitcoin angesehen.** Wie Goldminenunternehmen sind auch Bitcoin-Minenunternehmen mit operativen, regulatorischen und Marktrisiken konfrontiert. Unserer Ansicht nach ist daher ein aktiver Ansatz unerlässlich, wenn eine Allokation in Bitcoin-Minenunternehmen innerhalb eines Portfolios in Betracht gezogen wird. Dennoch kann im aktuellen Bullenmarkt für Bitcoin eine *Performance-Bitcoin*-Allokation attraktiv sein – aus demselben Grund wie eine *Performance-Gold*-Allokation. *Performance-Bitcoin* besteht aus Vermögenswerten, die das Potenzial haben, Bitcoin während der Bitcoin-Hausse zu übertreffen, wie z. B. Bitcoin-Mining-Aktien und Bitcoin-Treasury-Unternehmen wie Strategy und Metaplanet.

Während Minenunternehmen nach wie vor eine Kernkomponente des *Performance-Bitcoins* sind, haben neue Branchentrends wie Bitcoin-Treasury-Unternehmen, High-Performance-Computing (HPC), Hashrate-Derivate und der Aufstieg von Bitcoin-Spot-ETFs begonnen, die Dynamik von Bitcoin-Minenunternehmen als strategisches Investment neu zu gestalten. Historisch gesehen haben sich Bitcoin-Mining-Aktien in Bullenmärkten aufgrund ihrer operativen Hebelwirkung, Fixkostenstrukturen und der spekulativen Natur der Kapitalzuflüsse besser entwickelt als Bitcoin.

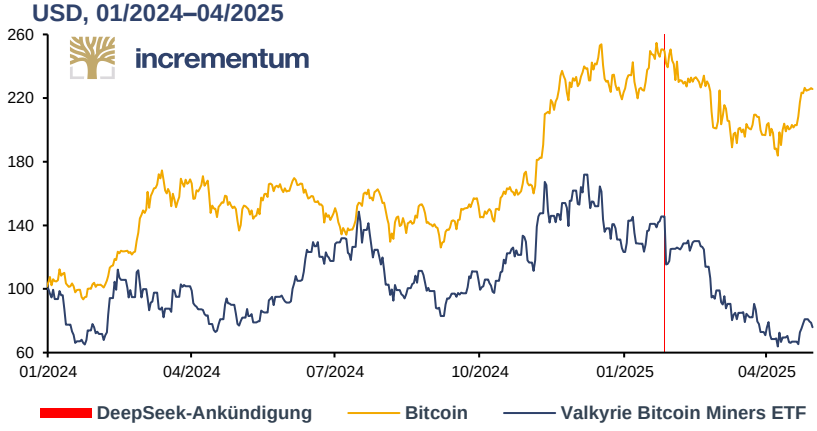
**Performance-Vergleich von Bitcoin, Microstrategy und Bitcoin Minern (log), in USD, 100 = 02/2022, 01/2020–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Die jüngsten Trends deuten jedoch darauf hin, dass sich Miner möglicherweise nicht mehr so direkt mit Bitcoin bewegen.** Die Einführung von Spot-Bitcoin-ETFs im Jahr 2024 bot institutionellen Anlegern ein direktes Vehikel für ein BTC-Engagement und reduzierte die Notwendigkeit von Mining-Aktien als Stellvertreter. Gleichzeitig ermöglicht das Aufkommen von Hashrate-Derivaten den Minenunternehmen, ihre Einnahmeströme abzusichern und ihre Abhängigkeit vom Spotpreis zu verringern.

**Bitcoin, und Valkyrie Bitcoin Miners ETF, 100 = 29.12.2023, in USD, 01/2024–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Thus, mining grew from a hobby to a gigawatt scale, and it settled in America. Mining is a brutally competitive commodity business, and the efficiencies afforded by scale proved decisive, especially when funded by debt and dilution.*
**Troy Cross**

**Eine weitere wichtige Entwicklung ist die wachsende Überschneidung zwischen Bitcoin-Mining und HPC.** Da die Nachfrage nach KI-gesteuerter Rechenleistung steigt, stellen einige Minenunternehmen Ressourcen für KI und Rechenzentrumsbetrieb bereit. Unternehmen wie Hive, IREN, Hut 8 und Core Scientific haben bereits damit begonnen, neben dem Bitcoin-Mining auch HPC-Arbeitslasten zu integrieren und damit ihre Bewertungsmodelle zu ändern. Die Veröffentlichung von DeepSeek, einem chinesischen Open-Source-KI-Modell, das angeblich wesentlich weniger Rechenleistung zum Trainieren benötigt, führte zu einem starken Rückgang der Bitcoin-Mining-Aktien, da die Anleger die negativen Auswirkungen auf die HPC-Nachfrage befürchteten. Wenn sich dieser Trend fortsetzt, werden HPC-fokussierte Minenunternehmen eher wie Rechenzentren oder Energieinfrastrukturunternehmen gehandelt werden und nicht als rein Bitcoin-bezogene Werte.

**Die Einführung von Spot-ETFs und anderen strukturierten Bitcoin-Produkten, Hashrate-Derivaten und HPC wirft eine wichtige Frage auf:** Bleiben Minenunternehmen ein brauchbares Bitcoin-Bullenmarkt-Play mit hohem Beta, oder wird sie ihre Diversifizierung in HPC neben anderen Marktveränderungen als Performance-Bitcoin-Allokation weniger relevant machen?

*When you're finished changing, you're finished.*
**Benjamin Franklin**

**Trotz dieser strukturellen Veränderungen bleiben die Minenunternehmen von der Entwicklung des Bitcoin-Preises abhängig.** Da die Branche jedoch reift, wird die aktive Auswahl noch wichtiger. Viele Minenunternehmen haben sich vor kurzem schlechter entwickelt als Bitcoin, wie die jüngste Analyse der in den USA notierten Minenunternehmen von J.P. Morgan zeigt. Anleger, die 2025 stärker vom Aufwärtstrend bei Bitcoin profitieren möchten, müssen sich in einem sich wandelnden Umfeld zurechtfinden. Mining-Aktien sind dabei keine einfache Stellvertreter-Strategie mehr, um an den Kursbewegungen von Bitcoin zu partizipieren. **Auch wenn wir weiterhin überzeugt sind, dass Mining-Unternehmen in bestimmten Phasen des Marktzyklus eine Outperformance gegenüber Bitcoin erzielen können, wird künftig ein taktischeres und selektiveres Vorgehen unerlässlich sein.**

## Bitcoin und der nächste monetäre Zyklus: Ein szenariobasierter Ausblick

*If Bitcoin is a better gold or seen as a type of gold-like asset, then it could be in the trillions on a market cap.*
**Tyler Winklevoss**

**Angesichts der zunehmenden Konvergenz der Makro-Narrative rund um Gold und Bitcoin und im Kontext unserer *Big Long*-These halten wir es sowohl für zeitgemäß als auch für relevant, unser bestehendes Goldpreismodell um einen relativen Bewertungsrahmen für Bitcoin zu erweitern.** Seit Jahren haben wir das relative Wertverhältnis zwischen Bitcoin und Gold genau beobachtet, da beide Vermögenswerte gemäß unserer Argumentation und unseres Ansatzes überlappende Funktionen als Wertaufbewahrungsmittel erfüllen. Aus unserer Sicht bietet die Ratio der jeweiligen Marktkapitalisierungen eine vernünftige und intuitive quantitative Vergleichsgröße.

*It's hard to predict the future, but some people think that Bitcoin could do to finance what the Internet did to communications.*
**Alex Biryukov**

**Der vorherrschende Trend der letzten 15 Jahre war ein Anstieg der Marktkapitalisierung beider Vermögenswerte.** Allerdings hat das Wachstum von Bitcoin das von Gold stets übertroffen. Infolgedessen ist das Ratio von praktisch 0 auf etwa 10% gestiegen, wenn auch auf einem unbeständigen Pfad. Diese Entwicklung spiegelt die wachsende Akzeptanz von Bitcoin als Wertaufbewahrungsmittel wider, insbesondere bei jüngeren Anlegern, Institutionen und zunehmend auch staatlichen Akteuren. Wir glauben, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Während beide Vermögenswerte in einer sich verändernden Währungslandschaft weiter an Bedeutung gewinnen dürften, gehen wir davon aus, dass das relative Wachstum von Bitcoin das von Gold in den nächsten fünf Jahren weiterhin übertreffen wird.

*All kings pass away. How long, then, will the dollar or Bitcoin reign over their respective domains? And in the meantime, how far will Bitcoin extend its boundaries? This question inspires several others, for those who have an imagination.*
**Andrew M. Bailey & Craig Warmke**

In unserem *In Gold We* Trust-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade" haben wir eine Goldpreisprognose für die gesamte Dekade präsentiert, die auf der Geldmengenexpansion (M2) und der impliziten Golddeckung basiert. **Dieses Modell ergab eine wahrscheinlichkeitsgewichtete Goldpreiserwartung von etwa 5.000 USD bis 2030, mit Aufwärtspotenzial in Richtung 8.900 USD bei inflationären oder stagflationären Szenarien.**[83]

**Indem wir die Marktkapitalisierung von Bitcoin als Anteil an der von Gold modellieren, können wir eine relative Bewertungsmatrix erstellen.** Unter der Annahme, dass Gold bis 2030 unser Basisziel von etwa 5.000 USD erreicht, würde dies eine Gesamtmarktkapitalisierung von etwa 38 Bill. USD für Gold bedeuten. Je nach der Entwicklung der Bitcoin-Akzeptanz gemessen an der relativen Marktkapitalisierung von Bitcoin gegenüber Gold ergeben sich bei Quotienten von 10%–100% Preise zwischen ~ 185.000 USD und ~ 1.850.000 USD pro BTC.

**Gold/Bitcoin-Matrix: Gold (x-Achse), in USD, und % der Marktkapitalisierung von Gold (y-Achse), 12/2030***

| | 2.000 | 3.000 | 4.000 | 5.000 | 6.000 | 7.000 | 8.000 | 9.000 | 10.000 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10% | 73.942 | 110.913 | 147.884 | 184.856 | 221.827 | 258.798 | 295.769 | 332.740 | 369.711 |
| 20% | 147.884 | 221.827 | 295.769 | 369.711 | 443.653 | 517.596 | 591.538 | 665.480 | 739.422 |
| 30% | 221.827 | 332.740 | 443.653 | 554.567 | 665.480 | 776.393 | 887.307 | 998.220 | 1.109.133 |
| 40% | 295.769 | 443.653 | 591.538 | 739.422 | 887.307 | 1.035.191 | 1.183.075 | 1.330.960 | 1.478.844 |
| 50% | 369.711 | 554.567 | 739.422 | **924.278** | 1.109.133 | 1.293.989 | 1.478.844 | 1.663.700 | 1.848.555 |
| 60% | 443.653 | 665.480 | 887.307 | 1.109.133 | 1.330.960 | 1.552.787 | 1.774.613 | 1.996.440 | 2.218.267 |
| 70% | 517.596 | 776.393 | 1.035.191 | 1.293.989 | 1.552.787 | 1.811.584 | 2.070.382 | 2.329.180 | 2.587.978 |
| 80% | 591.538 | 887.307 | 1.183.075 | 1.478.844 | 1.774.613 | 2.070.382 | 2.366.151 | 2.661.920 | 2.957.689 |
| 90% | 665.480 | 998.220 | 1.330.960 | 1.663.700 | 1.996.440 | 2.329.180 | 2.661.920 | 2.994.660 | 3.327.400 |
| 100% | 739.422 | 1.109.133 | 1.478.844 | 1.848.555 | 2.218.267 | 2.587.978 | 2.957.689 | 3.327.400 | 3.697.111 |

Quelle: World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG
*Basierend auf dem erwarteten Bitcoin-Angebot Ende 2030 und dem Gold-Angebot Ende 2030 unter der Annahme eines jährlichen Angebotswachstums von 1,5%.

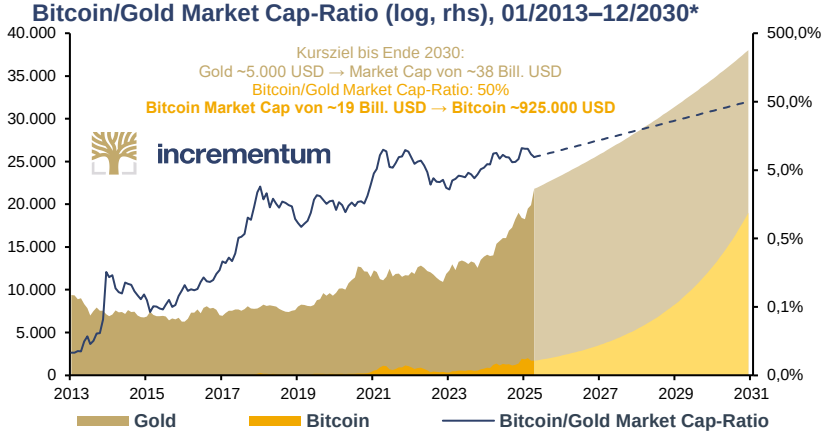
Bei dieser Matrix handelt es sich nicht um eine Preisprognose an sich, sondern vielmehr um einen szenariobasierten Rahmen, der integral mit unserem Goldmodell zu sehen ist.

*I want to steer away from debt assets like bonds and debt, and have some hard money like gold and Bitcoin.*
**Ray Dalio**

**Wenn wir dieses Szenario über den Zeitverlauf abbilden, stellen wir fest, dass es mit einem Muster abnehmender Wachstumsraten und damit abnehmender Erträge übereinstimmt.** Dies steht im Einklang mit einer Potenzgesetz-Dynamik, die häufig bei netzwerkbasierten Vermögenswerten beobachtet wird. Innerhalb dieses Rahmens verlangsamt sich die Geschwindigkeit des relativen Wachstums von Bitcoin im Vergleich zu Gold, wächst aber in absoluten (nominalen) Fiat-Währungsbeträgen weiterhin beträchtlich. Wir glauben nicht, dass die Marktkapitalisierung von Bitcoin in absehbarer Zeit die Parität mit der von Gold erreichen wird. In Anbetracht des aktuellen makroökonomischen Umfelds – wie bereits ausführlich beschrieben – erscheint uns jedoch ein anhaltendes Wachstum auf etwa 50% der Marktkapitalisierung von Gold bis 2030 im Rahmen eines bullishen Szenarios angemessen.

[83] Siehe Kapitel "1970er, 2000er, 2020er…: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt" in diesem In Gold We Trust-Report

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




Quelle: LSEG, World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG
*Basierend auf dem erwarteten Bitcoin-Bestand Ende 2030 und Gold-Bestand Ende 2030 unter der Annahme eines jährlichen Angebotswachstums von 1,5%.

*Bitcoin reminds me of gold when I first got in the business in 1976...*
**Paul Tudor Jones**

**Was diese Entwicklung besonders bemerkenswert macht, ist die Tatsache, dass der nominale Preisanstieg trotz der Verlangsamung der relativen Annahme weiterhin erheblich ist**. Dies liegt unter anderem daran, dass wir davon ausgehen, dass die Gesamtgröße des Goldmarktes in den kommenden Jahren weiter zunehmen wird.

Mit anderen Worten, dieses Szenario baut nicht nur auf der relativen Positionierung von Bitcoin auf, sondern auch auf dem breiteren Makrotrend der Entwertung von Fiat-Währungen und der Neubewertung neutraler Reserve-Assets. Bitcoin und der nächste monetäre Zyklus werden wahrscheinlich eng miteinander verwoben sein. **In einem bullishen Szenario, wie oben skizziert, scheint eine nominale Verzehnfachung des Bitcoin-Preises bis 2030 denkbar.**

## Fazit

*The sensible question for investors this decade is not 'will this potential investment deliver US Treasury returns plus a sufficient risk premium?' Instead, the right question becomes 'will this potential investment deliver better returns than simply holding Bitcoin?*
**Jesse Myers**

**Einige Marktteilnehmer waren zunächst enttäuscht, dass es nach der Ankündigung von Präsident Trumps strategischer Bitcoin-Reserve nicht zu sofortigen Käufen im großen Stil und zu Kurssteigerungen kam**. Doch diese Perspektive verkennt das Signal im Rauschen: Bitcoin ist offiziell als strategische Reservewährung der größten Volkswirtschaft der Welt anerkannt worden.

**Die strategische Bitcoin-Reserve wird womöglich eine Kaskade von Reaktionen auf der globalen Bühne auslösen.** Es ist zu erwarten, dass andere große Volkswirtschaften strategische Bitcoin-Reserven einrichten werden. Trotz der derzeitigen Beschränkungen könnte sogar China gezwungen sein, seine Haltung in der neuen Welt der wirtschaftlichen Staatskunst zu überdenken. Wie Grayscale Research feststellt, erlauben chinesische Entscheidungsträger bereits erweiterte Bitcoin- und Altcoin-Aktivitäten in Hongkong im Rahmen der „Ein Land, zwei Systeme"-Politik, und die jüngsten Diskussionen vor Chinas Oberstem Gerichtshof über die rechtliche Behandlung digitaler Vermögenswerte deuten darauf hin, dass das Land einen Politikwechsel in Erwägung ziehen könnte.

*Bitcoin is becoming a store of value.*
**Scott Bessent**

**Mit seinen riesigen Staatsfonds stellt der Nahe Osten eine weitere Investorengruppe potenzieller staatlicher Akteure dar.** Da sich Dubai in ein globales Goldhandelszentrum verwandelt hat, erwarten wir, dass mehrere Golfstaaten über Bitcoin-ETF-Spotkäufe hinaus zum direkten Erwerb von Bitcoin übergehen und die Region als wichtigen *Node* für die Bitcoin-Finanzierung etablieren werden. Dieser Schritt fügt sich in den breiteren Schwenk der Mittelmächte ein, die versuchen, ihren Reichtum zu vergrößern und sich von den Großmächten in einer zunehmend multipolaren Wirtschaftslandschaft abzukoppeln.

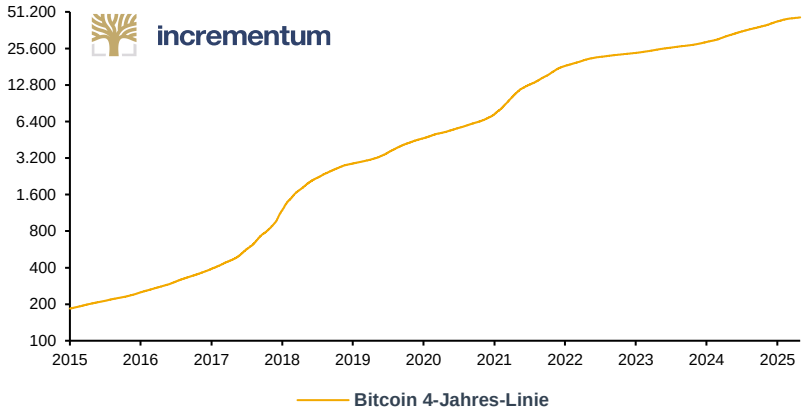
**Unternehmen beginnen zunehmend, Bitcoin in ihre strategische Finanzplanung einzubinden.** Die Schritte von Strategy, GameStop und anderen dürften dabei lediglich den Auftakt markieren. Wir halten es für wahrscheinlich, dass in den kommenden Jahren mindestens ein Fortune-50-Unternehmen einen signifikanten Teil seiner liquiden Mittel in Bitcoin investieren wird – möglicherweise ein Tech-Gigant wie Apple oder Microsoft, oder ein japanisches Traditionsunternehmen mit hohen Cashreserven, etwa Nintendo. Dieses Engagement könnte entweder durch direktes Bitcoin-Exposure erfolgen oder über innovative Instrumente wie BitBonds, die darauf abzielen, die hohe Volatilität von Bitcoin abzufedern.

