

Compact Version

In Gold We Trust
Report

20. Mai 2026

Den 480-seitigen
In Gold We Trust-Report
erhalten Sie unter:
ingoldwetrust.report



Back^{TO} THE Monetary Future

20TH ANNIVERSARY EDITION



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

20 Jahre In Gold We Trust-Report

Der Goldstandard der Goldstudien: Zwei Jahrzehnte Evolution in Denken, Reichweite und Wirkung – von fokussierter Edelmetallanalyse hin zu einem umfassenden Makro-Framework. Weltweit geschätzt von Investoren, Analysten und Institutionen, um monetäre Transformation einzuordnen.

20 Jahre monetäre Transformation

Was 2007 als fokussierte Edelmetallanalyse begann, hat sich zu einer globalen Institution entwickelt. Diese Zeitleiste zeigt unsere inhaltliche Evolution – nicht nur steigende Seitenzahlen. Um komplexe moderne Märkte einzuordnen, haben wir unser Kernframework um zentrale Treiber wie De-Dollarization, Bitcoin und Geopolitik erweitert.

Erweiterung des Makro-Frameworks

Silber | Minenaktien | Inflation | Geopolitik
Verschuldung | De-Dollarization | Bitcoin
Rohstoffe | ESG

Komplexität navigieren

Diese sich wandelnden Märkte zu verstehen, erfordert eine disziplinierte Methodik. Wir haben unsere eigenen Research-Modelle und Signature Ratios weiterentwickelt, um makroökonomisches Rauschen zu filtern und die moderne Investmentlandschaft frühzeitig einzuordnen.

Proprietäres Research-Framework

MODELLE

Gold Price Model
The New 60/40 Portfolio
Optimal Gold Allocation
Active Aurum-Signal
Recession Phase Model
Inflationssignal
World Gold Price

SIGNATURE RATIOS (GOLD)

Wiesnbier-Ratio
Skiticket-Ratio
Porsche-Ratio
iPhone-Ratio



2007
Erste Ausgabe von
Ronald-Peter Stöferle



2017
IGWT-Chartbook



2022
IGWT Monthly
Gold Compass



2013
Mark Valek
wird Co-Autor



2019
IGWT Special
Publications



2024
IGWT-Report
Print Version



2014
IGWT-Report
Compact Version



2021
IGWT-Nuggets



2025
Japanische
Version

Unterstützt von Branchenführern

Der *In Gold We Trust*-Report bleibt kostenlos verfügbar – ermöglicht durch die kontinuierliche Unterstützung unserer Premium-Partner, der Crème de la Crème der Goldbranche.



5
Sprachen



3.000+
Charts & Tabellen



60+
Mitwirkende



5.000+
geschriebene Seiten

Report-Wachstum & Goldpreis (2007–2026)

— Goldpreis (USD)
- - - Seiten (Anzahl/Jahr, EN)
— Charts & Tabellen (Anzahl/Jahr)

4.623 USD
Stand: 30. April 2026
▲ +590%

SEITEN, 2026
460+
▲ 1.991%

CHARTS, 2026
330+
▲ 1.275%

2007
670 USD

22 SEITEN
24 CHARTS

2026

20 Jahre Evolution
20 Jahre unabhängiges Research

Die Welt verändert sich. *In Gold We Trust* entwickelt sich weiter.

Entdecken Sie 20 Jahre Erkenntnisse und die Ausgabe 2026.

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

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie ab Seite 60.



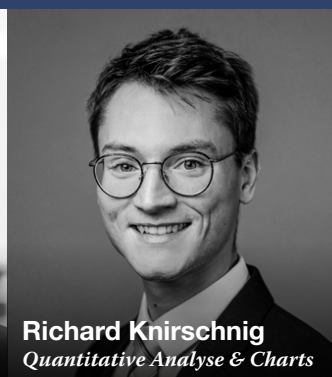
Kontakt: Sound Money Capital AG, Industriering 21, FL-9491 Ruggell, Fürstentum Liechtenstein | contact@soundmoneycapital.com

Disclaimer: Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust-Report* wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum co-gebrandet. Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen). Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert. Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden *In Gold We Trust-Reports* ist die Sound Money Capital AG.

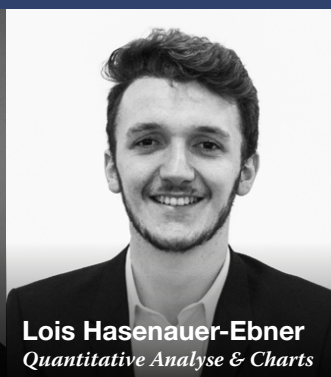
Copyright: 2026 Sound Money Capital AG. All rights reserved.



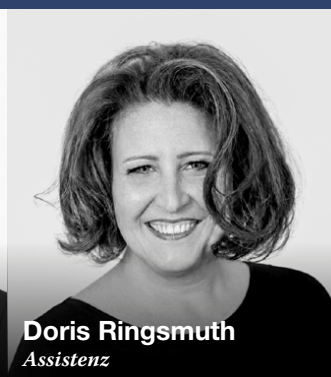
Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirschig
Quantitative Analyse & Charts



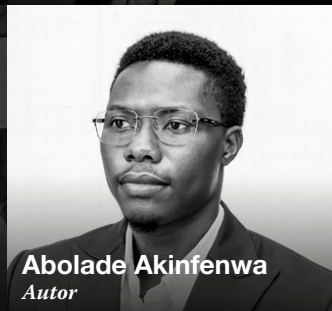
Lois Hasenauer-Ebner
Quantitative Analyse & Charts



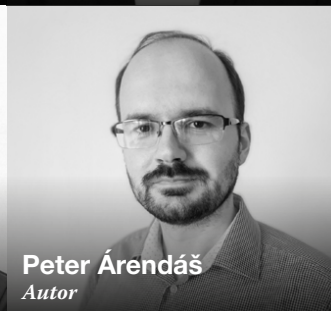
Doris Ringsmuth
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Media



Abolade Akinfenwa
Autor



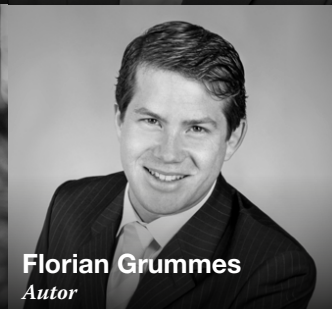
Peter Árendás
Autor



Ted Butler
Autor



Carlos „Migs“ Caparas
Autor



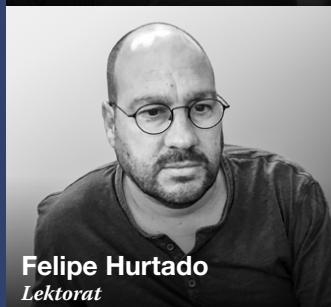
Florian Grummes
Autor



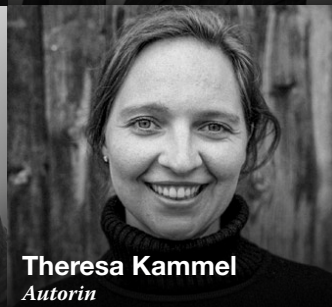
Daniel Gomes Luis
Autor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat



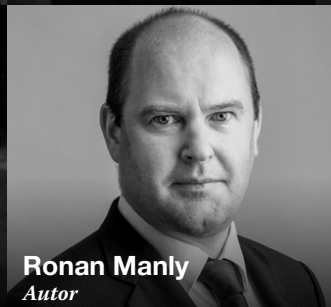
Felipe Hurtado
Lektorat



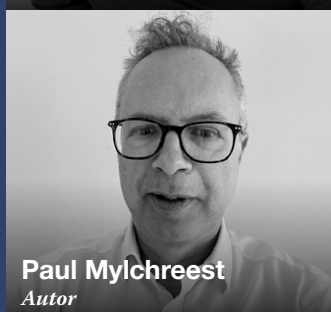
Theresa Kammel
Autorin



Lokaa Krishna
Autorin



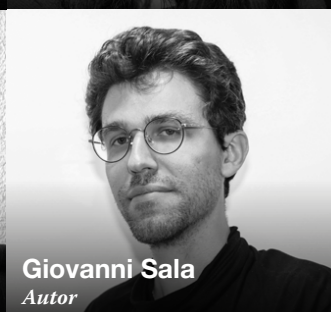
Ronan Manly
Autor



Paul Mylchreest
Autor



Denis Ott
Charts



Giovanni Sala
Autor



Charley Sweet
Lektorat



David Waugh
Autor

Das In Gold We Trust-Team

In dieser Kurzversion des *In Gold We Trust*-Reports 2026 finden Sie die **Einleitung** und **Quo vadis, aurum?** in der Originallänge sowie die einzelnen Kapitel als **Executive Summaries**.

Back to the Monetary Future

Einleitung: Back to the Monetary Future

8

- Status quo von Gold
- Status quo des Goldes im Vergleich zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen
- Status quo der Verschuldung
- Status quo der Inflationsdynamik
- Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebots
- Status quo von Gold – Fazit
- Renaissance der Goldallokation

Gold und Geopolitik

Zwei Systeme, eine Welt:
Der Kampf um die Zukunft der globalen Währungsordnung
Shovels, Not Spreadsheets –
Eine Debatte zwischen Luke Gromen und Craig Tindale
Gold und das Ende des US-Dollar-Standards
Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders *Heartland*-Theorie

Gold-Panorama

Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung
Zurück zu den Gründervätern: Dr. Shelton über die Zukunft des US-Dollars
Die Digitalisierung von Gold:
Tokenisierung, Finanzinfrastruktur und Vertrauen
Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird
Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold
Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des größten Goldmarktes der Welt
Der Kollaps des Rohstoff-Betas

Performance-Gold

Bitcoins Rolle in der Zukunft des Geldes
Silber nach dem Höhenflug: „Stairway to Heaven“ oder „Highway to Hell“?
Die KI hält Einzug in den Minensektor
Innovieren oder untergehen: Der Minensektor am Scheideweg
Der Corporate Gold Standard:
Warum Miner ihre eigenen Edelmetalle halten sollten
Gold- und Silberminer: Vom Problemkind zum Musterschüler
Technische Analyse

Quo vadis, aurum?

38

Über uns

58

Premium-Partner

60

Die Druckversion des *In Gold We Trust*-Reports 2026 können Sie **hier** erwerben.



In Gold We Trust[®] Report

2026

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

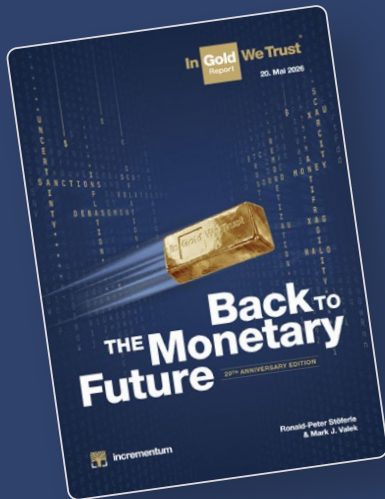




incrementum

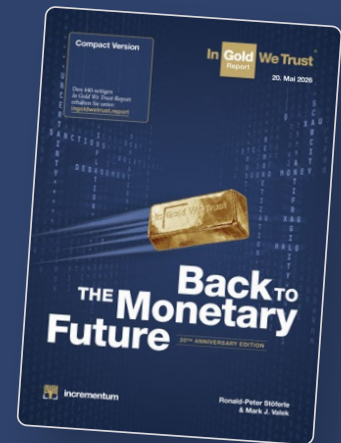
In Gold We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



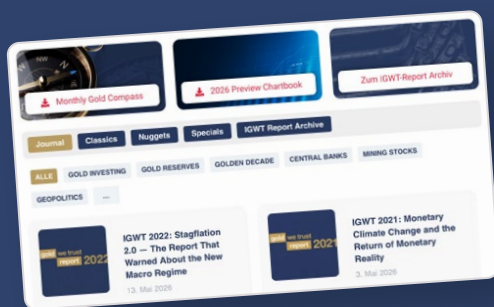
In Gold We Trust-Report 2026

<https://ingoldwetrust.report/download/55994>



In Gold We Trust-Report 2026 Compact Version

<https://ingoldwetrust.report/download/55995>



In Gold We Trust-Content Vault

<https://ingoldwetrust.report/content-vault/>



LinkedIn

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



Youtube

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



X

x.com/IGWTreport



Newsletter

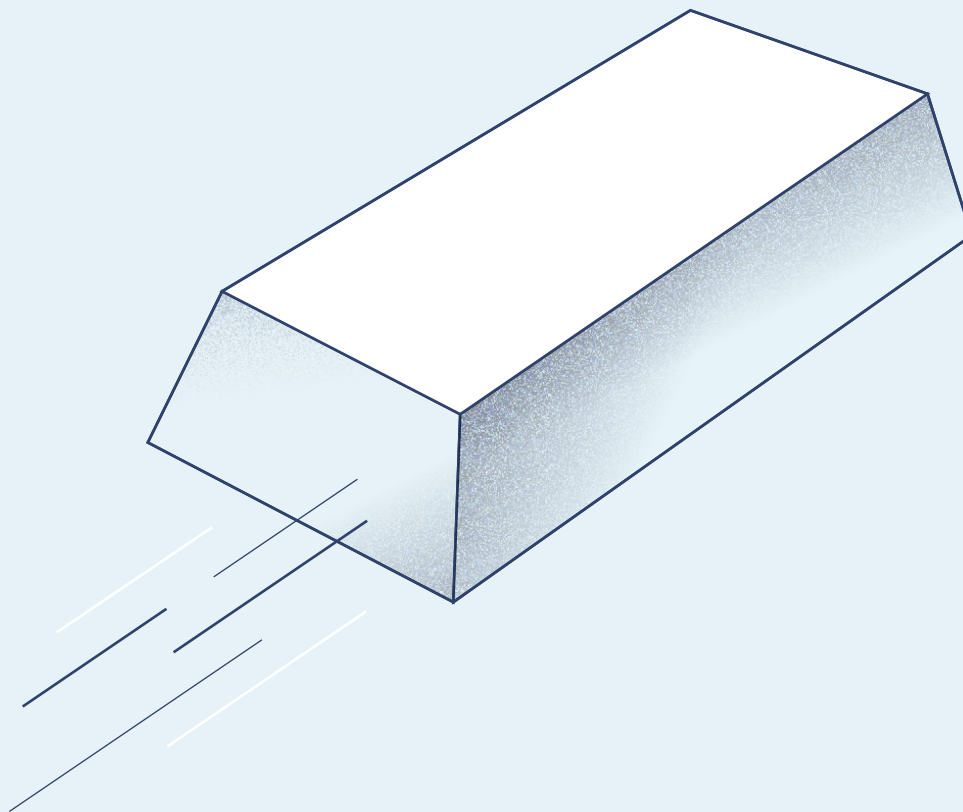
[incrementum.li/newsletter](https://www.incrementum.li/newsletter)

DE EN ES 中文

Der Goldstandard aller Goldstudien

ingoldwetrust.report

Einleitung: Back to the Monetary Future



Key Takeaways

- Der *In Gold We Trust*-Report feiert seine 20. Ausgabe. Als 2007 der erste Report veröffentlicht wurde – damals noch unter der Ägide der Erste Group –, stand Gold bei rund 670 USD. Seither hat sich der Goldpreis fast versiebenfacht – und unsere Kernthesen haben sich bestätigt.
- Das Leitmotiv „*Back to the Monetary Future*“ beschreibt die Quintessenz von zwanzig Jahren Goldmarkt-Analyse: Die Zukunft des Geldes liegt in seiner Vergangenheit. Die währungs- und geldpolitischen Weichenstellungen von 1971, 2008 und 2020 bestimmen, was heute an den Märkten geschieht.
- Die *Pax Americana*, jene politische, militärische, ökonomische und vor allem monetäre Ordnung, die seit 1945 das globale System prägt, neigt sich ihrem Ende zu.
- Der Bullenmarkt der vergangenen Jahre wurde getragen von goldaffinen Schwellenländern und vom schwindenden Vertrauen in die internationale Ordnung. Erneute Inflationswellen im Westen könnten weitere, substantielle Nachfrage freisetzen.
- Bullenmarkt, (noch) keine Bubble: Die im *In Gold We Trust*-Report 2020 ausgerufene „Goldene Dekade“ ist in vollem Gange. Der Goldpreis ist seither in US-Dollar um 165 % gestiegen. Gemäß Dow-Theorie befinden wir uns inmitten der Public-Participation-Phase – der dynamischsten Phase des säkularen Bullenmarktes.