*BTC is starting to act more like an energy-linked neutral reserve asset and less like a levered NDX proxy. Let's watch.*
**Luke Gromen**

**Bewegungen von Staaten und Unternehmen können das Marktverhalten von Bitcoin mit der Zeit verändern.** Da Bitcoin zu einem strategischen Reserve-Asset wird, erwarten wir eine Abkopplung von der Nasdaq und Tech-Aktien. Wir bleiben jedoch bei unserer Ansicht, dass die Volatilität nicht signifikant sinken wird, da Bitcoin reine Liquidität ist und vom inflationären und deflationären Auf und Ab des aktuellen Geldsystems beeinflusst wird.

**Die allgemeine Entwicklung des Bitcoin-Preises scheint vielversprechend zu sein:** Während sich das globale Währungssystem weiterentwickelt, wird Bitcoin zunehmend als ergänzende Reserve neben Gold angesehen. In dem von uns skizzierten bullishen Szenario – dem *Big Long* für Bitcoin – liegt eine Verzehnfachung des Bitcoin-Preises bis 2030 durchaus im Bereich des Möglichen.

**Bitcoin 4-Jahres-Linie (log), in USD, 01/2015–04/2025**




Quelle: blockchain.com, LSEG, Incrementum AG

ROYALGOLD, INC

RGLD
Nasdaq Global Select Market
www.royalgold.com
InvestorRelations@royalgold.com

# The Gold Standard in Precious Metals Investing

- 76% of 2024 revenue from gold, 12% from silver
- ~60% of 2024 revenue sourced from Canada, USA, Australia
- Well-diversified portfolio with +40 producing assets
- Lowest share count in the GDX Index
- Only precious metals company in the S&P High Yield Dividend Aristocrats Index

IGWT Report

# Kalenderanomalien und der Goldmarkt pt. II

*It's in the anomalies that nature reveals its secrets.*

**Johann Wolfgang von Goethe**

- **Halbmonatseffekt als vielversprechende Strategie: Goldminenaktien erzielten in der ersten Monatshälfte signifikant bessere Tagesrenditen als in der zweiten – eine potenziell handelbare Anomalie mit praktischer Relevanz.**
- **Feiertagseffekt bestätigt sich empirisch: An den letzten Handelstagen vor Diwali, dem chinesischen Neujahr und Weihnachten zeigten GLD, GDX und GDXJ deutlich überdurchschnittliche Renditen – psychologische Faktoren und saisonale Nachfrage dürften eine Rolle spielen.**
- **Der Jänner-Effekt bleibt aus – oder kehrt sich sogar um: Bei Goldanlagen brachte ein negativer Jänner überdurchschnittlich oft positive Renditen im restlichen Jahr – das Jänner-Barometer funktioniert für Gold nicht wie bei Aktien.**
- **Super-Bowl-Indikator: kurios, aber statistisch auffällig: Historisch folgten auf Siege von AFC-Teams im Super Bowl höhere Goldrenditen als auf NFC-Siege – insbesondere bei GDXJ zeigten sich markante Unterschiede.Kalenderanomalien sind nach wie vor eher interessante Kuriositäten als belastbare Investmentstrategien.**
- **Langfristige Anomalien schlagen kurzfristige: Aufgrund niedriger Transaktionskosten und höherer Verlässlichkeit bieten sich vor allem der Halloween- und der Halbmonatseffekt für die praktische Umsetzung an.**
- **Renditechancen mit Augenzwinkern: Kalenderanomalien sind keine Zauberformel – aber sie zeigen, dass Märkte nicht immer effizient sind und saisonale Muster tatsächlich Renditechancen bieten können.**

An den Finanzmärkten sind es oft nicht nur Nachrichten oder Wirtschaftsdaten, die Kursbewegungen auslösen, auch der Kalender spielt eine überraschend große Rolle. **Solche Kalenderanomalien, also immer wiederkehrende Muster rund um bestimmte Stichtage**, können durchaus für ertragreiche Investmentstrategien genutzt werden, wie zahlreiche Studien gezeigt haben.

*Opportunity is missed by most people because it is dressed in overalls and looks like work.*
**Thomas Edison**

Wie im Artikel „Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt" im *In Gold We Trust*-Report 2024 dargelegt, betreffen einige der ursprünglich an den Aktienmärkten festgestellten Kalenderanomalien auch Gold und Minenaktien. Der im vergangenen Jahr veröffentlichte Artikel konzentrierte sich auf den Wochentagseffekt, den Monatswechsel-Effekt, den Jänner-Effekt und den Halloween-Effekt. **Die Ergebnisse der Analyse zeigten, dass insbesondere der Monatswechsel- und der Halloween-Effekt aufgrund ihres langfristigen Charakters einen relativ einfachen Weg zur Erzielung überdurchschnittlicher Renditen bieten**. Die im vergangenen Jahr vorgestellten Kalenderanomalien belegten, dass Anleger diesen auch auf dem Goldmarkt begegnen. Werfen wir nun also einen Blick auf weitere Anomalien. In diesem Artikel werden der Halbjahres-Effekt, der Feiertags-Effekt, das Jänner-Barometer und der Super-Bowl-Indikator untersucht.

## Der Halbmonatseffekt

*The difference between a successful person and others is not a lack of strength, not a lack of knowledge, but rather a lack in will.*
**Vince Lombardi**

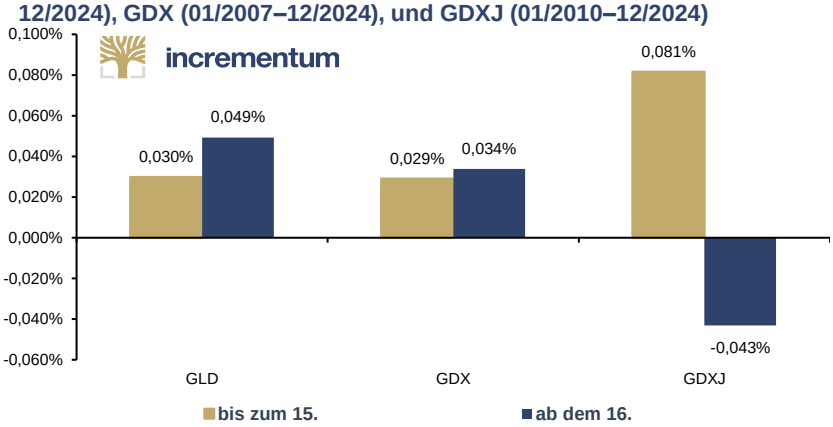
**Nach der Theorie des Halbmonatseffekts tendieren die Aktienmärkte dazu, in der ersten Hälfte eines Monats höhere Renditen zu verzeichnen als in der zweiten Hälfte.** Laut einer Studie von Robert A. Ariel konzentriert sich der Großteil der Renditen in der Regel auf die erste Monatshälfte, während der Markt in der zweiten Monatshälfte im Durchschnitt stagniert. Der sogenannte *Monatswechsel-Effekt* könnte diese Kalenderanomalie teilweise erklären. Er besagt, dass sich die meisten Renditen auf wenige Tage am Monatsende und -anfang konzentrieren.

Eine gängige Theorie führt die bessere Performance in der ersten Monatshälfte auf Lohn- und Rentenzahlungen zurück, die meist in den ersten zwei Wochen fließen und die Marktnachfrage erhöhen. Doch bei Gold scheint das anders zu sein: Wie wir im Vorjahr gezeigt haben, gibt es zwar einen Monatswechsel-Effekt – doch abgesehen vom allerersten Handelstag sind kaum Unterschiede zwischen den Tagen danach und den letzten drei Tagen des Monats feststellbar. **Das bedeutet: Die starke Performance der ersten Monatshälfte lässt sich so nicht erklären.**

**Der folgende Chart bildet die durchschnittlichen Tagesrenditen von GLD, GDX und GDXJ aufgeteilt nach den beiden Monatshälften ab.** Wie man sieht, verhält sich nur der GDXJ, wie es die theoretischen Überlegungen erwarten lassen. In der ersten Monatshälfte beträgt die durchschnittliche Tagesrendite 0,081% und ist damit deutlich besser als die durchschnittlichen Tagesrenditen in der zweiten Monatshälfte, die mit -0,044% sogar negativ sind. Bei GDX sind die Zahlen ausgeglichener, wenn auch mit 0,034% zu 0,029% leicht

zugunsten der zweiten Monatshälfte. Bei GLD ist der Ertrag in der zweiten Monatshälfte mit 0,046% leicht höher als in der ersten Monatshälfte mit 0,030%.

**Halbmonatseffekt: Durchschnittliche Tagesrenditen von GLD (01/2005–12/2024), GDX (01/2007–12/2024), und GDXJ (01/2010–12/2024)**

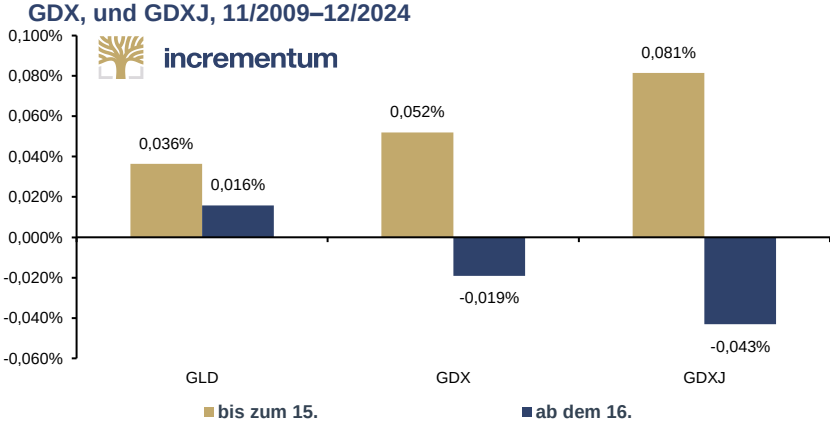



Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*The four most dangerous words in investing are: this time it's different.*
**Sir John Templeton**

**Die deutlichen Performance-Unterschiede zwischen den drei Assets lassen sich teilweise durch die unterschiedlichen Betrachtungszeiträume erklären.** Analysiert man GLD und GDX über denselben Zeitraum wie GDXJ (November 2009 bis Dezember 2024), ergibt sich ein differenzierteres Bild: GLD verzeichnete in diesen 15 Jahren während der ersten Monatshälfte eine durchschnittliche Tagesrendite von 0,036%, gegenüber 0,016% in der zweiten Monatshälfte. Dieser Unterschied fällt zwar deutlich moderater aus als beim GDXJ, bestätigt aber dennoch den grundsätzlichen Halbmonatseffekt. Ähnlich zeigt sich beim GDX eine klare Outperformance der ersten Monatshälfte mit einer durchschnittlichen Tagesrendite von 0,052%, während die zweite Monatshälfte sogar leicht negativ abschnitt (-0,019%).

**Halbmonatseffekt: Durchschnittliche Tagesrenditen von GLD, GDX, und GDXJ, 11/2009–12/2024**




Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Das bedeutet, dass der Halbmonatseffekt in den letzten Jahren auch bei Gold und Goldaktien beobachtet werden konnte. Es lässt sich zudem feststellen, dass dieser bei den Goldminenaktien deutlich ausgeprägter war als bei Gold allein. **Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass insbesondere für GDX und GDXJ eine Strategie, die in der ersten Monatshälfte auf eine Long-Position setzt und in der zweiten Monatshälfte in eine Short-Position wechselt, praktikabel sein dürfte.**

## Der Feiertagseffekt

**An den Handelstagen, die einem Feiertag unmittelbar vorausgehen, sind die Renditen der Vermögenswerte in der Regel deutlich höher als an den üblichen Tagen. Diese Kalenderanomalie wird als Feiertagseffekt bezeichnet.** Die Studien, die sich mit dem Feiertagseffekt befassen, zeigen, dass dieser Effekt bei mehreren wichtigen Feiertagen wie z. B. Weihnachten feststellbar ist. Laut Lakonishok und Smidt , die den Zeitraum 1896–1987 untersuchten, verzeichnete der Dow-Jones-Index bis zu 50% der Kursgewinne an den Tagen unmittelbar vor nationalen Feiertagen. Mehran et al. fanden heraus, dass der S&P 500 auch von jüdischen Feiertagen beeinflusst wird, wobei die fröhlichen Feiertage einen starken positiven Einfluss haben, während die ernsteren Feiertage negative oder keine Auswirkungen haben. In ähnlicher Weise entdeckten Chan et al. einen erheblichen Einfluss des chinesischen Neujahrsfestes auf die Aktienmärkte in Singapur und Malaysia. Diese Ergebnisse legen nahe, dass der Feiertagseffekt auf psychologische Faktoren zurückzuführen sein könnte.

*The festival of Diwali reminds us that the true light lies within, and we must ignite it with acts of kindness and compassion.*
**Rig Veda**

**Die nächsten drei Charts zeigen die Entwicklung von GLD, GDX und GDXJ um drei Feiertage herum, die theoretisch positiv für den Goldmarkt sein sollten – das indische Diwali, ein mehrtägiges Lichterfest Ende Oktober/Anfang November sowie das chinesische Neujahr im Jänner/Februar und Weihnachten.** Diwali ist ein wichtiger indischer Feiertag, der traditionell eng mit Gold verbunden ist. Der Kauf von Gold als Glücksbringer ist ein wichtiger Bestandteil des Festes, weshalb die Nachfrage nach physischem Gold zu diesem Feiertag Ende Oktober/Anfang November – das genaue Datum ist flexibel und richtet sich nach dem hinduistischen Mondkalender – tendenziell zunimmt. Ebenso besteht in China die Tradition, Gold zu kaufen, um das chinesische Neujahrsfest zu feiern. Und dann ist da noch Weihnachten, das meistgefeierte Fest in der christlichen Welt. **Alle drei Feiertage sind positiv und fröhlich und stehen in einem gewissen Zusammenhang mit der Nachfrage nach physischem Gold.**

*Mögest du jedes Jahr Überfluss haben.*
**Segenswunsch zum chinesischen Neujahr**

**Die Ergebnisse für den Zeitraum des chinesischen Neujahrsfestes finden sich im nächsten Chart. Bei allen drei Goldvermögenswerten – GLD, GDX und GDXJ – ist ein Feiertagseffekt zu erkennen.** Die durchschnittlichen Tagesrenditen am letzten Handelstag vor dem Feiertag sind in allen Fällen höher als die durchschnittlichen Renditen an den 5 und 10 Handelstagen vor und nach dem Feiertag. Bei GLD und GDXJ ist auch eine deutlich höhere durchschnittliche Tagesrendite am ersten Handelstag nach dem chinesischen Neujahrsfest zu beobachten.

### Der Feiertagseffekt: Chinesisches Neujahr, Durchschnittliche Tagesrenditen, GLD: 2005–2024 / GDX: 2007–2024 / GDXJ: 2010–2024

| | GLD | GDX | GDXJ |
|---|---|---|---|
| Tag vor Chinesischem Neujahr | 0,24% | 0,97% | 0,59% |
| Tag nach Chinesischem Neujahr | 0,36% | 0,09% | 0,57% |
| Durchschnitt der 5 Tage davor | 0,13% | 0,37% | 0,33% |
| Durchschnitt der 10 Tage davor | 0,06% | 0,19% | 0,21% |
| Durchschnitt der 5 Tage danach | 0,05% | -0,04% | 0,10% |
| Durchschnitt der 10 Tage danach | 0,03% | 0,09% | 0,17% |

Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*Shubh Labh / Glück und Gewinn.*
**Segenswunsch zum Diwali-Fest**

**Noch überzeugender sehen die Zahlen aus, wenn man Diwali betrachtet.** Der GLD verzeichnete am letzten Tag vor dem Diwali-Datum, d. h. der erste Tag der fünftägigen Feierlichkeiten, sowie am ersten Tag danach, positive durchschnittliche Tagesrenditen. Für alle anderen Zeiträume vor und nach diesem Feiertag sind die durchschnittlichen Tagesrenditen negativ. Ähnliches ist beim GDXJ zu beobachten. Auf den ersten Blick scheint sich GDX anders zu verhalten, da er am Tag vor Diwali eine negative durchschnittliche Tagesrendite aufweist. Dies ist jedoch auf einen Rückgang von mehr als 8% am 28. Oktober 2008 zurückzuführen. Nachdem dieser mit der Weltfinanzkrise zusammenhängende Ausreißer eliminiert wurde, beträgt die durchschnittliche Tagesrendite 0,362%.

### Der Feiertagseffekt: Diwali, Durchschnittliche Tagesrenditen, GLD: 2005–2024 / GDX: 2007–2024 / GDXJ: 2010–2024

| | GLD | GDX | GDXJ |
|---|---|---|---|
| **Tag vor Diwali** | 0,12% | -0,10% | 0,80% |
| **Tag nach Diwali** | 0,07% | 0,56% | -0,17% |
| **Durchschnitt der 5 Tage davor** | -0,10% | -0,38% | -0,31% |
| **Durchschnitt der 10 Tage davor** | -0,07% | -0,28% | -0,31% |
| **Durchschnitt der 5 Tage danach** | -0,05% | 0,08% | -0,21% |
| **Durchschnitt der 10 Tage danach** | -0,02% | -0,04% | -0,16% |

Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*Prediction is very difficult, especially if it's about the future.*
**Niels Bohr**

**Wie aus dem nächsten Chart hervorgeht, scheint es einen starken Feiertagseffekt im Zusammenhang mit Weihnachten zu geben.** GLD, GDX und auch GDXJ verzeichneten am letzten Handelstag vor Weihnachten hohe positive Durchschnittsrenditen in Höhe von 0,45%, 0,83% bzw. 0,4%. Positive Performances wurden auch für den ersten Handelstag nach Weihnachten und die darauffolgenden 5-Tages- und 10-Tages-Zeiträume verzeichnet. Dies steht in starkem Kontrast zu den negativen Renditen, die im 5-Tage- und 10-Tage-Zeitraum vor dem letzten Handelstag vor Weihnachten verzeichnet wurden. **Es kann spekuliert werden, dass diese Ergebnisse durch eine andere Kalenderanomalie, den Jänner-Effekt, beeinflusst werden könnten, demzufolge im Jänner ungewöhnlich hohe positive Renditen zu verzeichnen sind.**[84] Ein gewisser positiver Effekt kann auch auf die insgesamt positive Stimmung zurückzuführen sein, die nicht nur mit Weihnachten selbst, sondern mit der gesamten Feiertagsperiode zusammenhängt, zu der auch die Feierlichkeiten zum Jahreswechsel gehören.