The future looks like a past that feels very far gone...

Bridgewater Associates

Als wir im Mai 2007 die erste Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports mit gerade einmal 22 Seiten Länge veröffentlichten, war die Welt noch eine andere: George W. Bush regierte im Weißen Haus, Italien war amtierender Fußballweltmeister, Netflix verschickte DVDs per Post, und das gerade erst von Steve Jobs vorgestellte iPhone war noch nicht im Handel erhältlich. Eine Unze Gold notierte bei rund 670 USD, die US-Staatsverschuldung lag bei knapp 9 Bill. USD oder rund 60 % des BIP.

» *There is no humorist like history.*
Will Durant

Den Begriff „Subprime“ kannte außerhalb einiger Hedgefonds-Büros in Connecticut praktisch niemand, und die Federal Reserve unter Ben Bernanke galt als unfehlbare Hüterin der Preisstabilität. Dass Notenbanken dereinst Billionen aus dem Nichts schaffen, Zinsen unter null drücken und Staatsanleihen kaufen würden, hätte man als monetäre Science-Fiction abgetan. Und dass ausgerechnet ein anonymes Whitepaper ein digitales Pendant zu Gold erschaffen würde, lag jenseits jeder Vorstellungskraft.

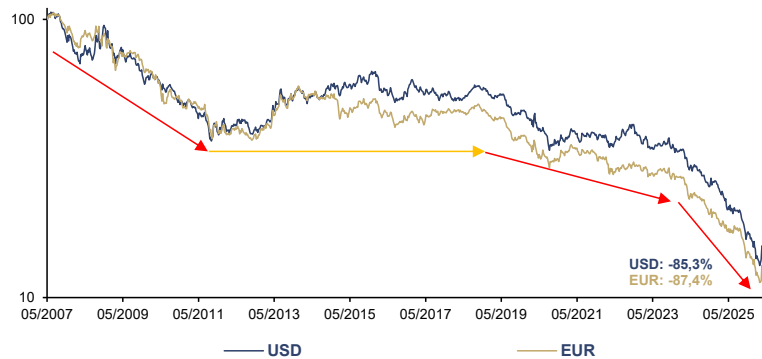
» *The future has many names. For the weak, it is the unattainable. For the fearful, it is the unknown. For the bold, it is the opportunity.*
Victor Hugo

Und wenn wir in unseren frühen *In Gold We Trust*-Reporten auf die österreichische Schule der Nationalökonomie verwiesen, ernteten wir nicht selten fragende Blicke, so als würden wir von einer obskuren alpenländischen Sekte berichten. Zwei Jahrzehnte und mehrere Kreditzyklen später sind Begriffe wie Cantillon-Effekt, Malinvestments und Zeitpräferenz längst im Mainstream angekommen. Diese Entwicklung verdanken wir nicht zuletzt Satoshi Nakamoto: Dank Bitcoin verstehen heute mehr 20-Jährige das Wesen des Fiat-Geldes, als es manchem Zentralbanker lieb sein dürfte.

» *We are at the point of history where most April Fool's jokes are indistinguishable from totally real things that happen regularly now.*
Lyn Alden

Zwanzig Ausgaben, mehr als 5.000 Seiten und einen Goldpreisanstieg von fast 600 % später befinden wir uns in einer Realität, die Doc Brown, der schusselig-sympathische Wissenschaftler aus der bekannten Film-Trilogie „Zurück in die Zukunft“, als „alternative Zeitlinie“ bezeichnen würde. Die *Pax Americana*, jene politische, militärische und vor allem monetäre Ordnung, die seit 1945 das globale System prägt, neigt sich ihrem Ende zu. **Der Zerfall des institutionellen Vertrauens – in Regierungen, Zentralbanken und das Fiat-Geldsystem selbst – ist zur zentralen Triebkraft des Goldpreises geworden.**

USD und EUR (log), in Gold, 100 = 05/2007, 05/2007–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Das Leitmotiv unserer Jubiläumsausgabe „*Back to the Monetary Future*“ ist mehr als eine cineastische Verbeugung vor einem Kultfilm unserer Kindheit: Es ist eine These. So wie Marty McFly in „Zurück in die Zukunft“ erkennen musste, dass man die Vergangenheit verstehen muss, um die Gegenwart zu reparieren, so lehrt uns die Geldgeschichte: **Die Zukunft des Geldes liegt in seiner Vergangenheit.**

Back to the Future of Trust: Vertrauen als monetäres Fundament

Im Kern des Prozesses, den wir seit 2007 dokumentieren, steht die zentrale Bedeutung des Vertrauens. Es ist der immaterielle Kitt, der Ordnungen zusammenhält, Kooperation ermöglicht und die Zukunft planbar erscheinen lässt. Tony Deden, einer der scharfsinnigsten Denker unserer Zeit, nennt es den „unsichtbaren Hebel“ – eine Form von Kapital, wertvoller als jede Bilanzposition. Ohne Vertrauen keine Beziehungen, kein Kredit, kein Wirtschaften, kein Geld.

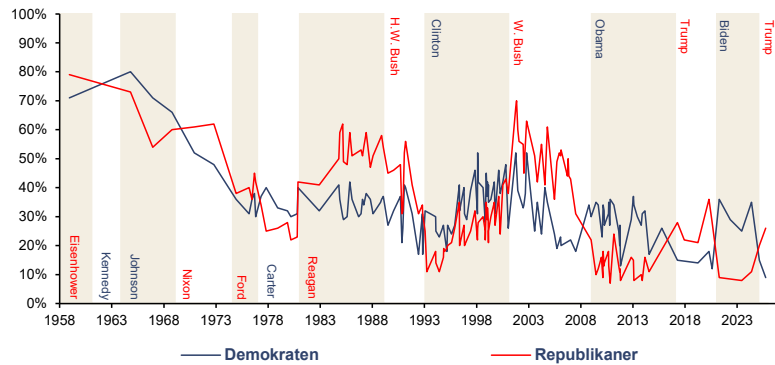
Dass wir 2019 das Wort „Vertrauen“ explizit in den Titel aufnahmen — „**Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion**“ —, war daher kein Zufall. Es griff lediglich auf, was ohnehin seit dem allerersten Report 2007 im Kopftitel prangt: *In Gold We Trust*. Diese Vertrauenserosion hat sich seither nicht verlangsamt, sondern eher beschleunigt. Vertrauen lässt sich über Jahrzehnte aufbauen – und in Sekunden verspielen. Diese Asymmetrie ist das eigentliche Risiko. Vertrauen erodiert schleichend, in homöopathischen Dosen, bis ein Kipppunkt erreicht ist und es plötzlich verspielt ist. „Gradually, then suddenly“ – Hemingway hätte die Dynamik kaum treffender beschreiben können.

Wie sehr der gesellschaftliche Konsens schwindet, zeigt die politische Polarisierung in den USA. Auf den Wahlsieg Donald Trumps folgte nur ein Jahr später der ebenso deutliche Sieg Zohran Mamdani in New York, eines Kandidaten vom linken Flügel der Demokraten. Leistbarkeit war in beiden Fällen das bestimmende Thema, doch die politischen Rezepte der jeweiligen Sieger könnten unterschiedlicher kaum sein. Der Verteilungskampf ist längst keine abstrakte Theorie mehr, er ist ein zentrales Thema der Tagespolitik. Historische Parallelen zum *Gilded Age* des späten 19. Jahrhunderts drängen sich auf: Solche Ungleichheitsspitzen gingen meist großen politischen Umbrüchen oder tiefen Marktkorrekturen voraus.