### Der Feiertagseffekt: Weihnachten, Durchschnittliche Tagesrenditen, GLD: 2005–2024 / GDX: 2007–2024 / GDXJ: 2010–2024

| | GLD | GDX | GDXJ |
|---|---|---|---|
| **Tag vor Weihnachten** | 0,45% | 0,82% | 0,41% |
| **Tag nach Weihnachten** | 0,52% | 0,62% | 0,35% |
| **Durchschnitt der 5 Tage davor** | -0,05% | -0,06% | 0,08% |
| **Durchschnitt der 10 Tage davor** | -0,07% | -0,15% | -0,27% |
| **Durchschnitt der 5 Tage danach** | 0,29% | 0,65% | 1,10% |
| **Durchschnitt der 10 Tage danach** | 0,12% | 0,21% | 0,42% |

Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

[84] Für eine detaillierte Darstellung des Jänner-Effekts, siehe „Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt", In Gold We Trust-Report 2024

*Let's be naughty and save Santa the trip.*
**Gary Allan**

**Die Ergebnisse zeigen, dass die drei großen fröhlichen Feiertage, obwohl jeder Feiertag in einer anderen Kultur verwurzelt ist, mit einem Feiertagseffekt auf dem Goldmarkt verbunden werden können.** Obwohl diese Kalenderanomalie wahrscheinlich niemanden reich machen wird, hat sie das Potenzial, in einer kurzfristigen Handelsstrategie genutzt zu werden, um anständige Gewinne zu erzielen.

## Das Jänner-Barometer

*If you torture data long enough, it will confess to anything.*
**Ronald Coase**

**Das Jänner-Barometer basiert auf der Annahme, dass die Marktperformance im Jänner in gewisser Weise die Performance für den Rest des Jahres „vorhersagen" kann.** Das bedeutet, dass auf Zugewinne im Jänner Zugewinne im Zeitraum Februar bis Dezember folgen sollten. Die Effizienz des Jänner-Barometers wurde von Cooper et al. untersucht, die herausfanden, dass auf dem US-Aktienmarkt bei einer positiven Jänner-Rendite die Wahrscheinlichkeit einer positiven Rendite in den folgenden 11 Monaten höher ist, als bei einer negativen Jänner-Rendite. Cooper et al. entwickelten auch eine Anlagestrategie, bei der sie nach einem positiven Jänner in Aktien und nach einem negativen Jänner in T-Bills investierten. Sie analysierten einen Zeitraum von 152 Jahren, um nachzuweisen, dass ihre Strategie effizienter ist als eine einfache Buy-and-hold-Anlagestrategie.

Brown und Luo erweiterten die Strategie, da es ihrer Meinung nach ineffizient ist, die Aktien nur 11 Monate lang zu halten, da der Anleger nicht in der Lage ist, positive Renditen im Jänner zu nutzen. Ihre Ergebnisse zeigen, dass die Eröffnung einer Long-Position in Aktien für 12 Monate effizienter ist, als die Eröffnung einer Long-Position für nur 11 Monate nach einem positiven Jänner.

### Das Jänner-Barometer, GLD: 2005–2024 / GDX: 2007–2024 / GDXJ: 2010–2024

| | Anzahl der Jahre | Jänner mit positiver Rendite | Positiver Jänner gefolgt von einem positiven 11-Monats-Zeitraum | | Positiver Jänner gefolgt von einem positiven 12-Monats-Zeitraum | | Durchschnittliche Rendite nach positivem Jänner (11 Monate) | Durchschnittliche Rendite nach positivem Jänner (12 Monate) | Durchschnittliche Rendite nach negativem Jänner (11 Monate) | Durchschnittliche Rendite nach negativem Jänner (12 Monate) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| GLD | 20 | 13 | 8 | 61,54% | 9 | 69,23% | 5,26% | 8,65% | 10,09% | 14,72% |
| GDX | 18 | 10 | 3 | 30,00% | 3 | 30,00% | -1,67% | -0,24% | 5,76% | 9,09% |
| GDXJ | 15 | 6 | 1 | 16,67% | 1 | 16,67% | -13,42% | -14,52% | 9,14% | 13,91% |

Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*January is the month for dreaming.*
**Jean Hersey**

**Wie aus der Tabelle ersichtlich wird, funktioniert das Jänner-Barometer für Goldassets nicht gut.** GLD verzeichnete von 2005 bis 2024 insgesamt 13 positive Jänner-Renditen. In 8 Fällen folgte ein positiver 11-Monats-Zeitraum und in 9 Fällen ein positiver 12-Monats-Zeitraum. Das bedeutet eine Erfolgsquote von 61,54% bzw. 69,23%. Die durchschnittliche Rendite für den 11-Monats- und 12-Monats-Zeitraum nach einem positiven Jänner betrug 5,26% bzw. 8,65%. Auf eine negative Jänner-Rendite folgten hingegen 11- und 12-Monats-Zeiträume mit durchschnittlichen Renditen von 10,09% bzw. 14,72%.

*Beware of false knowledge; it is more dangerous than ignorance.*
**George Bernard Shaw**

Schlechter sieht es bei GDX und GDXJ aus, wo die Erfolgsquote deutlich unter 50% liegt. Außerdem folgt auf positive Jänner-Renditen im Durchschnitt ein sehr negatives Jahr, während die durchschnittlichen Renditen nach negativen Jänner-Renditen positiv sind. **Daraus kann man schließen, dass das Jänner-Barometer für die untersuchten Goldwerte nicht funktioniert. Zumindest nicht, wenn wir über die letzten zwei Jahrzehnte sprechen.**

## Der Super-Bowl-Indikator

*Pressure is something you feel when you don't know what you're doing.*
**Chuck Noll**

Der Super-Bowl-Indikator ist keine typische Kalenderanomalie. Dennoch bestehen gewisse Ähnlichkeiten zu den bisher beschriebenen Anomalien. **In der Theorie soll das Ergebnis zur Vorhersage der Aktienmarktentwicklung für den Rest des Jahres dienlich sein.** Wie die NFL-Fans sicherlich wissen, findet der Super Bowl Mitte Februar statt. In den 1970er-Jahren fand der Kick-off zum Super Bowl allerdings noch Mitte Jänner statt, in den 1980er- und 1990er-Jahren in der zweiten Jännerhälfte und zwischen 2004 und 2021 Anfang Februar. Es ist ein Aufeinandertreffen zwischen dem Sieger der AFC (American Football Conference) und der NFC (National Football Conference). **Der Super-Bowl-Indikator besagt, dass der Sieg der AFC-Mannschaft ein bärisches Zeichen für den Aktienmarkt ist, der Sieg der NFC-Mannschaft hingegen ein bullisches Zeichen.**

*You can't go out and practice average on Wednesday, average on Thursday, and then expect to play well on Sunday.*
**Tom Brady**

Der Super-Bowl-Indikator wurde erstmals 1978 von Leonard Koppett präsentiert, einem Sportjournalisten der New York Times. **Die langfristige Erfolgsquote bei der Vorhersage der Entwicklung des S&P 500 war mit 74% beeindruckend.** Allerdings hat sich die Prognosefähigkeit dieses Indikators in den letzten Jahren verschlechtert: Zwischen 2016 und 2024 gab es nicht weniger als 8 Fehlprognosen.

**Es ist nun an der Zeit, die Effizienz des Super-Bowl-Indikators auf dem Goldmarkt zu untersuchen. Die Ergebnisse für GLD, GDX und GDXJ sind in der nächsten Tabelle dargestellt.** Es ist wichtig zu beachten, dass die untersuchten Zeiträume je nach Auflegungsdatum der einzelnen ETFs variieren. In allen Fällen endet der Zeitraum am 31. Jänner 2023 bzw. am 9. Februar 2024, dem Austragungstermin der Super Bowl XVIII. Die Anfangsdaten sind der 7. Februar 2005 für GLD, der 5. Februar 2007 für GDX und der 8. Februar 2010 für GDXJ. Die Tabelle zeigt die Anzahl der Siege der AFC- und NFC-Teams und die Anzahl der darauffolgenden positiven Renditen. Die Erfolgsquote wird als der Prozentsatz der Jahre berechnet, in denen eine positive Rendite erzielt wurde. Die Erfolgsquoten sowie die durchschnittlichen Renditen werden für den Rest des jeweiligen Jahres sowie bis zum nächsten Super Bowl berechnet, um die positiven Renditen zu erfassen, die tendenziell im Jänner auftreten.

*We are pattern-seeking primates…we look for patterns in the world and assign meaning to them.*
**Michael Shermer**

**Auf den ersten Blick widerspricht die Beobachtung der Vorhersage des Indikators. Für alle drei ETFs scheint der Sieg eines AFC-Teams ein relativ zuverlässiger Indikator für ein positives Jahr zu sein.** Und der Sieg eines NFC-Teams sagt ein negatives Jahr sogar noch genauer voraus. Bei GLD folgten auf 12 Siege eines AFC-Teams 9 Jahre mit Zugewinnen bis zum Jahresende

und 10 Jahre mit Zugewinnen zum nächsten Super Bowl. Gesamt betrachtet wiesen die 12 Jahre eine durchschnittliche Rendite von 9,48% bzw. 13,65% auf. Auf der anderen Seite folgten auf 8 Siege eines NFC-Teams 3 positive Ergebnisse bis zum Jahresende und 5 positive Ergebnisse bis zum nächsten Super Bowl. Die durchschnittlichen Renditen waren mit 3,78% bzw. 6,88% positiv. Dies sind zwar grüne Zahlen, aber im Vergleich zu den Jahren mit einem Sieg eines AFC-Teams sind sie deutlich niedriger. Schenkt man dem Superbowl-Indikator Vertrauen, so dämpft der diesjährige Sieg der Philadelphia Eagles, eines NFC-Teams, die Erwartungshaltung.

*Soccer is a gentleman's game played by hooligans. Football is a hooligan's game played by gentlemen.*
**Winston Churchill**

**Noch interessanter ist die Situation beim GDX. Auf 10 AFC-Siege folgten in 7 bzw. 6 Fällen positive Renditen.** Die durchschnittliche Rendite belief sich auf 6,51% bzw. 10,86%. Auf der anderen Seite folgten auf 8 Siege von NFC-Teams nur einmal im restlichen Jahr und zweimal bis zum nächsten Super Bowl eine positive Rendite. Die durchschnittliche Rendite war negativ, nämlich -7,63% bzw. -5,52%.

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

**Ein ähnlicher Trend ist bei GDXJ zu beobachten, mit einer AFC-Erfolgsquote von 62,50% bzw. 50,00% und einer NFC-Erfolgsquote von 14,29% bzw. 28,57%.** Die durchschnittliche Rendite für den Rest des Jahres nach einem Sieg eines AFC-Teams beträgt 4,68%, bei einem Sieg eines NFC-Teams jedoch -8,98%. Berücksichtigt man die Performance bis zum nächsten Super Bowl, so beträgt die durchschnittliche Rendite 10,28% gegenüber -6,35% zugunsten der AFC.

### Der Super-Bowl-Indikator, GLD: 2005–2024 / GDX: 2007–2024 / GDXJ: 2010–2024

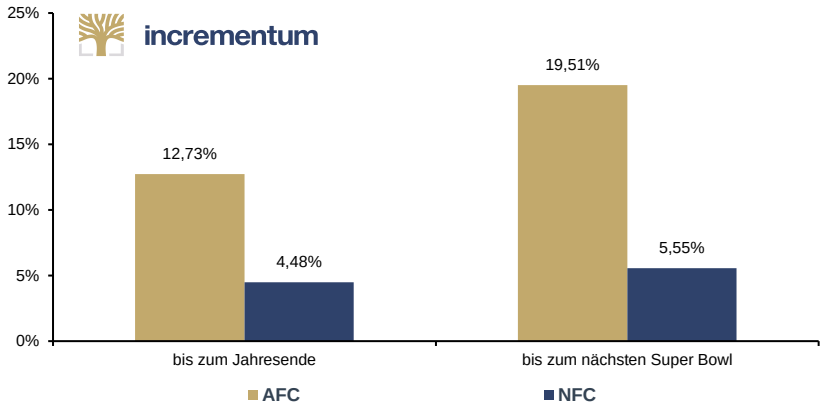
| | GLD | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Performance bis zum Ende des Jahres | | | Performance bis zum nächsten Super Bowl | | |
| | Anzahl der Siege / positive Performance | Erfolgsquote | Durchschnittsrendite | Anzahl der Siege / positive Performance | Erfolgsquote | Durchschnittsrendite |
| AFC | 12/9 | 75,00% | 9,48% | 12/10 | 83,33% | 13,65% |
| NFC | 8/3 | 37,50% | 3,78% | 8/5 | 62,50% | 6,88% |
| | **GDX** | | | | | |
| | Performance bis zum Ende des Jahres | | | Performance bis zum nächsten Super Bowl | | |
| | Anzahl der Siege / positive Performance | Erfolgsquote | Durchschnittsrendite | Anzahl der Siege / positive Performance | Erfolgsquote | Durchschnittsrendite |
| AFC | 10/7 | 70,00% | 6,51% | 10/6 | 60,00% | 10,86% |
| NFC | 8/1 | 12,50% | -7,63% | 8/2 | 25,00% | -5,52% |
| | **GDXJ** | | | | | |
| | Performance bis zum Ende des Jahres | | | Performance bis zum nächsten Super Bowl | | |
| | Anzahl der Siege / positive Performance | Erfolgsquote | Durchschnittsrendite | Anzahl der Siege / positive Performance | Erfolgsquote | Durchschnittsrendite |
| AFC | 8/5 | 62,50% | 4,68% | 8/4 | 50,00% | 10,28% |
| NFC | 7/1 | 14,29% | -8,98% | 7/2 | 28,57% | -6,35% |

Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

**Da die Geschichte der ETFs relativ kurz ist, kann man argumentieren, dass die Ergebnisse nicht robust genug sind. Daher ist es sinnvoll, einen direkten Blick auf den Goldpreis zu werfen, um ein langfristigeres Bild zu erhalten.** Wie aus dem nächsten Chart hervorgeht,

folgte in längerfristiger Betrachtung auf die Siege der AFC-Teams eine durchschnittliche Rendite von 12,73% für den Rest des Jahres, verglichen mit 4,48% nach den Siegen der NFC-Teams. Wenn die Renditen bis zum nächsten Super Bowl berechnet werden, sind die Durchschnittswerte erwartungsgemäß etwas höher. In diesem Fall sind es 19,51% gegenüber 5,55% zugunsten der AFC-Teams.

**Durchschnittliche Gold-Performance nach Super Bowls, 1970–2024**




Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*Randomness has no memory.*
**Nassim Taleb**

**Ein weiterer logischer Schritt besteht darin, die Leistungen nicht nach der siegreichen Liga, sondern nach der siegreichen Mannschaft zu betrachten.** Danach sieht es so aus, als seien die besten Nachrichten für die Goldanleger die Siege der Kansas City Chiefs und der New England Patriots. Kansas City gewann 3 Super Bowls und in allen 3 Fällen folgten Jahre mit deutlichen Zugewinnen. Die durchschnittlichen Renditen betrugen 12,48% bis zum Jahresende bzw. 10,72% bis zum nächsten Super Bowl. Im Falle der New England Patriots folgten auf 6 Super Bowls in 5 Fällen positive Renditen mit einer durchschnittlichen Rendite von 9,72% bzw. 14,83%. Aber auch die Jahre, in denen die Dallas Cowboys oder die Pittsburgh Steelers siegten, sehen recht gut aus. Diese Ergebnisse können bei Goldanlegern, die andere Teams unterstützen, gemischte Gefühle hervorrufen, aber das Leben kann manchmal grausam sein.

### Die Entwicklung des Goldpreises nach Super-Bowl-Siegen verschiedener Teams, 1970–2024

| | Anzahl der Super-Bowl-Siege | Anzahl von positiver Rendite bis zum Ende des Jahres | Anzahl von positiver Rendite bis zur nächsten Super Bowl | durchschnittliche Rendite bis zum Ende des Jahres | durchschnittliche Rendite bis zum nächsten Super Bowl |
|---|---|---|---|---|---|
| Baltimore Ravens | 2 | 1 | 1 | -10,86% | -8,26% |
| Dallas Cowboys | 5 | 4 | 3 | 16,45% | 15,47% |
| Denver Broncos | 3 | 1 | 1 | -1,65% | -0,52% |
| Green Bay Packers | 2 | 1 | 1 | -1,04% | 6,48% |
| Chicago Bears | 1 | 1 | 1 | 13,53% | 13,09% |
| Indianapolis Colts (1971 - Baltimore Colts) | 2 | 2 | 2 | 21,48% | 30,24% |
| Kansas City Chiefs | 4 | 4 | 4 | 16,75% | 18,35% |
| Las Vegas Raiders (1977 und 1981 - Oakland Raiders, 1984 - Los Angeles Raiders) | 3 | 1 | 1 | -7,75% | -7,52% |
| Los Angeles Rams (2000 - St. Louis Rams) | 2 | 0 | 1 | -2,97% | -3,50% |
| Miami Dolphins | 2 | 2 | 2 | 63,46% | 68,64% |
| New England Patriots | 6 | 5 | 5 | 9,72% | 14,83% |
| New Orleans Saints | 1 | 1 | 1 | 33,35% | 26,63% |
| New York Giants | 4 | 1 | 2 | 2,30% | 1,61% |
| Philadelphia Eagles | 1 | 0 | 0 | -3,71% | -1,05% |
| Pittsburgh Steelers | 6 | 4 | 4 | 18,52% | 37,77% |
| San Francisco 49ers | 5 | 3 | 4 | 4,68% | 9,89% |
| Seattle Seahawks | 1 | 0 | 1 | -4,96% | 3,14% |
| Tampa Bay Buccaneers | 2 | 2 | 2 | 7,51% | 6,21% |
| Washington Redskins | 3 | 0 | 0 | -13,00% | -14,48% |

Quelle: YahooFinance, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Super-Bowl-Indikator anders zu funktionieren scheint als erwartet. **Der Sieg eines AFC-Teams ist in der Regel besser für Gold und goldbezogene Aktien als der Sieg eines NFC-Teams. Und es sieht so aus, als ob auch der Sieg einiger bestimmter Teams positiv für den Goldmarkt ist.**

*Every quarterback can throw a ball; every running back can run; every receiver is fast; but that mental toughness that you talk about translates into competitiveness.*
**Tom Brady**

Leider haben, zumindest für Goldanleger, die Philadelphia Eagles, ein Team aus der NFC, den Super Bowl 2025 gewonnen. Ein Sieg eines NFC-Teams ist normalerweise ein schlechtes Omen für Gold und Goldanlagen, obwohl wie die Zahlen zeigen, nicht notwendigerweise eine negative Rendite folgen muss. Der Sieg der Eagles ist insofern nicht besonders aussagekräftig, da es sich erst um den zweiten Super-Bowl-Sieg dieses Teams handelt und die Datenbasis daher äußerst klein ist. Als die Eagles das letzte Mal gewannen, im Jahr 1978, verzeichnete der Goldpreis einen leichten Verlust.