” *Trust is not a soft asset. It is the core operating system of civilisation – the silent architecture that makes markets function, communities survive, and promises hold.*

Tony Deden

Vertrauen in Regierung, 01/1958–12/2025



Quelle: Pew Research Center, National Election Studies, Gallup, ABC/Washington Post, CBS/New York Times, CNN, Incrementum AG



» *Das Volk klagt über Inflation, aber es unterstützt begeistert politische Maßnahmen, die nur mit Inflation verwirklicht werden können.*

Ludwig von Mises

Doch Vertrauen ist nicht nur die Währung der Politik, sondern auch das Fundament jeder Geldordnung. Der aktuelle Vertrauensverlust ist mehr als ein gesellschaftlicher Befund. Denn Vertrauen ist, wie Ludwig von Mises erkannte, die unsichtbare Infrastruktur jedes Geldsystems. Erachten die Bürger die Versprechungen des Staates – darunter die Wertstabilität des Geldes – nicht mehr als glaubwürdig, steigt die Umlaufgeschwindigkeit: Man hält Papiergeld kürzer, flüchtet in Sachwerte, verlangt höhere Risikoprämien. **Vertrauen, so unsere Lesart, wird derzeit neu bepreist – und der Markt fällt sein Urteil in Unzen.**

Der geopolitische Showdown und Golds Margin Call

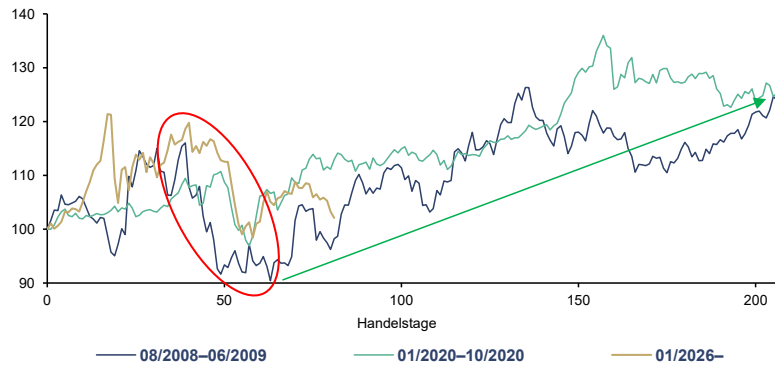
Nach der fulminanten Rally der vorangegangenen Quartale war eine Konsolidierungsphase nicht nur wahrscheinlich, sondern markttechnisch überfällig. Den Anstoß lieferte ausgerechnet jenes Ereignis, das nach Lehrbuch das Gegenteil hätte bewirken müssen: die Iran-Krise. Während ein Großteil der Marktteilnehmer auf einen weiteren Preissprung spekulierte, kippte der Markt in die andere Richtung – der Krieg wurde nicht zum Brandbeschleuniger, sondern zum Auslöser einer gesunden Bereinigung. Keine Aufwärtsbewegung verläuft linear; auch strukturelle Bullenmärkte benötigen Phasen der Bereinigung, der Positionsanpassung und des Sentimentabbaus. **Seit der Veröffentlichung des *In Gold We Trust-Reports 2025* „The Big Long“ notiert Gold ungeachtet dieser Korrektur fast 40 % höher.**

» *If you're first out the door, that's not called panicking.*

John Tuld, Margin Call

Der Goldpreis verlor im März 2026 in absoluten Zahlen so viel wie nie zuvor in einem einzigen Monat: 611 USD, ein Drawdown von 27 % vom Allzeithoch. Der Mainstream erklärte erwartungsgemäß den sicheren Hafen für gescheitert. Doch wer den Mechanismus versteht, erkennt ein vertrautes Muster: Gold wird in akuten Finanzstress-Phasen nicht *trotz*, sondern *wegen* seiner hohen Liquidität verkauft. Exakt dasselbe Muster sahen wir im Oktober 2008 mit einem Minus von 29 %, als die Lehman-Pleite Margin Calls quer durch alle Assetklassen auslöste, und im März 2020, als in der Anfangsphase der Corona-Pandemie die Liquidierungswelle rollte und Gold um 12 % nachgab.

Gold, in USD, 100 = 08/2008, 01/2020, und 01/2026, in USD,
08/2008–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



Die Gleichzeitigkeit zweier Mechanismen macht den jüngsten Einbruch besonders: Erstens kappte die Schließung der Straße von Hormus die Cashflows der Ölproduzenten in der Golfregion, die seit Jahren ihre US-Dollarüberschüsse auch in Gold recycelt hatten. Zweitens erzwang die Eskalation eine Welle von Deleveraging, weil steigende Renditen, anziehende Zinserwartungen und ein festerer US-Dollar Margin Calls auslösten.

Doch gerade hier liegt der entscheidende Punkt: **Die Reaktionsfunktion der Notenbanken auf genau diese Stressesequenz ist der eigentliche Goldkatalysator.** Die beiden Drawdowns 2008 und 2020 markierten nicht das Ende der Goldrally, sondern den Startpunkt der nächsten Aufschwungphase. Ein gutes Omen für 2026?

Denn was auf den Stress im Finanzsystem folgte, war immer dasselbe: mehr Liquidität. Die Maßnahmen reichten von Yield Curve Control über erneutes QE bzw. QQE, finanzielle Repression und weitere fiskalische Stimuli bis hin zu noch extremeren Vorschlägen wie MMT oder Helikoptergeld. Sollte sich die Stresssituation verfestigen oder verschärfen, ist der Einsatz einer oder mehrerer dieser Instrumente nur eine Frage der Zeit – begleitet von der weiteren Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik.

Auf den Lehman-Schock folgte QE1 bis QE3 und eine Verdreifachung des Goldpreises. Auf den Corona-Crash folgte eine beispiellose fiskalische und monetäre Expansion und ein Anstieg des Goldpreises um über 70 %. Die Transmissionssequenz – Energieschock → Inflationsschock → Staatsanleihen-Stress → Kreditneubewertung → Zwangsliquidierung → Notenbankintervention – ist ein sich selbst verstärkender Kreislauf. Und Gold profitiert an jeder Station: als Inflationsschutz, als Sicherheit und ultimativ als neutraler Reservewert außerhalb der Entwertungsspirale.

Die liquiditätsgetriebenen Rücksetzer des Goldes sind keine Widerlegung der These, sie sind Kaufgelegenheiten, die von der These selbst generiert werden. März 2026 war ein monetärer Stresstest. Gold hat ihn bravurös bestanden.

” *No snowflake thinks it started the avalanche.*

Boaz Weinstein

” *You have to choose between trusting to the natural stability of gold and the natural stability of the honesty and intelligence of the members of the government. And, with due respect to these gentlemen, I advise you, as long as the capitalist system lasts, to vote for gold.*

George Bernard Shaw

Die Transmissionssequenz

Energieschock → Inflation → Anleihedruck → Kreditneubewertung → Zwangsverkäufe → Intervention



Sechs Gründe für den historischen Ausverkauf

<p>01 Dollar schoss nach oben Ölpreissprung → USD-Knappheit</p>	<p>02 Restriktive Fed Zinssenkungen ausgepreist, Renditen sprangen an</p>	<p>03 Ölpreisschock 108 USD bestätigten den restriktiven Kurs</p>
<p>04 Erzwungene Liquidation Geldflüsse aus der Golfregion unterbrochen</p>	<p>05 Überfüllter Trade wurde aufgelöst Konsens-Longpositionen wurden zur Liquiditätsbeschaffung verkauft</p>	<p>06 Pipeline unterbrochen Schließung der Dubai-Route</p>

Gold profitiert in jeder Phase der Sequenz

Liquiditätsbedingte Rücksetzer sind Kaufgelegenheiten – keine Widerlegung der These.

Quelle: MiningVisuals, Incrementum AG

Die Ilias unserer Zeit: Eine Weltordnung im Umbruch

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

Alexander Chartres

„R.I.P. Pax Americana, 1945–2025.“ – so die knappe Grabinschrift von Alexander Chartres. Wie die kommende Weltordnung aussehen wird, ist offen. Klar erkennbar ist vorerst der Charakter der Übergangsphase: Wir befinden uns in einem Interregnum, in dem die alte Ordnung an Bindekraft verliert, während die neue noch nicht definiert ist. Geprägt ist diese Zwischenphase von erhöhter Volatilität, multipolarer Machtverteilung und unverhohlenem Imperialismus. Nach Jahrzehnten steigender Arbeitsteilung und stetiger Kapitaloptimierung wird harte Macht zur entscheidenden Währung: Energie, Metalle, Halbleiter, Rüstungsgüter.