*Correlation is not causation – unless you're trying to win an argument on the internet.*
**Autor unbekannt**

**Es ist natürlich klar, dass es sich beim Super-Bowl-Indikator definitiv bloß um eine Korrelation und nicht um eine Kausalität handelt.** Daher ist dieser Indikator mit einer gehörigen Portion Augenzwinkern zu betrachten. Es ist schwer, eine vernünftige Erklärung dafür zu finden, warum das Ergebnis des Super-Bowl-Spiels irgendeinen Einfluss auf den Goldmarkt haben sollte. Obwohl dieser Indikator also recht aussagekräftig aussieht, sollte man ihn eher als Kuriosität denn als ernstzunehmendes Analyseinstrument betrachten.

## Fazit

*There is nothing so dangerous as the pursuit of a rational investment policy in an irrational world.*
**John Maynard Keynes**

Investieren wird oft mit Alchemie verglichen. Auf der Suche nach höheren Renditen sind Anleger manchmal bereit, unkonventionelle Methoden und Instrumente einzusetzen. Die Kalenderanomalien sind eine davon. **Ihre Existenz ist schwer zu erklären, da sie eine Mischung aus fundamentaler, technischer und psychologischer Analyse darstellen.** Die Daten zeigen jedoch, dass sie trotz alledem funktionieren können. Von den vorgestellten Anomalien scheint der Halbmonatseffekt das größte Potenzial zu bieten. Dies gilt insbesondere für den GDX und den GDXJ. Die Ergebnisse zeigen jedoch auch, dass sich seine Stärke verändert und dass er vor allem in den letzten 15 Jahren besonders ausgeprägt war. Daher ist Vorsicht geboten. Auch der Super-Bowl-Indikator zeigt einige vielversprechende Ergebnisse, aber wie bereits erwähnt, handelt es sich dabei eher um eine Kuriosität und nicht um ein solides Analyseinstrument.

*The idea that the future is unpredictable is undermined every day by the ease with which the past is explained.*
**Daniel Kahnemann**

Obwohl die Kalenderanomalien ein interessantes Thema sind und das Potenzial haben, außergewöhnliche Renditen zu erwirtschaften, gibt es einige Dinge zu beachten. Die Kalenderanomalien variieren erstens hinsichtlich Stärke und Auftreten im Laufe der Zeit. Mit anderen Worten: **Selbst wenn eine Kalenderanomalie in 12 der letzten 15 Jahre funktioniert hat, gibt es keine Garantie dafür, dass auch in Zukunft das Ausnützen der Kalenderanomalie so zuverlässig funktionieren wird.**

**Ein weiteres Problem ist, dass insbesondere bei kurzfristigen Anomalien wie dem Wochentagseffekt oder dem Feiertagseffekt die Transaktionskosten einen großen Teil der erzielten Rendite zunichte machen können.** Daher sollte man sich, wie im ersten Teil zu den Kalenderanomalien im *In Gold We Trust*-Report 2024 unter dem Titel „Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt“ festgestellt, auf die längerfristigen Anomalien konzentrieren. Und hier bietet sich der Halloween-Effekt an, denn es genügt, Gold oder Goldaktien ganz am Ende des Oktobers zu kaufen und sie am Ende des Aprils zu verkaufen. In der restlichen Zeit kann das Geld auf einem Bankkonto gehalten werden, das eine gewisse zusätzliche Rendite abwirft. Dabei wird von nur zwei Transaktionen pro Jahr ausgegangen, sodass die Transaktionskosten vernachlässigbar sein dürften.

PAN AMERICAN
SILVER
WELTWEIT FÜHRENDE
SILBERMINENGESELLSCHAFT
*Pan American Silver ist ein führender Produzent von Edelmetallen mit einem diversifizierten Portfolio von Silber- und Goldminen in Nord- und Südamerika. Pan American Silver bietet ein erhöhtes Exposure gegenüber Silber dank großer Silberreserven und -ressourcen sowie Perspektiven zur Steigerung der Silberproduktion. Wir sind seit über drei Jahrzehnten in Nord- und Südamerika tätig und haben uns branchenweit eine herausragende Reputation in den Bereichen Nachhaltigkeit, operative Exzellenz und vorausschauende Finanzplanung erworben.*
PAAS: NYSE & TSX
PANAMERICANSILVER.COM

# Technische Analyse

*Successful investing is having everyone agree with you... later!*

**Jim Grant**

- **Gold im Bullenmarkt: Der langfristige Ausbruch aus der Cup-and-Handle-Formation markiert eine neue Phase des säkularen Bullenmarktes, der mittelfristig auf 4.000–5.000 USD zielen könnte.**
- **Analystenerwartungen zu pessimistisch: Der Konsens der Analysten sieht für Ende 2025 sinkende Preise, was als bullishes Kontrasignal interpretiert wird. Auch die Sentimentindikatoren wie Optix zeigen trotz neuer Allzeithochs keine Euphorie – ein positives Zeichen aus antizyklischer Sicht.**
- **Silber bleibt unterbewertet: Das Gold/Silber-Ratio über 100 deutet auf eine potenzielle Nachholbewegung bei Silber hin, sobald es über 35 USD ausbricht.**
- **Das Midas Touch Gold Modell™ ist derzeit bearish, da auf Tages- und Wochenebene Verkaufssignale vorliegen, während das langfristige Kaufsignal auf Monatsbasis noch intakt bleibt. Aufgrund saisonaler Schwäche bis Juli ist kurzfristig mit einer Korrektur oder Seitwärtsbewegung zu rechnen, bevor die Rally neue Kraft schöpfen könnte.**
- **Der Markt hat einen langfristigen Paradigmenwechsel vollzogen, den viele Anleger wegen kurzfristiger Volatilität noch nicht erkannt haben. Diese Zurückhaltung und das geringe westliche Interesse schaffen ein ideales Umfeld für weitere Kurssteigerungen.**

**Nach der umfassenden makroökonomischen und fundamentalen Analyse wenden wir uns nun der technischen Analyse des Goldpreises zu.** Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

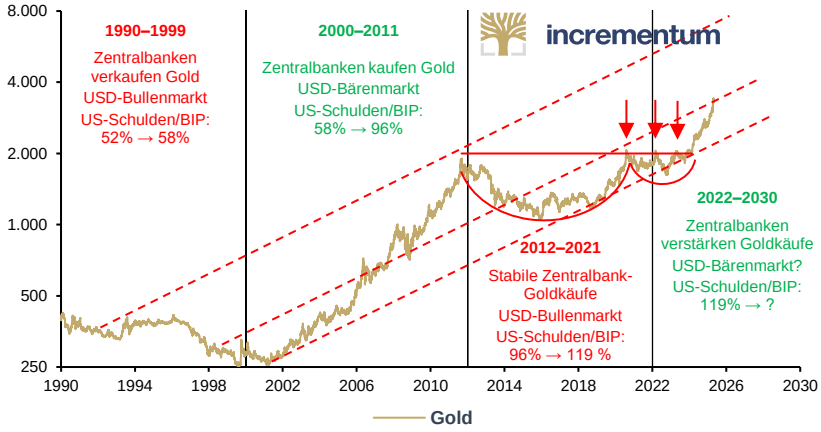
> *„Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Phase des „Durchschnaufens" nicht verwundern. Diese käme nach dem impulsiven Ausbruch von knapp 600 USD nicht überraschend. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem großes Kaufinteresse an der Seitenlinie wartet, was zu einem „buy the dips" führt. Auch die zuletzt leicht gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns zuversichtlich. Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend."*[85]

*The best bulls in rodeo are unpredictable. Trying to outsmart them can lead cowboys to outsmart themselves.*
**Ty Murray**

**Diese technische Einschätzung erwies sich als korrekt.** Wenige Tage nach der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Reports 2024 „Das neue Gold-Playbook" setzte eine Seitwärtsphase ein, die im Bereich von 2.300 USD Unterstützung fand. Anschließend begann ein mehrmonatiger Rekordlauf, der lediglich für wenige Wochen rund um die Präsidentschaftswahl im November von einer Korrektur unterbrochen wurde. Das Tief im Dezember bei 2.500 USD bildete schließlich ein solides Fundament für eine impulsive Rally von fast 1.000 USD.

Im nachfolgenden logarithmisch skalierten Chart ist die langfristige Tassen-Henkel-Formation zu erkennen, die inzwischen nach oben aufgelöst wurde. Nachdem der Goldpreis in US-Dollar von August 2020 bis Februar 2024 in einer Seitwärtsbewegung konsolidierte, befinden wir uns nun mitten in einer neuen Phase des Bullenmarktes. **Aktuell notiert der Preis etwa in der Mitte des Trendkanals. Wir gehen davon aus, dass am Ende des *Big Longs* die obere Begrenzung des Kanals erreicht wird.**

**Gold (log), in USD, 01/1990–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

**Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des Goldpreises aus?** Für die längerfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut

[85] „Technische Analyse", In Gold We Trust-Report 2024

den Coppock-Indikator heran.[86] Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Der Coppock-Indikator steht weiterhin auf Kauf, hat allerdings eine Divergenz zum Preis ausgebildet und könnte bald ein Verkaufssignal generieren. Der KST[87] hat hingegen im Vorjahr impulsiv nach oben gedreht und sendet ein Kaufsignal.

Quelle: Tradingview, Incrementum AG

*It is impossible to produce a superior performance unless you do something different from the majority.*
**Sir John Templeton**

**Verschaffen wir uns nun einen Überblick über die Marktstimmung. Sieht man sich die Prognosen von Anfang Mai 2025 für Ende 2025 an, so wird im Median ein Preis von 3.007 USD prognostiziert.** Damit wird für den restlichen Jahresverlauf ein Rückgang erwartet. Vor exakt einem Jahr belief sich seitens der Analystencommunity das Median-Kursziel für Ende 2024 übrigens auf 2.115 USD.

**Die Median-Kursziele für das Jahresende der Folgejahre sind: 2.915 USD (2026), 2.825 USD (2027), 2.775 USD (2028) und 2.609 USD (2029).** De facto erwarten die Analysten somit eine Korrektur bis Ende 2025, anschließend einen stetigen leichten Abwärtstrend. Wir halten diese Divergenz zwischen dem Preisverlauf und der Stimmung unter den Analysten für ein extrem wertvolles, bullishes Signal. Am Ende eines säkularen Trends sollten die Prognosen deutlich euphorischer sein. Der Analyst mit den optimistischsten Prognosen ist übrigens zugleich Verfasser dieser Zeilen.

## Bloomberg: Analysten-Konsens für Gold: 2025–2029

Gold $/t oz | Browse | As Of 05/05/25 | Ticker Type Actual
Quarterly Forecast | Yearly Forecast
Overview | Curve Analysis | Ranking
Firms: Standard | Custom | Rank: All | Updated: Last 6 Months

| Consensus | Spot | As Of | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Median | | 05/05/25 | 3007.50 | 2915.00 | 2825.00 | 2775.50 | 2609.00 |
| Mean | | 05/05/25 | 2984.58 | 2980.98 | 2815.48 | 2671.41 | 2647.09 |
| High | | 05/05/25 | 3420.81 | 4150.00 | 4025.00 | 3800.00 | 4100.00 |
| Low | | 05/05/25 | 2450.00 | 1994.00 | 1769.00 | 1674.00 | 1850.00 |

Quelle: Bloomberg

[86] Konkret handelt es sich um zwei zeitlich gewichtete Momentum-Kurven, die addiert werden und deren langfristiger Moving Average die Coppock-Linie darstellt. Wir verwenden einen etwas modifizierten Coppock mit etwas längeren Periodizitäten.
[87] Der „Know Sure Thing"-Indikator (KST) von Martin Pring misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.

*Um ein tadelloses Mitglied einer Schafherde sein zu können, muss man vor allem ein Schaf sein.*
**Albert Einstein**

**Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild.** Per Jahresende wird im Median ein Preis von 33,5 USD erwartet. Anschließend soll der Preis bis 2029 weitgehend seitwärts laufen. Wirklich aussagekräftig ist der Konsens jedoch nicht mehr, denn die Anzahl der aktiven Coverages seitens der Banken hat sich in den letzten Jahren deutlich reduziert. **Dies bestätigt unsere Hypothese, wonach Silber im Finanzsektor so populär ist wie ein Raucherzimmer auf einer Lungenfachärztetagung.**

## Bloomberg: Analysten-Konsens für Silber: 2025–2029

Silver $/t oz | Browse | As Of 05/05/25 | Ticker Type Actual
Quarterly Forecast | Yearly Forecast
Overview | Curve Analysis | Ranking
Firms: Standard | Custom | Rank: All | Updated: Last 6 Months

| Consensus | Spot | As Of | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Median | | 05/05/25 | 33.54 | 34.40 | 34.00 | 33.50 | 34.37 |
| Mean | | 05/05/25 | 33.19 | 34.58 | 33.59 | 33.26 | 34.82 |
| High | | 05/05/25 | 36.70 | 43.75 | 50.00 | 55.00 | 64.00 |
| Low | | 05/05/25 | 29.33 | 24.45 | 22.40 | 21.60 | 23.00 |
| Forward | 32.46 | 05/05/25 | 32.60 | 33.75 | 35.19 | 36.35 | 36.90 |
| Diff (Median - Curr) | | | +0.94 | +0.65 | -1.19 | -2.85 | -2.53 |

Quelle: Bloomberg

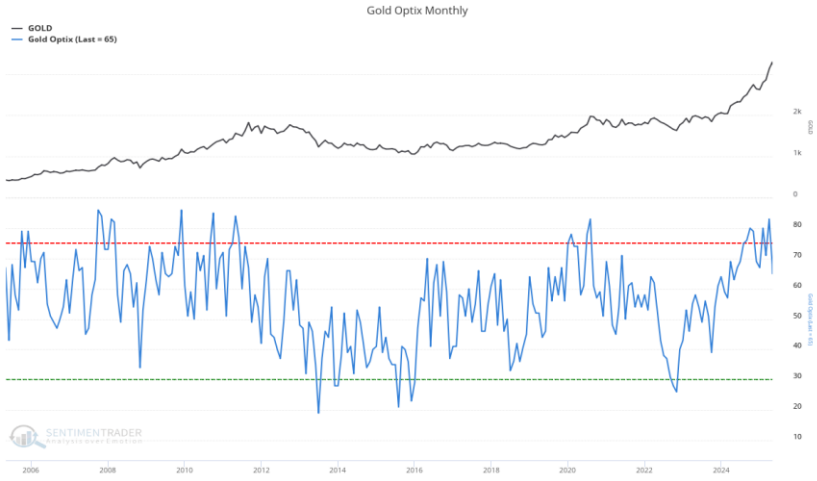
*The one who follows the crowd will usually get no further than the crowd. The one who walks alone, is likely to find himself in places no one has ever been.*
**Albert Einstein**

**Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von SentimenTrader.** Dieser bildet die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt ab. Die diesem Barometer zugrunde liegende Logik ist eine denkbar einfache. Wenn die öffentliche Meinung einen starken Konsens bildet, ist dieser breite Konsens ein guter Kontraindikator. Der Markt ist meist zu bullish, wenn die Preise bereits (stark) gestiegen sind, und zu bearish, wenn sie bereits (stark) gefallen sind.

*Be careful when you follow the masses. Sometimes the "m" is silent.*
**Unbekannter Autor**

**Wenn der Optix-Index über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, dann gilt es, vorsichtiger zu werden.** Liegt er bei 30 Punkten oder darunter, ist die Stimmung hingegen pessimistisch und das Downside-Risiko limitiert. Aktuell notiert der monatliche Optix-Index bei 65 und somit noch im neutralen Terrain. Vergleicht man das gegenwärtige Niveau mit dem letzten Höchststand vom Juli 2020, so lässt sich eine klare Divergenz erkennen. Obwohl Gold neue Allzeithochs markiert hat, ist das Sentiment weiterhin recht verhalten, was als klar positives Zeichen zu interpretieren ist.

## Optix-Indikator und Goldpreis, 2005–2025




Quelle: Sentimentrader.com

*History never repeats itself. Man does.*
**Voltaire**

**Der Optix-Index für Silber notiert ebenfalls bei 65, also noch im neutralen Terrain.** Bezüglich der Stimmungslage im Silbersektor hatten wir einmal geschrieben: „Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wenngleich die Gäste nun langsam eintreffen." Weitere Partygäste sind zwischenzeitlich tatsächlich hinzugekommen, andere haben die Party aber rasch wieder verlassen, vermutlich aus Enttäuschung über nicht noch stärkere Zugewinne und die hohe Volatilität.

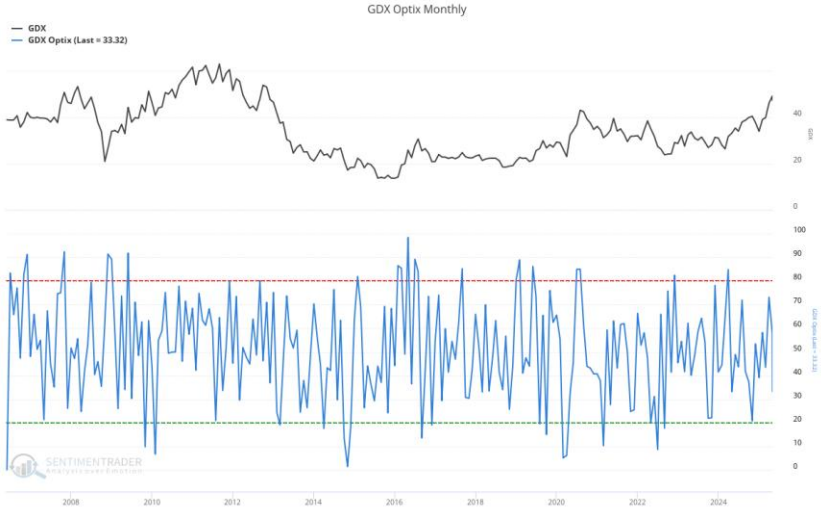
## Optix-Indikator und Silberpreis, 2005–2025

Quelle: Sentimentrader.com

*Much of investing is avoiding FOMO buying and panic selling.*
**Naval**

Wenn wir uns schließlich die Stimmungslage bei den Minen-Investoren ansehen, so lässt sich auch hier keinerlei überschäumende Euphorie vorfinden. Der Optix notiert aktuell bei 33 und nähert sich damit dem pessimistischen Terrain. Das ist angesichts der jüngsten Performance der Minenaktien durchaus überraschend und aus antizyklischer Sicht klar positiv zu interpretieren. **Damit sind Mining-Investoren von überschäumendem Optimismus noch so weit entfernt wie ein Wiener Kaffeehauskellner von überschwänglicher Freundlichkeit.**

## Optix-Indikator und GDX, 2008–2025




Quelle: Sentimentrader.com

*I have seen the future and it is very much like the present, only longer.*
**Kehlog Albran**

**Auch heuer wollen wir einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen.**[88] Der folgende Chart zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in den Jahren nach US-Präsidentschaftswahlen. Man erkennt deutlich, dass ab Anfang Juni eine saisonal schwächere Phase beginnt, die im August endet.