Dass Raum, Ressourcen und Machtzentren die Weltordnung prägen, formulierte bereits Halford Mackinder in seiner Heartland-Theorie: Wer die eurasische Landmasse kontrolliert, prägt die globale Ordnung.¹ Bereits der Krieg zwischen Russland und der Ukraine seit 2022 hat diese alte geopolitische Grammatik schlagartig in die

¹ Siehe Kapitel „Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders Heartland-Theorie“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Gegenwart zurückgeholt. Zugleich zeigt sich, dass Konflikte längst nicht mehr regional isoliert bleiben, sondern Energiepreise, Lieferketten und Kapitalflüsse weltweit erschüttern.

Nun rückt auch der Iran in den Fokus dieser tektonischen Verschiebungen.

Niall Ferguson liefert den historischen Rahmen. Seine Kernthese: Die Zeit steht nicht auf der Seite eines überdehnten Hegemons, weil die ökonomischen Kosten eines Krieges schneller steigen als dessen strategische Erträge. Ferguson zieht die Parallele zur Suez-Krise 1956: Nicht die sowjetische Bedrohung zwang Premierminister Anthony Eden zum Einlenken, sondern ökonomische Zwänge.

Eine eskalierende Iran-Krise könnte daher zu einem Suez-Moment für die USA werden – und jenen monetären Rubikon markieren, an dem sich das Petrodollar-System schrittweise dem Petroyuan oder gar Petrogold annähert. Akzeptiert Teheran im Ölexport künftig ausschließlich Renminbi, ist der 1973 etablierte Eckpfeiler der US-Dollar-Hegemonie endgültig brüchig; regionale Mächte würden sich einer Iran-China-Russland-Achse zuwenden, die Straße von Hormus würde so vom geopolitischen Nadelöhr zum geökonomischen Wendepunkt. Der überraschende und umgehend vollzogene Austritt der Vereinigten Arabischen Emirate aus der OPEC per Anfang Mai erschüttert eine weitere lang etablierte Institution – mit unklaren Folgen.

Was als Reihe isolierter Schocks begann – Sanktionen, eingefrorene Reserven, Zollkriege –, verdichtet sich zu einer strukturellen Neubepreisung des gesamten Währungsgefüges. Peking, so Ferguson, wird jede Krise nutzen, um seine parallele Finanz- und Zahlungsinfrastruktur via Petroyuan-Handel und digitale Zentralbankwährungsbrücken zum Nahen Osten auszubauen. Die Abkehr vom US-Dollar vollzieht sich nicht als Klippe, sondern als Gefälle – und jede Krise erhöht die Neigung.

Jahrzehntelang beruhte die internationale Ordnung auf Freihandel, freiem Kapitalverkehr und global integrierten Lieferketten, gerahmt von US-Hegemonie und US-Dollar-Hegemonialität. Dieses Geflecht aus Vertrauen, Verträgen und stillen Übereinkünften hat tiefe Risse bekommen. Die Märkte treten in ein neues Regime ein, definiert von Geopolitik und einer Neuordnung der globalen Handelsbeziehungen. Stefan Zweigs *Welt von Gestern* – jene Ordnung, deren Beständigkeit ihre Bewohner für selbstverständlich hielten, bis sie über Nacht verschwand – ist als Metapher leider so aktuell wie nie.

Wenn (Geo-)Politik inflationär wird

Die Marktfolgen der Iran-Krise sind bereits sichtbar – und strukturell stagflationär. Brent-Rohöl hat die Marke von 110 USD/Barrel zwischenzeitlich durchbrochen. Die IEA spricht von der größten Angebotsunterbrechung in der Geschichte des globalen Ölmarktes: Rund 20 % des weltweiten Seehandels mit Öl sowie erhebliche LNG-Volumen sind betroffen.

Es ist exakt jener stagflationäre Cocktail, vor dem wir im *In Gold We Trust*-Report 2022 „**Stagflation 2.0**“ gewarnt haben: ein angebotsseitiger Energieschock, der auf eine Volkswirtschaft trifft, die bereits chronisch ausgelaugt ist. Selbst wenn der akute Nahostkonflikt kurzfristig entschärft oder gar nachhaltig gelöst wird, sehen wir ein strukturell höheres Preisniveau für Energie – einen „*higher structural floor*“, der auch nach Konflikte bestehen bleibt.

Stefan Zweigs „Welt von Gestern“ – jene Ordnung, deren Beständigkeit ihre Bewohner für selbstverständlich hielten, bis sie über Nacht verschwand – ist als Metapher so aktuell wie nie.

” *The US government is trying to stop free markets from appropriately pricing the Iran war, while maintaining the illusion of free markets, and hoping the war will be over before physical reality makes this obvious to investors.*

Luke Gromen

” *Alle Werte waren verändert und nicht nur im Materiellen, die Verordnungen des Staates wurden verlacht, keine Sitte, keine Moral respektiert.*

Stefan Zweig, „Die Welt von Gestern“

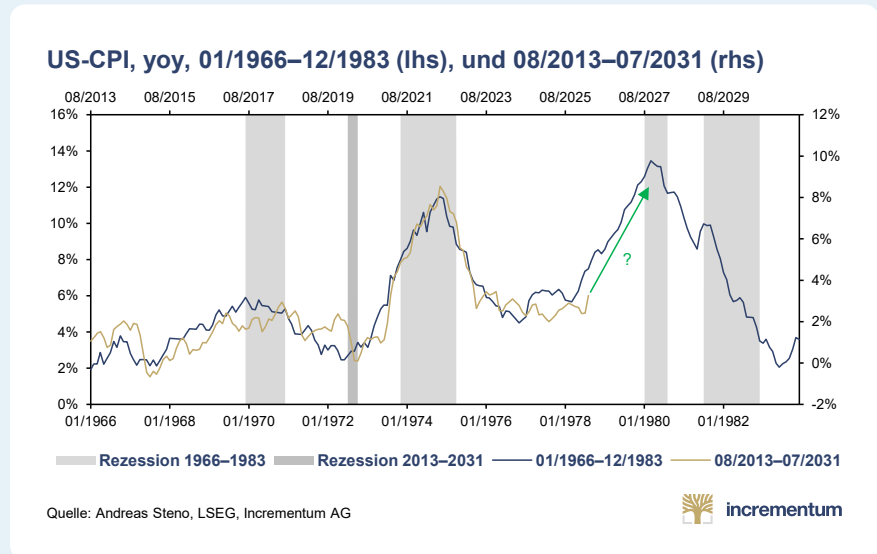
” *Stagflation ... is, of course, a very difficult thing because anything you do with interest rates will hurt one side or the other – either the inflation mandate or the employment mandate.*

Jerome Powell

» *Inflation is a choice.*

Kevin Warsh

Weiterhin schließen wir nicht aus, dass uns, wie in den 1970er-Jahren, eine zweite Inflationswelle bevorsteht. 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 frappant.



» *Inflation volatility remains a key character in this Greek tragedy for democratic, free-market capitalism.*

Henry Maxey

Doch die inflationären Kräfte wirken nicht nur geopolitisch, sondern auch innenpolitisch. Henry Maxey, CIO von Ruffer, skizziert diese Dimension in seinem Essay „*Let Them Have Cake – and Circuses*“. Im Zentrum: ein US-Präsident mit dem Rücken zur Wand. Da seine Popularität erodiert und die Kongresswahlen im November zum Tribunal über seine Präsidentschaft werden könnten, greift Donald Trump zum Werkzeugkasten des Populismus: administrativer Zinsdeckel auf Kreditkartenschulden, Aufkauf von 200 Mrd. USD an Mortgage-Backed Securities, Stimulus-Schecks – finanziert durch Zolleinnahmen. Ein ökonomisches Perpetuum Mobile.

Maxey greift einen faszinierenden Gedanken von Fred Hirsch auf, den dieser in „*The Political Economy of Inflation*“ (1978) ausgeführt hatte: Inflation geht am häufigsten mit dem Zerfall der gesellschaftlichen Statusordnung einher:

It is then no accident that inflation has been most entrenched in societies and periods in which the underlying ideological struggle has been most intense... Put another way, containment of the latent distributional struggle without financial instability requires either sufficient authority or sufficient consensus, on the values or principles underlying the distribution of income and other aspects of income. If established authority weakens before a sufficient consensus or new authority emerges, inflation results.

Die Pointe ist so elegant wie unbequem: Wenn sich Gesellschaften nicht darauf einigen können, wer verlieren soll, übernimmt die Inflation diese Entscheidung – für alle.

» *Ich glaube nicht, dass wir je wieder ein wirklich gutes Geld haben werden, bevor wir die Sache dem Staat aus der Hand nehmen.*

Friedrich A. von Hayek

Die finale Konsequenz ist bei Ruffer die „DINOsty – Democracy In Name Only“. Was Friedrich A. von Hayek in *Der Weg zur Knechtschaft* als schleichende Aushöhlung liberaler Ordnungen beschrieb, vollzieht sich heute nicht durch Panzer, sondern durch Paragraphen: Der juristische Feldzug gegen den Vorsitzenden der Federal Reserve ist der Vorbote einer systematischen Politisierung des Geldes. Wenn die Unabhängigkeit der Notenbank zur politischen Verhandlungsmasse wird, verschmelzen Innen- und Außenpolitik, Fiskal- und Geldpolitik zu einem einzigen fiskalischen Amalgam – mit Gold als einem der wenigen Aktiva, das sich weder wählen noch entlassen lässt.

Die Remonetarisierung des Goldes

Auf die Erosion institutionellen Vertrauens folgt häufig die Suche nach neuen – oder bewährten – monetären Anker. Genau in diesem Spannungsfeld gewinnt eine Entwicklung an Bedeutung, die lange als undenkbar galt: die Remonetarisierung des Goldes.

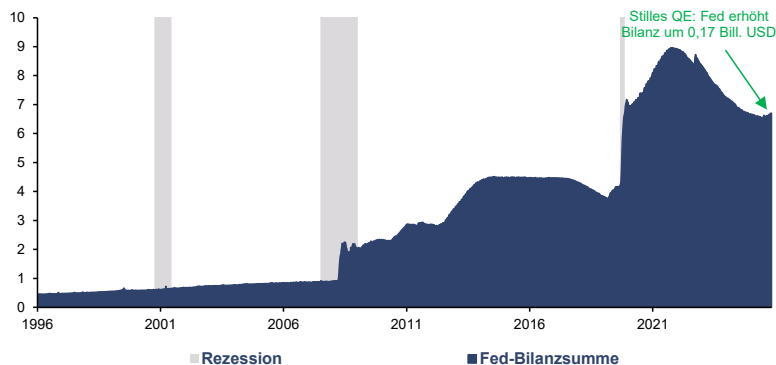
Am 4. Juli 2026 feiern die USA ihren 250. Geburtstag. Die zeitliche Symbolkraft dieses Datums ist beträchtlich: Das *Semiquincentennial* könnte jenen historischen Anlass bieten, der immer wieder fundamentale Umbrüche in der Geldordnung hervorgerufen hat. Goldgedeckte Anleihen, eine formelle Neubewertung der Goldreserven oder gar ein partieller Schuldenschnitt – solche Optionen werden zunehmend diskutiert. Insbesondere eine Neubewertung der US-Goldreserven ist längst keine abwegige Spekulation mehr, sondern eine politische Möglichkeit, die still und leise an Plausibilität gewinnt.

Nicht zuletzt steht auch die Federal Reserve – und mit ihr Kevin Warsh, der erst seit wenigen Tagen amtierende Nachfolger Jerome Powells – vor einem geldpolitischen Dilemma: Warsh will die Bilanz schrumpfen und insbesondere langfristige Treasuries und MBS abstoßen. Das offizielle Ende des Quantitative Tightening am 1. Dezember 2025 hat jedoch gezeigt, dass die Liquidität dafür schlicht zu knapp war. Daraufhin ist die Bilanzsumme der Federal Reserve um rund 165 Mrd. USD auf 6,7 Bill. USD gestiegen. Offiziell firmiert diese Bilanzverlängerung unter dem Label des Reservemanagements, ökonomisch wirkt sie jedoch wie ein „stilles QE“.

» *When I had my fund, people would've called me a gold bug.*
Scott Bessent

» *This is not QE. In no sense is this QE.*
Jerome Powell, 8. Oktober 2019

Fed-Bilanzsumme, in Bill. USD, 01/2000–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Von den 4,8 Bill. USD an Bilanzausweitung während der Pandemie wurde bis heute nur rund die Hälfte wieder abgebaut. Sollte der nächste Rezessions- oder Finanzmarktschock das fiskalische Korsett der USA sprengen – steigende Defizite bei gleichzeitig schwächerer Auslandsnachfrage nach US-Treasuries – könnte aus dem „stillen QE“ rasch *The Big Print* werden.

In einem derartig herausfordernden Umfeld sind unkonventionelle Möglichkeiten gefragt, etwa eine Neubewertung der US-Goldreserven zu Marktpreisen. Die USA halten exakt 261.498.926 Feinunzen Gold oder rund 8.133 t. Das ist der größte staatliche Goldbestand der Welt. Geführt werden diese Bestände in den Büchern jedoch noch immer zum seit 1973 gesetzlich fixierten Preis von 42,22 USD je Feinunze. Der ausgewiesene Buchwert beträgt somit gerade einmal 11,04 Mrd. USD. Eine Neubewertung zum aktuellen Marktpreis von rund 4.600 USD/oz würde diesen Wert per Federstrich auf circa 1,2 Bill. USD vervielfachen. Das entspricht etwa 3 % der gesamten US-Staatsverschuldung. Dieser Buchgewinn in Billionenhöhe stünde dem US-Finanzministerium als fiskalischer Spielraum zur Verfügung.

» *We're going to monetize the asset side of the U.S. balance sheet for the American people. We are going to put the assets to work.*
Scott Bessent

Bei der Aufstockung der Goldreserven gilt das Prinzip des deutschen Urlaubers auf Mallorca: Wer morgens um sechs sein Handtuch auf die Strandliege legt, liegt am Abend am besten.

» *In any moment of decision, the best thing you can do is the right thing. The worst thing you can do is nothing.*

Theodore Roosevelt

» *Gold price rising has helped us substantially.*

Scott Bessent

» *It is precisely when a free gold market is needed that most modern governments seek to suppress it. For it reflects and measures the extent of the lack of confidence in the domestic currency; and it exposes the fictitious quality of the „official rate“.*

Ludwig von Mises

Ein Präzedenzfall existiert, und zwar ein historisch gewichtiger: Mit dem **Gold Reserve Act vom 30. Jänner 1934 hob Franklin D. Roosevelt den offiziellen Goldpreis von 20,67 USD auf 35 USD je Unze an**. Das entspricht einer effektiven US-Dollar-Abwertung gegen Gold von 41 %. Der einmalige Seigniorage-Gewinn von rund 2,8 Mrd. USD floss in den neu geschaffenen *Exchange Stabilization Fund* (ESF) und damit in jenes bis heute existierende Treasury-Vehikel, das es dem Finanzminister erlaubt, ohne Erlaubnis des Kongresses in Devisenmärkten zu intervenieren. 1972 und 1973 folgten weitere US-Dollar-Abwertungen, zunächst auf 38 USD, dann auf die bis heute gültigen 42,22 USD.

Für die USA ist nicht nur eine einmalige Neubewertung vorstellbar, sondern auch ein Wechsel zu marktbeurteilten Goldreserven, ähnlich wie im Euroraum. Dadurch würden stille Reserven sichtbar und künftige Goldpreisanstiege laufend bilanziell wirksam. Neben dem Einmaleffekt ist die Investmentperspektive aus Sicht des Staates in diesem Zusammenhang ebenso aufschlussreich: Welche ökonomische Mechanik entsteht, wenn Zentralbanken Gold zu Marktpreisen bilanzieren?