## Saisonalität von Gold in Nachwahljahren

Quelle: Seasonax.com

Bei Silber lässt sich ebenso ein saisonaler Abwärtstrend ab Anfang Juni erkennen. Dieser fällt allerdings deutlich ausgeprägter aus als bei Gold und endet bereits Anfang Juli.

## Saisonalität von Silber in Nachwahljahren

Quelle: Seasonax.com

**Werfen wir noch einen kurzen Blick auf die Entwicklung von Minenaktien in Nachwahljahren.** Der Gold-Bugs-Index (HUI) zeigt typischerweise insbesondere ab Ende Mai saisonale Schwäche, ehe von Juli bis Mitte Oktober eine saisonal starke Phase einsetzt.

[88] Die saisonalen Charts wurden uns von unseren Freunden von www.seasonax.com zur Verfügung gestellt.

### Saisonalität von Minenaktien in Nachwahljahren

Quelle: Seasonax.com

## Das Midas Touch Gold Modell™[89]

*Auro loquente omnis oratio inanis est.*
*Wenn Gold redet, dann schweigt die Welt.*
**Lateinische Redewendung**

**Wie gewohnt möchten wir Ihnen an dieser Stelle ein aktuelles Update zum „Midas Touch Gold Modell™“[90] sowie den kurz- bis mittelfristigen Ausblick von unserem lieben Freund Florian Grummes präsentieren.** Das Midas Touch Gold Modell beleuchtet den Goldmarkt aus verschiedenen Perspektiven mit einem rationalen und ganzheitlichen Ansatz und überzeugt durch seine Vielseitigkeit sowie die quantitative Messbarkeit. Trotz der umfangreichen Datenbasis gelingt es dem Modell, eine fundierte und tiefgehende Analyse klar und übersichtlich in einer Tabelle darzustellen und daraus präzise Schlussfolgerungen zu ziehen.

### Gold in US-Dollar (Monatschart)

Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

89 Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting. Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: http://eepurl.com/ccKg2r

90 Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im In Gold We Trust-Report 2016.

*Technical analysis is not a crystal ball; it's a risk management tool.*
**Bruce Kovner**

**Im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook" hatten wir an dieser Stelle zunächst einen saisonal typischen Rücksetzer bis auf unter 2.200 USD erwartet, bevor die Gold-Rally weitergehen sollte.** Zu diesem Rücksetzer kam es jedoch nicht wirklich. Vielmehr verdaute der Goldpreis die erste Etappe seiner Ausbruchsrally mit einer viermonatigen Seitwärtskonsolidierung auf hohem Niveau zwischen 2.480 und 2.280 USD. Dabei sorgte im Mai vorübergehend auch der steil anziehende Silberpreis für weiteren Kaufdruck am Goldmarkt. Insgesamt blieb die Lage beeindruckend stabil und klar unter der Kontrolle der Bullen.

*The next major leg up in the gold price will prove to be a religious experience for those people unfortunate enough to find themselves short.*
**Paul Mylchreest**

**Nicht überraschend setzte sich die Gold-Rally daher mit dem Ausbruch über 2.500 USD schon ab Mitte August und dann ab Mitte September umso intensiver fort.** Unterstützt von einem haussierenden Silberpreis markierte der Goldpreis schließlich am 30. Oktober mit 2.790 USD ein neues Allzeithoch. Im Anschluss kam es zu einem scharfen Abverkauf bis auf 2.535 USD sowie einer siebenwöchigen Korrektur, welche klassischerweise in Form eines Dreiecks abgearbeitet wurde.

**Ausgehend von einem höheren Tief bei 2.580 USD am 18. Dezember 2024, und damit mal wieder pünktlich zum letzten FOMC-Zinsentscheid des Jahres, gelang dem Goldpreis erneut die Trendwende nach oben.** War der Beginn der nächsten Aufwärtswelle noch etwas zäh und unsicher, so nahmen die Bullen mit dem klaren Ausbruch über 2.680 USD ab dem 10. Jänner wieder das Heft in die Hand. Ohne jegliche Verschnaufpause für die Bären trieben sie die Goldnotierungen in den folgenden sechs Wochen bis auf ein neues Allzeithoch bei 2.957 USD.

**Erst hier sorgte ein scharfer Rücksetzer auf 2.832 USD für eine dreiwöchige Unterbrechung der Rally.** Nachdem die schwachen Hände abgeschüttelt worden waren und sich der Goldmarkt schließlich an das neue Preisniveau um 2.900 USD gewöhnt hatte, setzte sich die Aufwärtsbewegung im März noch steiler fort. Dabei stieg der Goldpreis um 11,83% in viereinhalb Wochen auf ein neues Allzeithoch bei 3.167 USD. Auf dem Weg dorthin stellte die runde psychologische Marke von 3.000 USD kein Hindernis dar, sondern sorgte lediglich für eine mehrtägige Konsolidierung.

*I put two children through Harvard by trading options. Unfortunately, they were my broker's children.*
**Jason Zweig**

**Im Umfeld der kollabierenden Aktienmärkte kam ab dem 3. April dann aber auch der Goldpreis zumindest für ein paar Tage unter Druck und setzte bis auf 2.955 USD zurück.** Nach drei Tagen war der Bären-Spuk aber schon wieder vorbei. Umgehend nutzten die Bullen die technische Unterstützung bei 2.950 USD, um die nächste Kursrakete zu zünden. Ausgehend von 2.955 USD begann die bislang steilste Rally im Lauf der seit Herbst 2022 anhaltenden Hausse. Innerhalb von nur elf Handelstagen explodierte der Goldpreis um mehr als 543 USD bzw. 18,37% und erreichte am 22. April ein neues Allzeithoch bei 3.500 USD.

**Diese neue Kursspitze markierte allerdings noch am selben Handelstag den Start eines Abverkaufs, wobei der deutlich tiefere Tageschlusskurs bei 3.380 USD ein klares Umkehrsignal auf den Tageschart brachte.** In

der Folge gab der Goldpreis innerhalb von sieben Handelstagen um rund 300 USD signifikant nach.

**Bisher hat die Unterstützung um 3.200 USD diesem ersten Angriff der Bären zwar standgehalten**, bei ca. 3.175 USD wartet jedoch eine offene Kurslücke auf Schließung. Zudem kommt die schnell steigende 50-Tage-Linie (3.094 USD) erst eine deutliche Etage tiefer ins Spiel und bestätigt damit kurzfristig den Korrekturbedarf.

**Während die Tages-Stochastik ein klares Verkaufssignal aktiviert hat**, bleibt die überverkaufte Zone des Oszillators vorerst noch unberührt, d. h. bis zu einer ersten halbwegs vernünftigen Kaufchance aufgrund einer stark überverkauften Lage müssen sich die Goldbullen wohl noch etwas gedulden.

*Far more money has been lost by investors preparing for corrections than has been lost in the corrections themselves.*
**Peter Lynch**

**Insgesamt ist der übergeordnete Aufwärtstrend am Goldmarkt ungeachtet kurzfristiger Schwankungen und gestiegener Volatilität weiterhin ungefährdet intakt.** Der lange angekündigte Ausbruch aus der großen Cup-and-Handle-Formation führte erwartungsgemäß zu einer Kursexplosion. Die Stärke des Anstiegs in den letzten 14 Monaten überrascht nicht, wenn man bedenkt, dass der Goldpreis zuvor dreizehneinhalb Jahre lang konsolidiert und korrigiert hat.

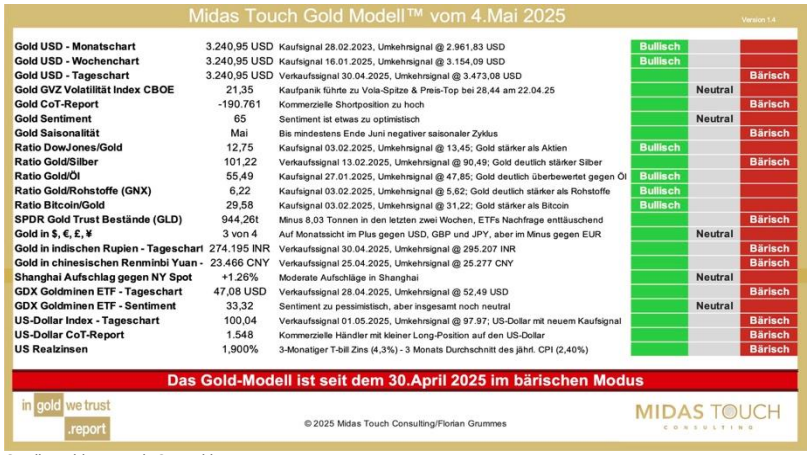
*There is no training, classroom or otherwise, that can prepare for trading the last third of a move, whether it's the end of a bull market or the end of a bear market.*
**Paul Tudor Jones**

**Unsere Kursziele bei 2.535 USD und 3.100 USD wurden vollständig abgearbeitet.** Unsere nächsten beiden übergeordneten Kursziele bei 4.000 USD und 5.000 USD leiten sich nicht aus charttechnischen Projektionen ab, sondern aus der Massenpsychologie. Schließlich wirken runde Preismarken häufig als psychologische Barrieren bzw. Magneten, an denen sich viele Marktteilnehmer insbesondere in unerforschten Preisregionen orientieren.

**Natürlich zeigt sich die technische Lage auf allen höheren Zeitebenen wie im Wochen- und Monatschart deutlich überkauft** – doch genau das ist typisch für einen ausgeprägten Bullenmarkt. Trotzdem erscheint ein temporäres Durchatmen bis zum Frühsommer plausibel, zumal der Wochenchart inzwischen ein Verkaufssignal generiert hat.

**Spannend bleibt, ob der Goldpreis – wie in den vergangenen eineinhalb Jahren – vor allem durch eine Konsolidierung auf hohem Niveau „über die Zeit" korrigiert**, oder ob diesmal auch ein spürbar tieferer und schmerzhafterer Rücksetzer notwendig werden wird. Wir gehen vorerst davon aus, dass der Markt eher zu einer trickreichen und seitwärts verlaufenden Konsolidierung auf hohem Niveau tendieren wird.

## Midas Touch Gold Modell™



Quelle: Midas Touch Consulting

*All price movements are a function of supply and demand, and the chart captures both in real time.*
**Richard Wyckoff**

**Das Midas Touch Gold Modell™ ist seit dem 30. April 2025 im bearishen Modus. Zwar gibt es auch zahlreiche bullishe bzw. neutrale Faktoren, insgesamt überwiegen die bearishen jedoch.** Insbesondere die Verkaufssignale auf den Tagescharts für den Goldpreis in US-Dollar, in indischen Rupien sowie in chinesischen Yuan als auch das neue Kaufsignal für den US-Dollar sorgten für den abrupten Trendwechsel. Verstärkt wurde das Ganze – wie immer im Mai – durch die saisonale Komponente, welche nun bis in den Juni hinein klar negativ für den Goldpreis ist.

**Insgesamt lassen sich derzeit folgende Schlussfolgerungen aus dem Midas Touch Gold Modell™ ableiten:**

- **Im übergeordneten Bild ist das Kaufsignal auf dem Monatschart bereits seit dem 28. Februar 2023 aktiv.** Ein Trendwechsel würde sich derzeit erst bei einem Rückfall unter 2.961 USD ergeben. Zwar ist eine Korrektur bis unter die Marke von 3.000 USD nicht auszuschließen, aktuell trennen die Bären jedoch über 350 USD von diesem Niveau. Mit etwas Glück könnte das Kaufsignal auf dem Monatschart somit die angelaufene Korrektur überstehen und in einer möglichen Sommerrally wieder Kraft tanken.

- **Das noch aktive Kaufsignal auf dem Wochenchart hingegen wirkt aktuell deutlich gefährdeter.** Insbesondere da um 3.175 USD eine offene Kurslücke wartet. Das Momentum bei der Wochen-Stochastik hat bereits klar nach unten gedreht und ein Stochastik-Verkaufssignal bestätigt. Grundsätzlich müssen daher nun zumindest mehrere Wochen mit eher fallenden Kursen eingeplant werden. Erst wenn der Stochastik-Oszillator seinen überverkauften Bereich erreicht hätte, wäre eine mehrwöchige Erholungsbewegung oder die direkte Fortsetzung der Hausse denkbar. Im optimalen Fall gelingt es dem Goldpreis, sich oberhalb von 3.000 USD zu behaupten und die benötigte Korrektur mehr über die Zeit als über den Preis abzuarbeiten. Allerdings birgt der steile Preisanstieg der letzten Wochen eben auch das Risiko eines größeren Rücksetzers, der sehr viel mehr technisches Porzellan zerschlagen könnte.

– **Da mittlerweile der physische Handel an der Shanghai Gold Exchange sowie generell die starke physische Nachfrage aus Asien das Preisgeschehen am Goldmarkt bestimmen, ist die Bedeutung des Terminmarktreports (CoT-Report) für den Goldpreis in den letzten 12 Monaten weiter zurückgegangen.** Seit dem Ausbruch über 3.000 USD haben die kommerziellen Händler ihre kumulierte Short-Position in den letzten Wochen auf 190.761 reduziert, obwohl der Goldpreis im gleichen Zeitraum um über 300 USD weiter zugelegt hat. Offensichtlich mussten die Profis ihre Short-Positionen in die stark steigenden Kurse teilweise schließen bzw. Deleveraging betreiben. Dementsprechend ist auch das offene Interesse bei den Gold-Futures deutlich zurückgegangen. Insgesamt ist der CoT-Report weiterhin negativ.

– **Das saisonale Muster für den Goldmarkt mahnt aktuell eindeutig zu Vorsicht, Zurückhaltung und insbesondere Geduld.** Statistisch gesehen steht dem Edelmetallsektor bis in den Juli hinein keine günstige Phase bevor. Besonders der Juni gilt traditionell als ausgesprochen schwacher Monat für den Goldpreis.

*You've got to know when to hold'em, know when to fold'em, know when to walk away, know when to run'.*
**Kenny Rogers**

– **Die Stimmung am Goldmarkt hat sich nach dem deutlichen Rücksetzer der vergangenen zwei Wochen schon wieder spürbar abgekühlt.** In den letzten 14 Monaten war jedoch immer wieder ein übermäßiger Optimismus zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass diese wiederkehrenden Phasen der Sentiment-Überhitzung auch künftig regelmäßig durch „kalte Duschen" – sprich, kurzlebige und teils heftige Kurskorrekturen – beruhigt werden. Diese meist nur vorübergehenden Rückschläge sorgen unter Anlegern offenbar für ausreichend Skepsis und Zurückhaltung, ohne dabei destabilisierende Überreaktionen auf der Unterseite auszulösen. Insgesamt ist der Optimismus am Goldmarkt derzeit neutral, weshalb einer Fortsetzung der Rally aktuell nichts mehr im Wege steht.

– **Im langfristigen Vergleich outperformt der Goldpreis die Aktienmärkte bzw. den Dow Jones bereits seit dem August 1999 deutlich.** Dieser enorm wichtige übergeordnete Mega-Trend ist nach wie vor intakt. Nach einer ersten starken Abwärtsbewegung des Dow-Jones-Index gegenüber Gold von 1999 bis 2011 folgte bis zum Herbst 2018 eine deutliche Erholung zugunsten der US-Aktien. Seither zeigt sich jedoch wieder eine klare Outperformance von Gold gegenüber den US-Blue-Chips. Seit Anfang Dezember 2024 hat sich dieser Trend verschärft, denn der Dow-Jones-Index ist im Verhältnis zum Goldpreis massiv eingebrochen. Es ist wahrscheinlich, dass das Dow Jones/Gold-Ratio in absehbarer Zeit das Tief aus dem Sommer 2011 bei 5,73 erneut testen wird. Langfristig erwarten wir das Dow-Jones/Gold -Ratio bei ca. 1:1.

## Dow-Jones-Index/Gold-Ratio (Monatschart)

Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

*Silver is the poor man's gold, but it often runs like the rich man's racehorse.*
**Rick Rule**

– **Mit einem Gold/Silber-Verhältnis von über 102 ist Silber historisch deutlich unterbewertet oder Gold extrem überbewertet**. Typischerweise schwankt das Ratio zwischen Werten von 40 und 80. Stattdessen läuft Silber dem Gold bislang meist einfach nur hinterher und bremst damit den Edelmetallsektor und die Minenaktien etwas aus. Momentan gelingt ein bullishes Umkehrsignal erst bei einer Ratio von 90,49. Dazu müsste Silber aber erstmal den Ausbruch über 35 USD auf den Weg bringen.

*It's not about being right, it's about managing the wrong.*
**Paul Tudor Jones**

– **Aufgrund der Schwäche des US-Dollars beziehungsweise der gleichzeitigen Stärke des Euros verläuft die Goldpreisentwicklung für Investoren aus dem Euroraum weniger dynamisch als für Anleger in den USA.** Während der Goldpreis in US-Dollar zuletzt neue Höchststände erreicht hat, fällt der Anstieg in Euro deutlich moderater aus. Dies unterstreicht die Bedeutung, bei Edelmetall-Investments stets auch die Wechselkursentwicklung im Blick zu behalten. Mit einem neuen Allzeithoch bei 3.036 EUR und Kursen um aktuell 2.920 EUR liegt der Goldpreis aber auch in EUR mit +15,22% seit Jahresbeginn satt im Plus. Für das Midas Touch Gold Modell™ spielt jedoch beim Baustein „Gold in den vier wichtigsten Währungen" nur die Kursentwicklung der letzten zwei Wochen eine Rolle. Hier liegt der Goldpreis in Euro leicht im Minus.

*Charts don't predict the future, they tell you where the crowd has been.*
**Michael Steinhardt**

– **Ausschlaggebend für den plötzlichen Umschwung von einem bullishen zu einem bearishen Modell-Ergebnis waren auch die Signalwechsel auf den Tagescharts des Goldpreises in indischen Rupien und chinesischen Yuan.** In beiden Währungen bildeten sich durch die steilen Kursanstiege markante Fahnenstangen-Formationen, auf die jeweils eine scharfe Gegenbewegung und eine deutliche Trendwende folgten. Auf beiden Charts benötigt es derzeit eine starke Erholung bis in die Nähe der neuen Allzeithochs, um die aktiven Verkaufssignale wieder zu drehen.