Marktbewertete Goldreserven schaffen aus Sicht der Eigentümer ein asymmetrisches Exposure auf steigende Goldpreise. Steigt der Goldpreis, erhöht sich der Wert der Reserven unmittelbar und kann höhere Ausschüttungen, stärkere Kapitalpuffer oder zusätzlichen Handlungsspielraum ermöglichen. Fällt der Goldpreis, werden negative Effekte über Neubewertungskonten, reduzierte Gewinnvorträge oder den Verzicht auf Ausschüttungen absorbiert. Das resultierende Profil erinnert an eine historisch eingebettete Call-Option: substanzielles Aufwärtspotenzial bei begrenzter unmittelbarer Belastung für den Eigentümer. In Zeiten hoher Verschuldung und fiskalischer Restriktionen wird Gold damit vom passiven Reserveasset zur strategischen Optionalität – kurz: *Free Gold*.

Auch die Schwellenländer treiben die Remonetarisierung des Goldes eifrig voran. Unter dem Projektnamen „The Unit“ arbeiten russische Forscher an einem goldverankerten Verrechnungsinstrument für den Intra-BRICS-Handel: 40 % physisches Gold, 60 % Währungskorb der fünf Gründungsmitglieder. Noch ist es ein Forschungsprojekt, kein offizielles BRICS-Programm. Doch bereits das Konzept ist ein Signal: In jeder ernsthaften Post-US-Dollar-Architektur wird Gold eine tragende Rolle spielen.

Bernhard Matthes hat in diesem Zusammenhang auf eine faszinierende Parallele hingewiesen: Die Goldkäufe der Zentralbanken Asiens und des Nahen Ostens sind nicht bloße Diversifikation, sie gleichen einem strategischen Positionierungswettbewerb. Sollte Gold tatsächlich zum monetären Anker eines BRICS-Verrechnungssystems werden, steht jede teilnehmende Nation vor derselben Frage wie die Euro-Beitrittskandidaten der 1990er-Jahre: Zu welchem Wechselkurs wird meine Währung in das neue System aufgenommen?

Wer zu diesem Zeitpunkt über umfangreiche Goldreserven verfügt, startet mit einer stärkeren Ausgangsposition in die neue Ordnung. Die auffällige Aufstockung der Goldbestände durch China, Indien, die Türkei und eine wachsende Zahl weiterer Zentralbanken folgt in dieser Lesart einer nüchternen Logik: Es geht um eine monetäre

Dass die Idee bereits aus dem theoretischen Schatten getreten ist, belegen zwei Indizien. Erstens: US-Finanzminister Scott Bessent erklärte: „**We’re going to monetize the asset side of the US balance sheet.**“ Zweitens – und noch bemerkenswerter: Im August 2025 publizierte die Federal Reserve ein Paper mit dem programmatischen Titel „**Official Reserve Revaluations: The International Experience**“, in dem sowohl die USA als auch Belgien explizit als Länder genannt werden, in denen aktuell diese Option diskutiert wird.

Verhandlungsmasse für eine Architektur, die noch nicht steht, für die man sich aber bereits positioniert. **Oder, etwas salopper, nach dem Vorbild des deutschen Urlaubers auf Mallorca, der morgens um sechs sein Handtuch auf die Strandliege legt. Wer zuerst reserviert, liegt am besten.**

Parallel baut die *Shanghai Gold Exchange* (SGE) ihre Infrastruktur systematisch aus. Gold wandelt sich damit vom Safe-Haven-Asset zum Settlement-Instrument: repo-fähige Sicherheit, Deckungskomponente, perspektivisch neutrale Rechnungseinheit. Was sich hier klammheimlich formiert, ist der Beginn eines parallelen Finanzsystems mit Asien als Gravitationszentrum.

Die folgende Metapher drängt sich auf: China spielt Go – geduldig, strategisch, auf Einkreisung bedacht –, während die USA pokern und auf kurzfristige Bluffs und maximale Hebelwirkung setzen. Und Europa? Sitzt am Tisch, hat das Regelwerk in vierundzwanzig Sprachen übersetzt, eine Folgenabschätzung in Auftrag gegeben und einen Ethikbeirat einberufen, während die anderen längst ihr jeweiliges Spiel begonnen haben.

China spielt Go – geduldig, strategisch, auf Einkreisung bedacht. Die USA pokern. Europa hat das Regelwerk in vierundzwanzig Sprachen übersetzt und einen Ethikbeirat einberufen.

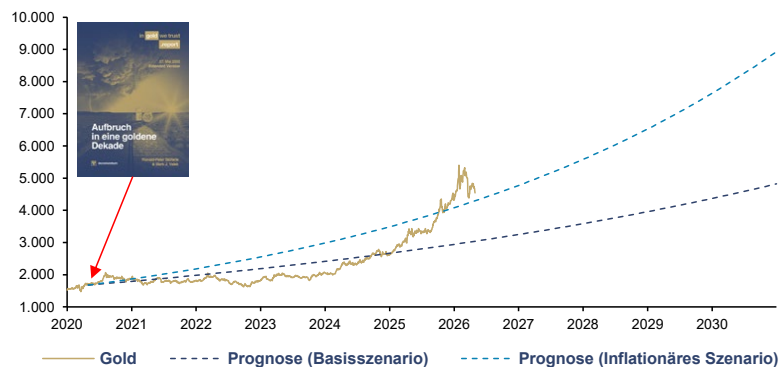
Die goldene Dekade ist in vollem Gange

Unsere Kernthese lautet: Der Goldbullenmarkt der vergangenen Jahre 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 bedacht. Doch die Zahlen sprechen für sich. Seitdem wir die goldene Dekade ausgerufen haben, ist der Goldpreis in US-Dollar um 165 % gestiegen – bzw. hat der US-Dollar um fast zwei Drittel gegen Gold abgewertet.