## Gold in US-Dollar (Tageschart)

Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

*Technical analysis is a language; once you're fluent, the market speaks to you.*
**Brian Shannon**

**Auf dem Tageschart notiert der Goldpreis aktuell mit ca. 3.315 USD rund 185 USD unter dem am 22. April erreichten Allzeithoch von 3.500 USD.** Trotz des anhaltenden chinesischen Goldrausches und massiver Käufe durch zahlreiche Zentralbanken hat sich mit dem scharfen Rücksetzer in der Größenordnung von 300 USD ein Umkehrsignal gebildet, welches in den kommenden Wochen zumindest eine trickreiche Konsolidierung auf hohem Niveau erzwingen könnte.

*The hardest thing in the world is to hold onto a winning position.*
**Jesse Livermore**

**Ein deutliches Abrutschen unter die psychologische Marke von 3.000 USD halten wir hingegen für unwahrscheinlich. Ausschließen lässt sich angesichts der hohen Volatilität aber natürlich nichts.** Die fundamentalen Treiber des Goldpreisanstiegs – wie Remonetarisierung, geopolitische Unsicherheiten sowie die globale Suche nach einem sicheren Anlagehafen – sind weiterhin präsent und ungelöst. Wir erwarten daher bis zum Frühsommer eine volatile Seitwärtsbewegung mit kräftigen Schwankungen auf dem erhöhtem Kursniveau klar oberhalb von 3.000 USD. Die erwartete Kursspanne dürfte zwischen ca. 3.050 bis 3.150 USD auf der Unterseite und ca. 3.350 bis 3.400 USD auf der Oberseite liegen.

*Momentum feeds the bull — fundamentals sustain it.*
**Stanley Druckenmiller**

**Im weiteren Jahresverlauf würde uns die Fortsetzung der Gold-Rally mit neuen Allzeithochs oberhalb von 4.000 USD nicht überraschen.** Tatsächlich dürfte sich die Hausse am Goldmarkt, ähnlich wie zwischen 1976 und 1980, in den kommenden Monaten und Jahren rasant weiter beschleunigen, insbesondere da noch immer zahlreiche unterinvestierte Anleger weltweit dem bereits fahrenden Gold-Zug hinterherlaufen.

## Fazit

*A bubble is a bull market in which the user of the word ‚bubble' has not fully participated.*
**Jim Grant**

**Unserer Meinung nach haben wir in den vergangenen Quartalen einen Paradigmenwechsel erlebt, der eine neue Phase des Bullenmarktes eingeläutet hat.** Der von uns sehr geschätzte Bob Farrell beschrieb diese veränderten Spielregeln folgendermaßen:

> *„Change of a long-term or secular nature is usually gradual enough that it is obscured by the noise caused by short-term volatility … Moreover, in a shift of secular or long-term significance,* ***the markets will be adapting to a new set of rules while most market participants will be playing by the old rules.****"*

*When all the experts and forecasts agree, something else is going to happen.*
**Bob Farrell**

**Die Stimmungslage befindet sich trotz des Rekordlaufs weiterhin auf einem relativ neutralen Niveau.** Dass dem Goldpreis trotz neuer Allzeithochs nur wenig Aufmerksamkeit geschenkt wird, werten wir als klar positives Signal. Die Kombination aus dem nach wie vor geringen Interesse westlicher Investoren an Gold und Silber sowie der fehlenden Kursphantasie seitens der Analysten bildet unserer Meinung nach ein exzellentes Fundament für weitere Kursavancen.

*The secret to being successful from a trading perspective is to have an indefatigable and an undying and unquenchable thirst for information and knowledge.*
**Paul Tudor Jones**

**Aus Sicht der aktuellen Marktstimmung und der Saisonalität würde uns eine mehrwöchige „Durchschnaufpause" nicht überraschen.** Allerdings erwarten wir keine tiefere Korrektur. Einerseits ist die Spekulation an den Terminmärkten weder bei Gold noch bei Silber übermäßig ausgeprägt; an säkularen Höchstständen wären hier normalerweise Extremwerte zu erwarten. Zudem scheint es, als würde nach wie vor erhebliches Kaufinteresse an der Seitenlinie warten, was zu einem „buy the dips"-Verhalten führt. Auch die zuletzt leicht gestiegene relative Stärke der Minenaktien stimmt uns zuversichtlich. Insgesamt erscheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.

Harmony Gold Mining Company Limited

For over 75 years, the gold we mine has transformed lives, strengthened communities, and empowered our people to realise their dreams.

As South Africa's largest gold producer by volume, we have consistently demonstrated care, always placing the safety and well-being of our people at the forefront of everything we do. We are committed to leaving behind a lasting legacy and a healthier planet for future generations. Sustainability is at the heart of all we do.

HARMONY™

This is '**MINING WITH PURPOSE**'

www.harmony.co.za

Connect with us

# Quo vadis, aurum?

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

Scott Bessent

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

## GOLD: Der GOAT im Portfolio

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## The Big Realignment: Gold als Profiteur der geopolitischen Neuordnung

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

**Aktuell deutet vieles darauf hin, dass sich die geopolitische Neuordnung beschleunigt.** Die Debatte um eine neue Weltwährungsordnung hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III" bereits 2022 vor dem Hintergrund des gerade erst ausgebrochenen Ukraine-Kriegs und der kurz darauf beschlossenen Sanktionierung der russischen Währungsreserven auf ein neues Niveau gehoben. Seine Ausführungen schloss er mit folgender Prognose: „From the Bretton Woods era backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money (Treasuries with unhedgeable confiscation risks), to Bretton Woods III backed by outside money (gold bullion and other commodities)."[91] Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir uns unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung befinden, steht für uns außer Frage. **Für staatliche Akteure wie Notenbanken und Staatsfonds wird Gold immer mehr zu einer monetären Lebensversicherung.**

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

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

*Gold is the reciprocal of confidence in central bankers. When their credibility crumbles, gold's value isn't rising—it's being rediscovered.*
**Jim Grant**

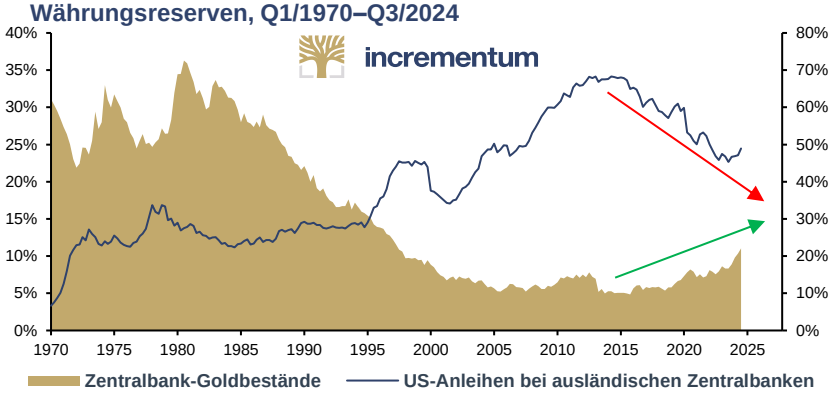
**Die Renaissance von Gold manifestiert sich u. a. in der schrittweisen Liberalisierung der Goldbewertung durch einige Schwellenländer – angeführt von China.** Dies könnte langfristig zu einer Neubewertung des Goldpreises führen, insbesondere falls Zentralbanken ihre Währungen wieder teilweise (implizit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

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

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

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

**US-Anleihen bei ausländischen Zentralbanken (lhs), in % der gesamten Anleihen, und Zentralbank-Goldbestände (rhs), in % der Währungsreserven, Q1/1970–Q3/2024**




Quelle: Crescat Capital, Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG

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

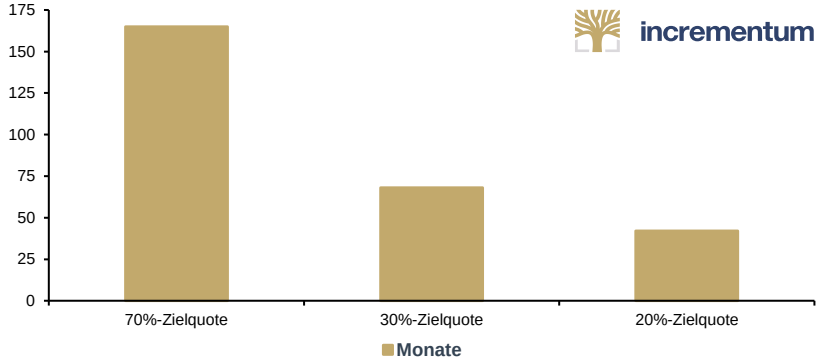
*China is a sleeping giant. Let her sleep, for when she wakes up, she will move the world.*
**Napoleon Bonaparte**

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

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

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

**Geschätzter Zeitrahmen, bis China verschiedene Goldreserven-Zielquoten erreicht***




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

*Don't Trust, Verify!*
**Cypherpunk Idiom**

**Doch ist den offiziellen Zahlen zu trauen? Schließlich ist China schon seit Jahren größter Importeur, Konsument und Produzent von Gold.** Laut Jan Nieuwenhuijs hat die PBoC etwa das Fünffache der gemeldeten Menge gekauft. Über verschiedene Indizien wie z. B. Abweichungen in der chinesischen Marktbilanz schätzt Nieuwenhuijs, dass die PBoC mittlerweile rund 5.000 t Gold halten dürfte. Damit läge China hinter den USA, aber noch vor Deutschland an der zweiten Stelle der Länder mit den größten Goldreserven. **China hätte somit ein goldenes Ass im Ärmel, das es in Form einer *Big Surprise* ausspielen könnte.**

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

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

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

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

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

[93] Siehe „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks", In Gold We Trust-Report 2024; „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen", In Gold We Trust-Report 2019

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

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

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

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

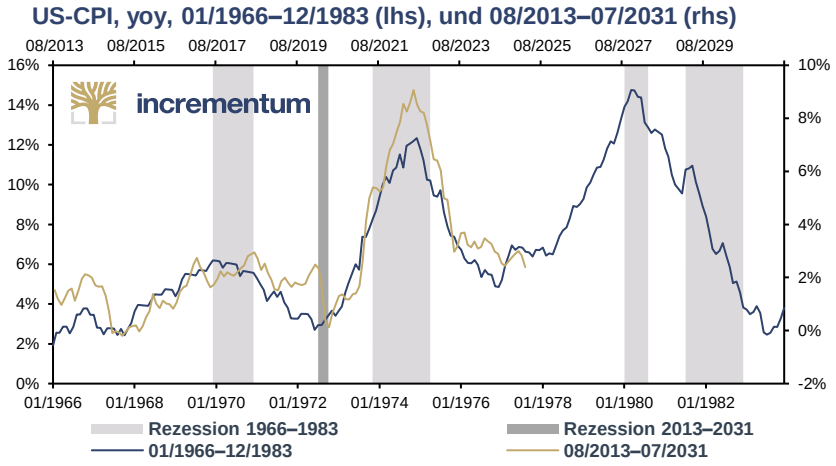
| Datum des Höchststandes | Datum des Tiefstandes | S&P 500 | Gold | Gold relativ zum S&P 500 |
|---|---|---|---|---|
| **16.09.1929** | 01.06.1932 | -86,19% | 0,29% | 86,48% |
| **02.08.1956** | 22.10.1957 | -21,63% | -0,11% | 21,52% |
| **12.12.1961** | 26.06.1962 | -27,97% | -0,06% | 27,91% |
| **09.02.1966**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

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

## The Big Wave: Baut sich die nächste Inflationswelle auf?

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

**Weiterhin schließen wir nicht aus, dass wie in den 1970er-Jahren eine zweite Inflationswelle droht.** Wenn wir den Verlauf der Inflation der 1970er-Jahre als Orientierung für den künftigen Inflationsverlauf heranziehen, so kann die Vergangenheit weiterhin eine gute Indikation für die Zukunft bieten. Die Parallelität der Entwicklungen ist jedenfalls weiterhin frappant.



Quelle: Andreas Steno, LSEG, Incrementum AG

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

*Inflation is like a drug in more ways than one. It is fatal in the end, but it gets it votaries over many difficult moments.*
**Lord D'Aberon**

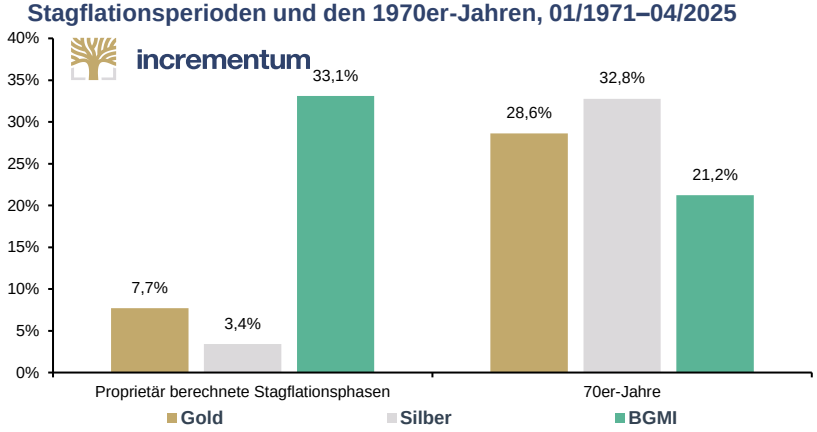
**Gebannt ist die Teuerungsgefahr deswegen noch nicht. Im Gegenteil:** Obwohl Rezessionen, aber auch Einbrüche an den Kapitalmärkten disinflationär, mitunter sogar deflationär wirken, wird die Antwort darauf hochinflationär sein. Eine forsche Gegenreaktion der Federal Reserve scheint nur eine Frage der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

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

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

[94] Siehe insbesondere „Stagflation 2.0", In Gold We Trust-Report 2022

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




Quelle: LSEG, goldchartsrus.com, Incrementum AG

*Today's Michael Lewis "Big Short" opportunity, in our view, is the ongoing devaluation of fiat currencies relative to real assets with limited supply, which are imperative to society either as commodities or sound money.*
**Tavi Costa**

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

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

## The Big Print: Gold als Profiteur der Fiat-Entwertung

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

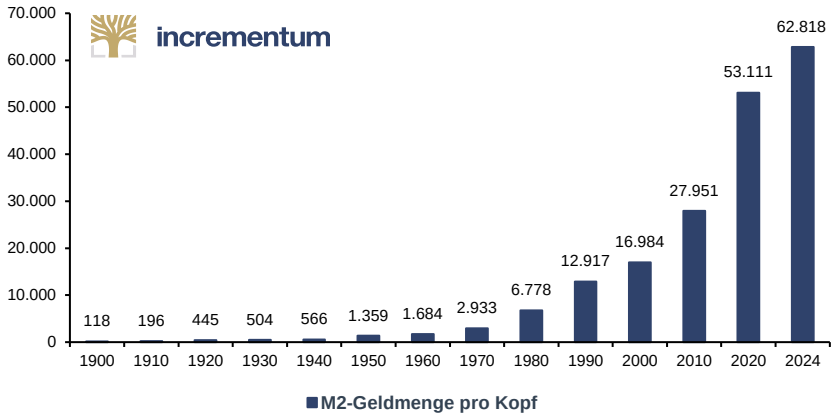
**Treue Leser wissen: Wir sind stets bemüht, die monetäre Funktion von Gold in den Vordergrund unserer Analysen zu stellen.** Geld unterliegt denselben ökonomischen Grundprinzipien wie alle Güter: Sein Wert wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Das Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft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

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

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

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

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

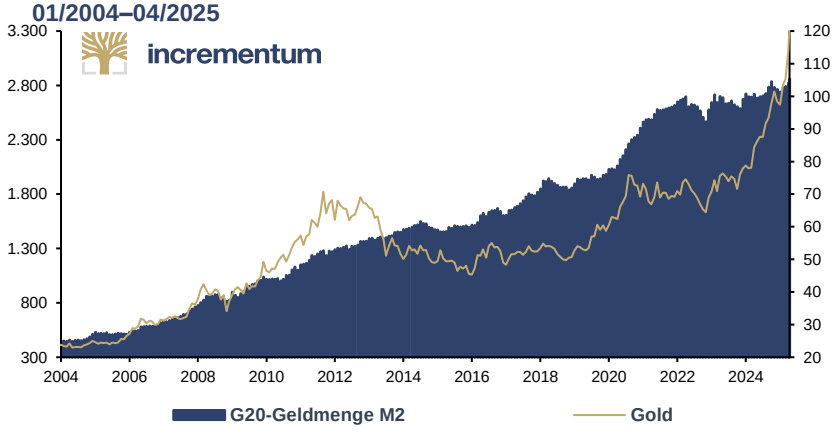



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

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

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

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




Quelle: Charlie Morris, LSEG, Incrementum AG

## Der Schattengoldpreis für Gold

*In the shadows, we find the truth.*
**The Dark Knight**

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

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

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

### Schattengoldpreis für diverse Geldmengenaggregate, 12/2024

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

Quelle: Trading Economics, Incrementum AG

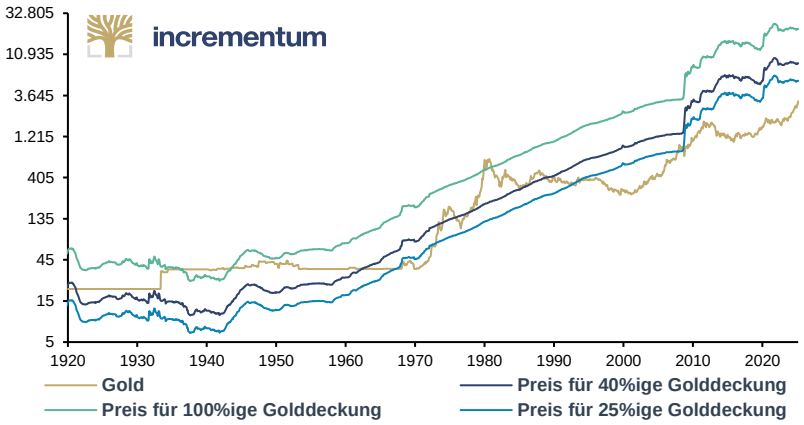
**Wie ist diese Tabelle zu interpretieren?** Bei einem Goldpreis von 21.416 USD wäre die gesamte Geldbasis M0 des US-Dollars zu 100% mit den Goldreserven der Federal Reserve – genauer gesagt mit den zu Marktpreisen bewerteten Goldzertifikaten – gedeckt. Im Euroraum wären es knapp 13.500 EUR. Würde man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

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

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

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

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

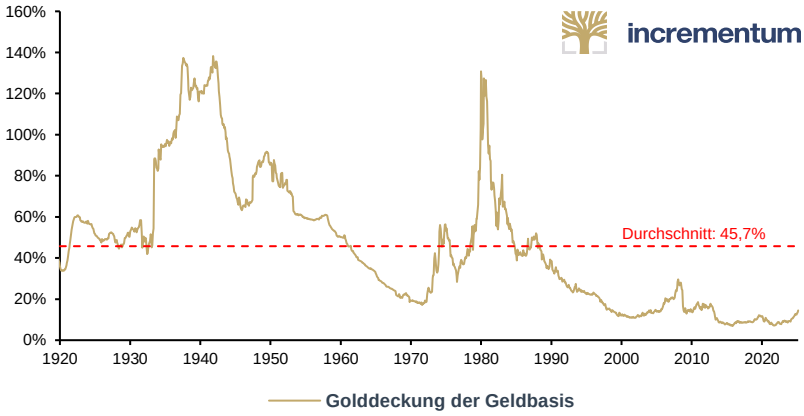



Quelle: Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG

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

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

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

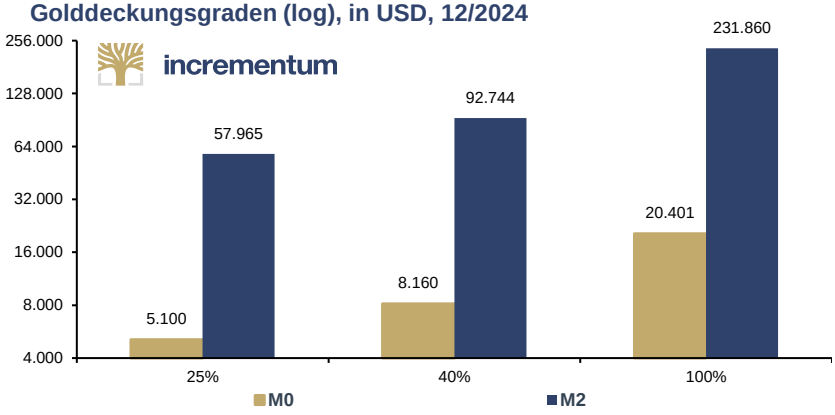



Quelle: Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG

*Gold is the bottom of Exter's Pyramid. In times of crisis, everything moves down the pyramid toward gold. It's not gold that changes — it's everything else that deflates.*
**John Exter**

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

**Internationaler Schattengoldpreis* bei unterschiedlichen Golddeckungsgraden (log), in USD, 12/2024**




Quelle: Trading Economics, Incrementum AG
*Berechnung basierend auf M0/M2 der USA, Eurozone, UK, Schweiz, Japan und China und anschließend BIP-gewichtet homogenisiert.

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

# Quo vadis, aurum?

## Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

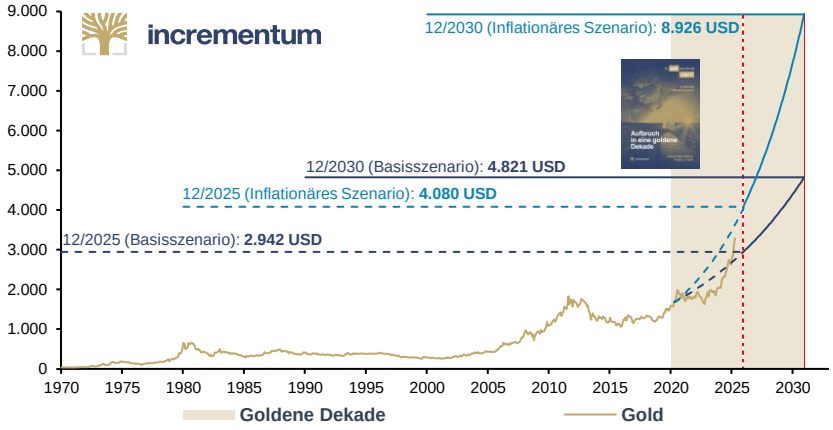
*Never be limited by other people's limited imaginations.*
**Mae Jemison**

**Nach diesen theoretischen Überlegungen wollen wir nun wieder auf den harten Boden der Anlegerrealität zurückkehren.** Jetzt, zur Halbzeit der *goldenen Dekade,* ist der passende Moment, um eine Zwischenbilanz zu ziehen. Im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade" hatten wir unser proprietäres *Incrementum Goldpreismodell* präsentiert. Im Rahmen dieses Modells haben wir auf Basis historischer Daten unterschiedliche Szenarien hinsichtlich des Geldmengenwachstums und der impliziten Gold-Deckungsrate modelliert und diese mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet.

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

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

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




Quelle: LSEG, Incrementum AG

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

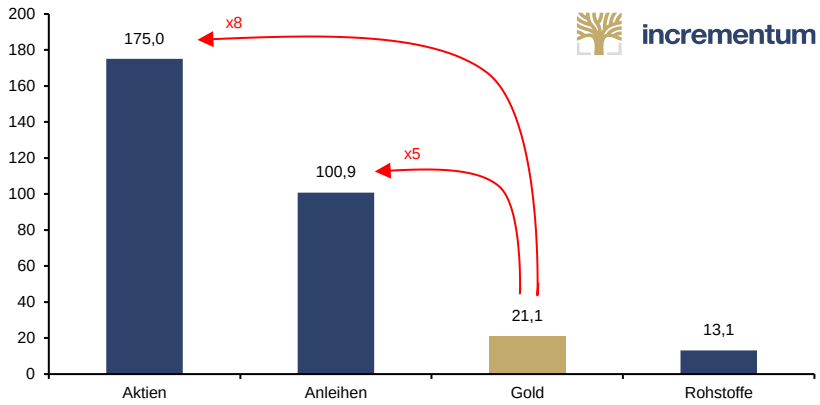
**Angesichts der jüngsten Dynamik am Goldmarkt lohnt sich der Blick auf unser alternatives Szenario:** Bereits im Jahr 2020 haben wir auf die Möglichkeit einer inflationären oder stagflationären Dekade wie in den 1970er-Jahren hingewiesen. Für dieses „Tail-Risk"-Szenario haben wir dem Goldpreis bis Ende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

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

*Hoch werd' ma's nimmer g'winna.*
**Anton Pfeffer**

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

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




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

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

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

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

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

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

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

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

*I don't think limits.*
**Usain Bolt**

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

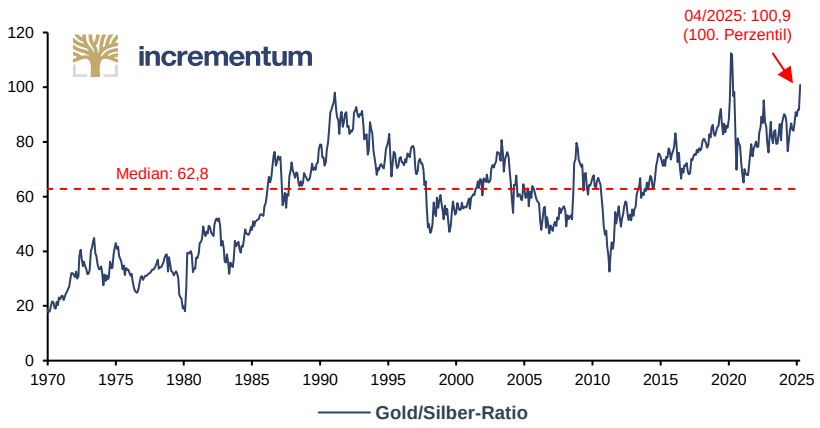
[96] Siehe Kapitel „1970er, 2000er, 2020er…: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt" in diesem In Gold We Trust-Report, sowie „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks", In Gold We Trust-Report 2024

## Silber

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

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

Gold/Silber-Ratio, 01/1970–04/2025




Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

*When you're hunting elephants don't get distracted chasing rabbits.*
**T. Boone Pickens**

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

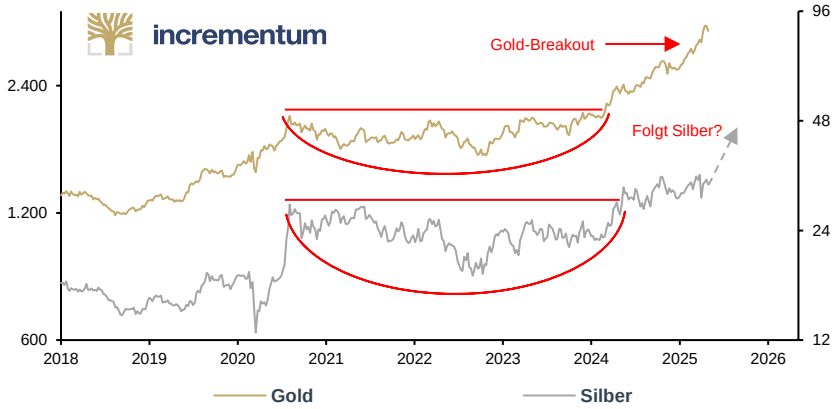
*Don't let silver's volatility scare you away. Instead, make it work for you.*
**Peter Krauth**

**Dieser Mangel wird in erster Linie durch den anhaltenden Boom bei Photovoltaik-Anwendungen verursacht.** Dieser zentrale Sektor der Energiewende, der von China dominiert wird, ist inzwischen nach Schmuck der zweitgrößte Nachfragetreiber für Silber und zeichnete 2024 für eine Nachfrage im Umfang von 197,6 Moz verantwortlich.

*The warden said: The exit is solid. If you want a way out Silver and Gold.*
**U2, Silver and Gold**

**Darüber hinaus hat Silber in 6 der letzten 7 Haussephasen seit 1967 – gemessen an Hoch- und Tiefpunkten – eine bessere Performance als Gold erzielt.** Dennoch blieb die Preisentwicklung des weißen Metalls bislang unter dem historischen Durchschnitt, was eine äußerst attraktive Investmentopportunität eröffnet, vorausgesetzt, Silber gelingt es nun endlich, sein Potenzial als *Performance-Gold* zu entfalten.

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




Quelle: LSEG, Incrementum AG

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

## Minenaktien

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

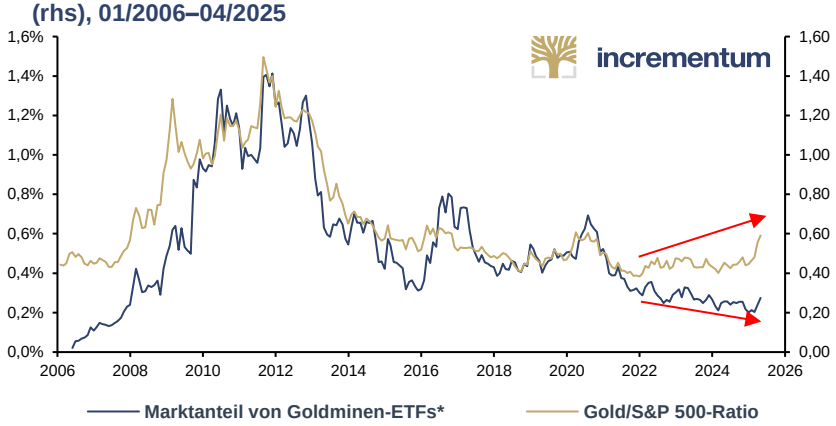
**Während der Goldpreis in den vergangenen Monaten unzählige neue Allzeithochs markierte, notiert der HUI knapp 40% unter seinem Allzeithoch von 635 im September 2011.** Trotz eines Anstiegs des Goldpreises von 25,8% im Kalenderjahr 2024 legten GDX und GDXJ nur um 10,1% bzw. 14,9% zu. In den ersten vier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

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

Quelle: LSEG, Incrementum AG

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

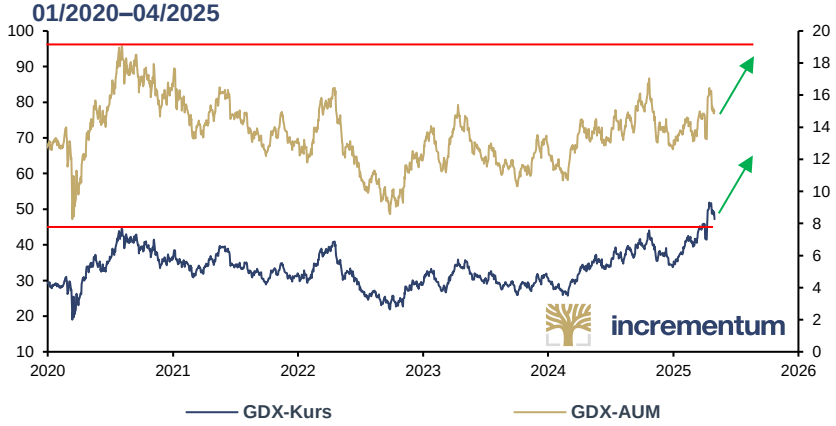
**Marktanteil von Goldminen-ETFs* (lhs), und Gold/S&P 500-Ratio (rhs), 01/2006–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*Goldminen-ETFs AUM/Aller Aktien-ETFs AUM

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

**GDX-Kurs (lhs), in USD, und GDX-AUM (rhs), in Mrd. USD, 01/2020–04/2025**




Quelle: LSEG, Incrementum AG

*A solid foundation is buying at a low valuation.*
**Ian Cassel**

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

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

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

Quelle: Factset, Incrementum AG

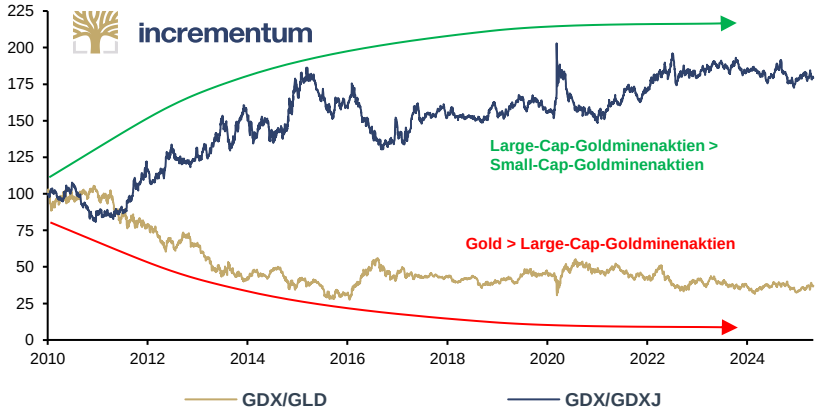
*Acquisitions are like Russian roulette: Most chambers are empty, but one will kill you.*
**Ray Dalio**

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

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

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

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




Quelle: LSEG, Incrementum AG

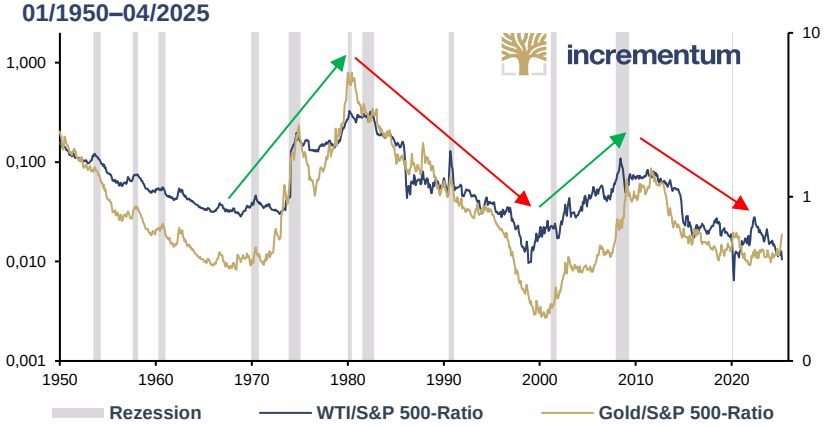
## Rohstoffe

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

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

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

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




Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

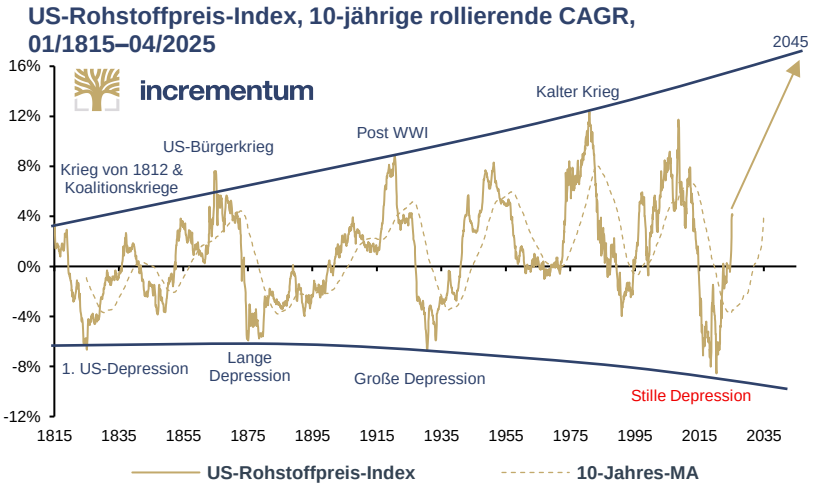
*The Chinese economy is an ocean, not a small pond.*
**Xi Jinping**

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

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

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

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




Quelle: Stifel Report, LSEG, Incrementum AG

## Bitcoin

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

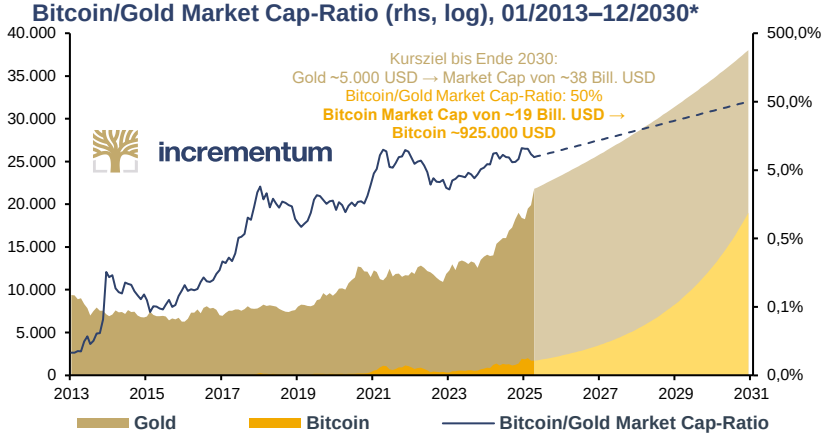
**Könnte auch Bitcoin als ein Gewinner aus der aktuellen Neusortierung der Welt(un)ordnung hervorgehen?** Vor dem Hintergrund wachsender geopolitischer Spannungen scheinen die Vorteile einer dezentralen Kryptowährung wie Bitcoin auf der Hand zu liegen. Durch seine Unabhängigkeit von staatlicher Kontrolle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

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

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

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

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

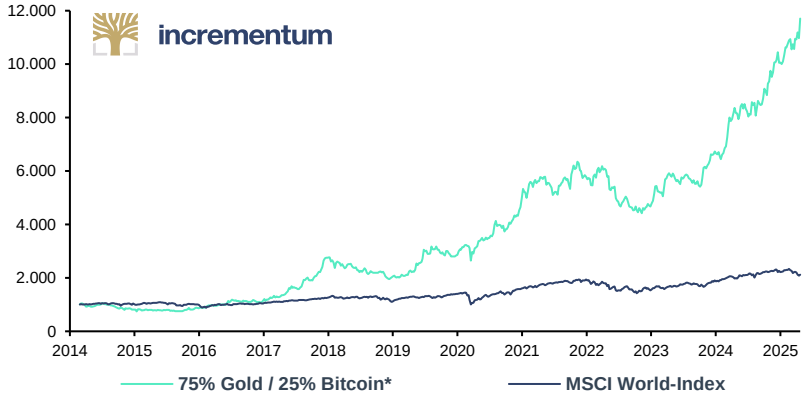



Quelle: LSEG, World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG
*Basierend auf dem erwarteten Bitcoin-Bestand Ende 2030 und Gold-Bestand Ende 2030 unter der Annahme eines jährlichen Angebotswachstums von 1,5%.

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

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

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




Quelle: LSEG, Incrementum AG
*Wöchentliches Rebalancing

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

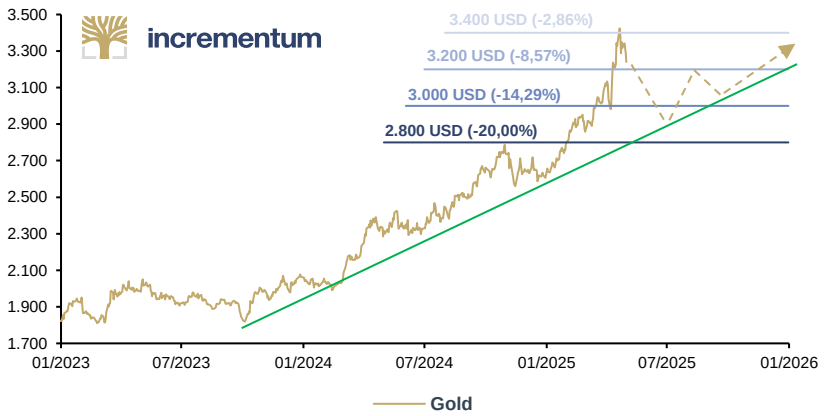
## The Big Correction: Welche Faktoren sprechen für eine Korrektur des Goldpreises?

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

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

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

Gold, in USD, 01/2023–04/2025




Quelle: LSEG, Incrementum AG

## The Big Long: Der Aufstieg des goldenen Schwans?

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

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

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

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

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

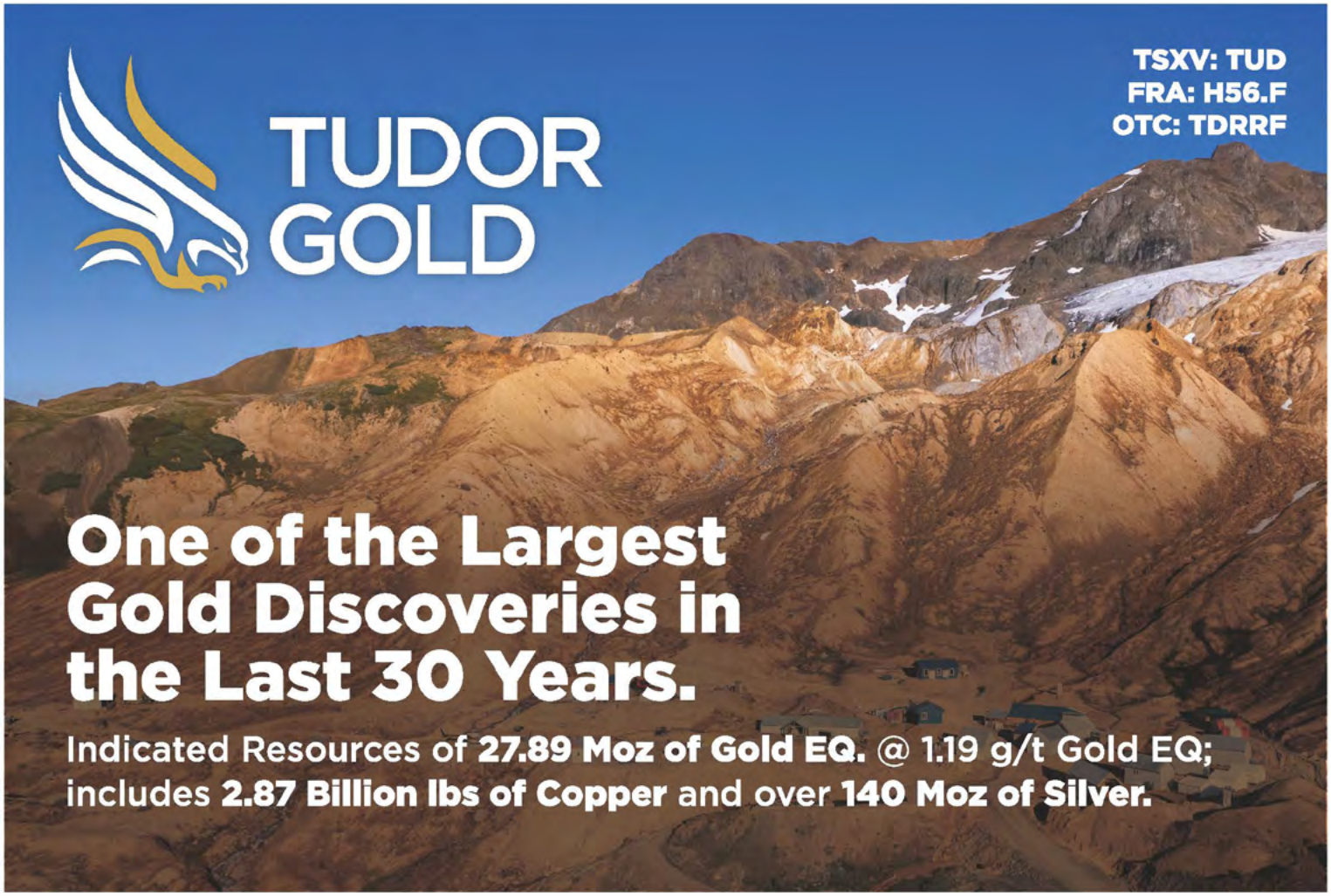
*I am an optimist. It does not seem too much use being anything else.*
**Winston Churchill**

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

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

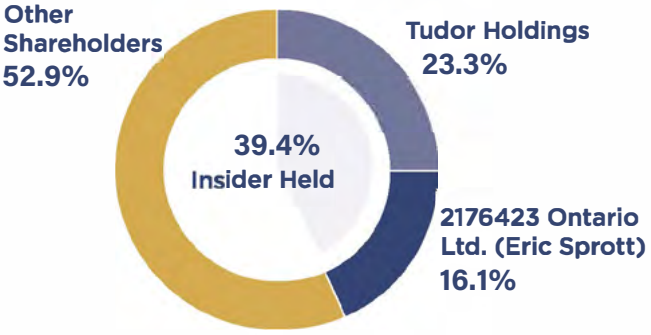
**IN GOLD WE TRUST**

[100] Siehe „Gold und die monetäre Zeitendwende", In Gold We Trust-Report 2018




TUDOR GOLD Corp. is a precious and base metals exploration and development company focused on developing its **Treaty Creek** Project (60% ownership) located in the Golden Triangle of BC, Canada. Treaty Creek hosts the Goldstorm Deposit; one of the largest gold discoveries in the past 30 years and borders such projects as Seabridge Gold's KSM Projects and Newmont's Brucejack Mine to the southeast.

## EQUITY OWNERSHIP




## INVESTMENT HIGHLIGHTS

**LARGE GOLD RESOURCE**
The Goldstorm Deposit represents one of the largest gold discoveries in 30 years.

**CRITICAL METALS**
In addition to gold, Goldstorm hosts significant amounts of **copper and silver.**

**PROXIMITY TO INFRASTRUCTURE**
Mining friendly political environment with roads, power grid and seaports in place.

**MANAGEMENT SUCCESS**
Ken Konkin (CEO) instrumental in the discovery of VOK at the Brucejack Mine.

**GOOD CORPORATE STRUCTURE**
Equity ownership is **39.4%** insider held, which includes Eric Sprott.

**SIGNIFICANT INVESTMENT UPSIDE**
Opportunity for exploration upside at Treaty Creek Property in several areas.

**TUDOR-GOLD.COM**
**TEL: +1-604-559-8092**

TUDOR GOLD

# Über uns

## Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

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

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

## Mark J. Valek, CAIA

**Mark Valek ist Partner der *Incrementum AG*.**

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

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

## Incrementum AG

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

**www.incrementum.li**

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

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

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

## Kontakt

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

E-Mail: contact@soundmoneycapital.com

### Disclaimer

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

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

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

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

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

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

# Unsere Premium-Partner

## Agnico Eagle

*Agnico Eagle* ist ein in Kanada ansässiges Goldminenunternehmen und der drittgrößte Goldproduzent der Welt. Das Unternehmen fördert Edelmetalle in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko und verfügt über eine Reihe hochwertiger Explorations- und Entwicklungsprojekte.

www.agnicoeagle.com

## Asante Gold

*Asante Gold* hat sein Fördervolumen von über 400.000 Unzen pro Jahr durch organisches Wachstum und gezielte Übernahmen entwickelt. Wir setzen auf eine verantwortungsvolle Entwicklung und streben danach, Ghanas führender Goldproduzent und favorisierter Arbeitgeber zu sein.

www.asantegold.com

## Barrick

*Barrick* ist ein globales Gold- und Kupferminenunternehmen, das in den ertragreichsten Gold- und Kupfergebieten der Welt tätig ist und sich auf margenstarke, langlebige Investments konzentriert. Das Unternehmen betreibt sechs der führenden Tier-1-Goldminen und verfügt über eine der umfangreichsten Projektpipelines.

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* konzentriert sich auf die Entwicklung der 100% unternehmenseigenen Bergbaukonzession El Metalurgista, die silberreiche Mineralrückstände und Halden aus einem Jahrhundert Abbau in Cerro de Pasco, Zentralperu, umfasst.

www.pascoresources.com

## Dolly Varden Silver

*Dolly Varden Silver* exploriert hochgradiges Silber und Gold im Golden Triangle von British Columbia. Das im Eigentum des Unternehmens stehende Projekt *Kitsault Valley* hat historisch hochgradige Minen, ein beträchtliches Potenzial an Entdeckungen und eine starke Unterstützung durch wichtige Investoren wie Hecla Mining, Eric Sprott und Fidelity.

www.dollyvardensilver.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

## EMX

Globale Royalties. Echte Ergebnisse. *EMX* erzielte 2024 $33,1 Mio. Umsatz und $19,2 Mio. EBITDA – getragen von Gold, Kupfer und einem Portfolio mit langfristigem Wachstumspotenzial.

www.emxroyalty.com

## Endeavour Mining

*Endeavour Mining* (LSE:EDV, TSX:EDV, OTCQX:EDVMF) ist ein weltweit führender Goldproduzent, der sich für einen verantwortungsvollen Bergbau einsetzt und für die Menschen und die Gesellschaft einen Mehrwert schafft.

www.endeavourmining.com

## Endeavour Silver

*Endeavour Silver* ist ein mittelgroßes Edelmetallunternehmen mit Projekten in Mexiko, Chile und den USA. Es betreibt zwei Minen in Mexiko und eine dritte, Terronera, soll im zweiten Quartal 2025 in Betrieb genommen werden.

www.edrsilver.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 Münzprägeanstalt *First Mint, LLC*, bieten wir außerdem Anlage-Edelmetalle direkt für Kunden an.

www.firstmajestic.com

## First Mining Gold

*First Mining* ist ein Gold-Developer und entwickelt zwei der größten Goldprojekte in Kanada: das *Springpole*-Projekt im Nordwesten Ontarios und das *Duparquet*-Projekt in Quebec.

www.firstmininggold.com

## flexgold

*flexgold* ist die smarte Art, in physische Edelmetalle zu investieren, so flexibel und transparent wie nie zuvor. Damit setzt *flexgold* den neuen Goldstandard für Vertrauen, Sicherheit und Transparenz.

www.flexgold.com

## Fortuna Mining

*Fortuna Mining* ist ein kanadischer Edelmetallproduzent mit Minen und Explorationsaktivitäten in Argentinien, Burkina Faso, Elfenbeinküste, Mexiko, Peru und Senegal. Wir schaffen gemeinsamen Mehrwert für unsere Stakeholder durch effiziente Produktion, Umweltschutz und soziale Verantwortung.

www.fortunamining.com

## Harmony

*Harmony,* Südafrikas größter Goldproduzent nach Fördermenge, erweitert seine hochwertigen Untertage- und margenstarken Tagebaubetriebe und treibt gleichzeitig das *Eva-Copper*-Projekt in Queensland, Australien, sowie das Tier-1-Kupfer/Gold-Projekt *Wafi-Golpu* in Papua-Neuguinea voran.

www.harmony.co.za

## Hecla Mining

Die 1891 gegründete *Hecla Mining Company* (NYSE: HL) ist der größte Silberproduzent in den Vereinigten Staaten und Kanada. Das Unternehmen betreibt nicht nur Minen in Alaska, Idaho und Quebec, sondern entwickelt auch eine Mine im Yukon und besitzt eine Reihe von Explorations- und Vorentwicklungsprojekten in erstklassigen Silber- und Goldabbaugebieten in ganz Nordamerika.

www.hecla.com

## McEwen Mining

*McEwen Mining*, ein Gold- und Silberproduzent, besitzt 46% des Kupferprojekts *Los Azules*. Unter der Leitung von Rob McEwen ($205 Mio. Investition, $1/Jahr Gehalt) konzentrieren wir uns auf Wachstum und Produktivität, um Shareholder-Value zu generieren.

www.mcewenmining.com

## Minera Alamos

*Minera Alamos* ist ein Goldproduzent, der seine zu 100 % unternehmenseigene Santana-Mine in Sonora (Mexiko) hochfährt. Das Unternehmen besitzt auch das Projekt *Cerro de Oro* (Zacatecas), das sich in der Genehmigungsphase befindet, sowie das Projekt *La Fortuna* (Durango) mit einer positiven PEA und wichtigen Genehmigungen, die bereits erteilt wurden. Derzeit treibt das Team die Wiederinbetriebnahme der neu erworbenen *Copperstone-Mine* in Arizona (USA) voran.
www.mineraalamos.com

## 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 Goldunternehmen und ein Produzent von Kupfer, Zink, Blei und Silber mit einem erstklassigen Portfolio in Afrika, Australien, Lateinamerika, Nordamerika und Papua-Neuguinea.
www.newmont.com

## North Peak

*North Peak*, das von den Gründern von *Kirkland Lake Gold* und *Rupert Resources* unterstützt wird, erschließt das vollständig genehmigte Grundstück *Prospect Mountain* im unerforschten Zentrum des bekannt hochgradigen Gold- und Polymetallbergbaugebiets Eureka in Nevada, USA.
www.northpeakresources.com

## Pan American Silver

*Pan American Silver* verfügt über ein breit gefächertes Portfolio an Silber- und Goldminen in Nord- und Südamerika, in denen wir seit über 30 Jahren tätig sind und uns einen hervorragenden Ruf in Bezug auf Nachhaltigkeit, operative Exzellenz und finanzielle Disziplin erworben haben. (NYSE/TSX: PAAS)
www.panamericansilver.com

## Royal Gold

*Royal Gold* ist ein margenstarkes Edelmetallunternehmen, das einen starken Cashflow aus einem großen und gut diversifizierten Portfolio von Stream- und Royalty-Beteiligungen in bergbaufreundlichen Jurisdiktionen generiert.
www.royalgold.com

## Silver Bullion

*Silver Bullion* wurde 2009 gegründet und ist ein Edelmetallhändler mit Sitz in Singapur, der Lagerung, Überprüfungen und Vermögensschutz in *The Reserve*, einem der größten privaten Tresore der Welt, anbietet.

www.silverbullion.com.sg

## Sprott

*Sprott* ist ein weltweit führender Anbieter von Investments in Edelmetalle und strategische Metalle und verfügt über langjährige Expertise in der Minenbranche. Wir bieten Investments in Gold, Silber, Platin und Palladium und verwalten den weltweit größten physischen Uran-Trust.

www.sprott.com

## Tudor Gold

*TUDOR GOLD Corp*. ist ein Explorationsunternehmen im Golden Triangle in B.C., Kanada, das das Projekt Treaty Creek mit einer nachgewiesenen Ressource von 27,9 Moz AuEQ @ 1,19 g/t AuEQ, einschließlich 6,0 Moz AuEQ @ 1,25 g/t AuEQ an abgeleiteten Ressourcen, vorantreibt.

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* bietet maßgeschneiderte Lösungen für den persönlichen Goldbesitz, den Transport von Edelmetallen und die sichere Lagerung in Schweizer Tresoren – Kunden in über 90 Ländern vertrauen uns seit mehr als 25 Jahren.

www.vongreyerz.gold

incrementum

In Gold We Trust Report®

# Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!

## *In Gold We Trust*-Report 2025
ingoldwetrust.report/download/46283

## *In Gold We Trust*-Report 2025 Compact Version
ingoldwetrust.report/download/46284

## *In Gold We Trust*-Chartbook
ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118

## Monthly-Gold-Kompass
ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass

## *In Gold We Trust*-Nuggets
ingoldwetrust.report/igwt-nuggets

## *In Gold We Trust*-Classics
ingoldwetrust.report/igwt-classics

## *In Gold We Trust*-Archiv
ingoldwetrust.report/archiv

**LinkedIn**
linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report

**Youtube**
youtube.com/c/InGoldWeTrust

**X**
x.com/igwtreport

**Newsletter**
incrementum.li/newsletter

DE EN ES 中文 日本語

**Der Goldstandard aller Goldstudien**

In Gold We Trust Report

AGNICO EAGLE
asante GOLD CORPORATION
BARRICK
Caledonia Mining Corporation Plc
CERRO DE PASCO RESOURCES
DOLLY VARDEN SILVER CORP
Elementum INTERNATIONAL AG
EMX ROYALTY CORP
ENDEAVOUR MINING
Endeavour SILVER
FIRST MAJESTIC SILVER CORP.
FIRST MINING GOLD
flexgold
Fortuna Mining
HARMONY
Hecla MINING COMPANY
McEWEN MINING
McEWEN COPPER
MINERA ALAMOS INC.
MÜNZE ÖSTERREICH
Newmont
NORTHPEAK
PAN AMERICAN SILVER
ROYALGOLD, INC
Silver Bullion
Sprott
TUDOR GOLD
U.S. GOLD CORP
VON GREYERZ