» *When gold goes, it really goes.*

Jim Sinclair

Gold, in USD, 01/2020–12/2030



Quelle: LSEG, Incrementum AG

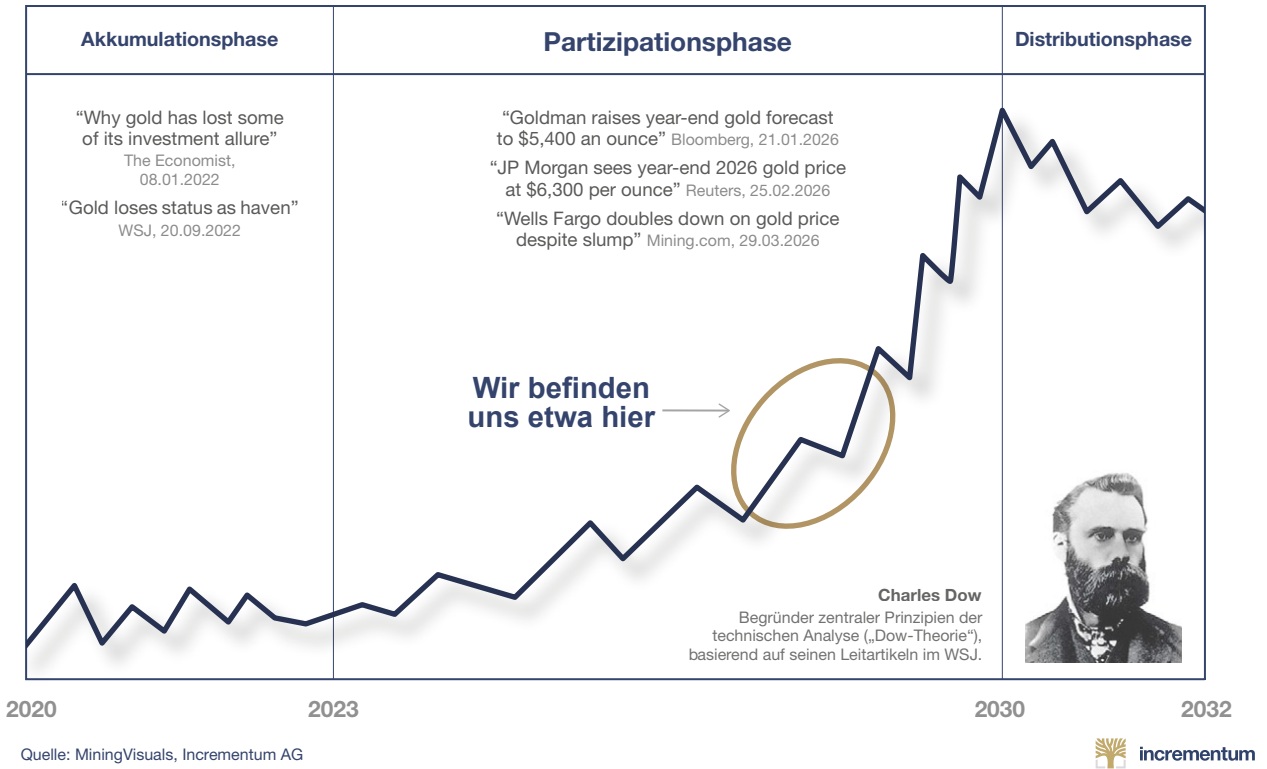
incrementum

Gemäß Dow-Theorie befinden wir uns aktuell in der Mitte der Public-Participation-Phase, der längsten und dynamischsten Etappe eines Bullenmarktes. Diese Phase 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, die Gold jahrelang mit Skepsis begleitet haben, revidieren ihre Kursziele plötzlich aggressiv nach oben. Unserer Einschätzung nach befinden wir uns ca. in der Mitte dieser Phase, die ultimativ in einer Mania-Phase münden wird.

» *Big bull markets always find a way to keep you frightened and OUT. Big bull markets are devils with no conscience – to get in you have to ‘close your eyes, and just do it’.*

Richard Russell

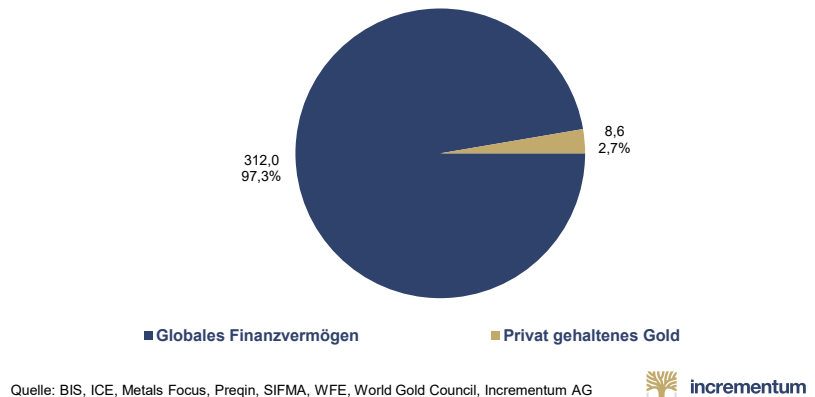
Wo wir uns im Bullenmarkt befinden (Dow-Theorie)



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

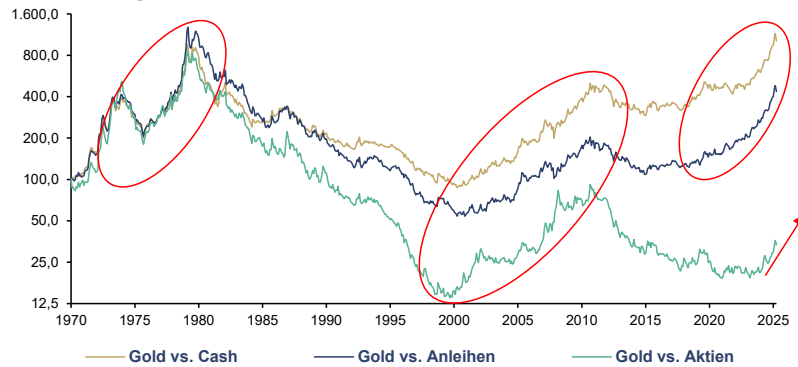
Dass wir von einer Mania-Phase noch weit entfernt sind, zeigen die Größenverhältnisse unmissverständlich: Dem globalen Finanzvermögen von 312 Bill. USD steht ein privat gehaltener Goldbestand von 8,6 Bill. USD gegenüber – 2,7 % des Gesamtvolumens. **Gold ist alles andere als ein Crowded Trade – im Gegenteil: Es ist die Party, auf der die ersten Gäste gerade erst eintrudeln.**

Marktkapitalisierung des globalen Finanzvermögens und privat gehaltenem Gold, in Bill. USD, 2025



Gold zeigt auch auf relativer Basis technische Ausbrüche. Gegenüber Cash und Staatsanleihen hat das Edelmetall bereits neue Zyklus-Hochs erreicht – gegenüber US-Aktien aber steht die Aufholbewegung erst am Anfang. Der Chart illustriert dies eindrücklich: Während das Gold/Cash- und das Gold/Anleihen-Ratio die säkularen Hochs der frühen 1980er-Jahre übertroffen haben, notiert das Gold/Aktien-Ratio noch weit unter den Zyklus-Hochs von 1980 und 2011.

Gold vs. Cash (US 3M TR), Anleihen (US 10Y TR), und Aktien (S&P 500 TR) (log), 100 = 31/12/1970, 12/1970–03/2026

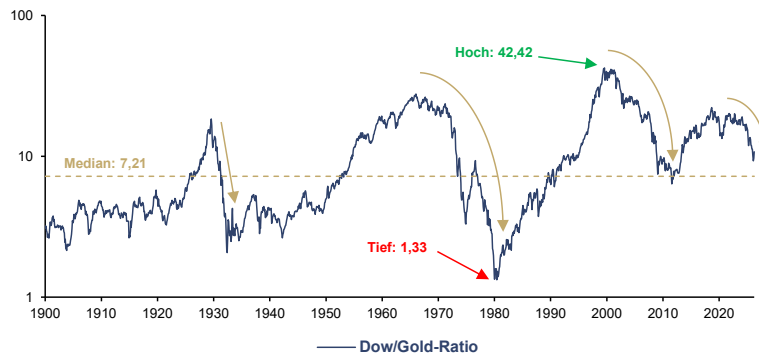


Quelle: Topdown Charts, Robert J. Shiller, LSEG, Incrementum AG



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 10,74 und damit klar über dem historischen Median von 7,21. Das ist ein Hinweis darauf, dass Gold im Vergleich zu US-Aktien nach wie vor attraktiv bewertet ist.

Dow/Gold-Ratio (log), 01/2000–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



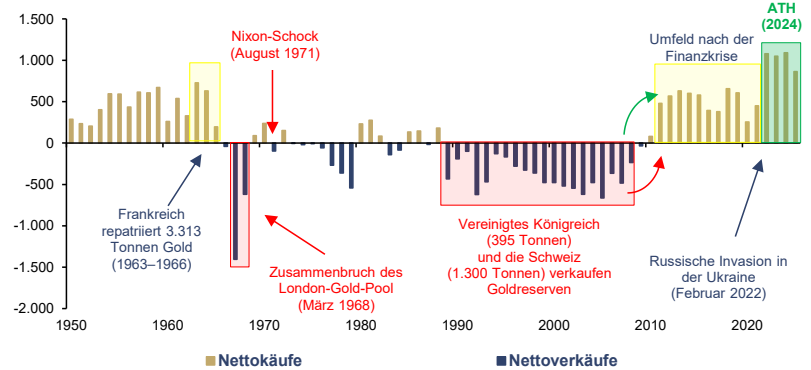
Der Staffelstab wechselt: Von Zentralbanken zu Investoren

Die Nachfragestruktur des Goldmarktes hat sich in den vergangenen Quartalen verschoben. Die Zentralbanken, jener Nachfragefeiler, der den Goldpreis seit 2022 maßgeblich getragen hat, kaufen seit vier Jahren in Folge über 850 t jährlich, drei Jahre davon sogar über 1.000 t. Wertmäßig entspricht das 60–85 Mrd. USD pro Jahr. Zur Einordnung: Die globale Minenproduktion liegt bei rund 3.600 t jährlich – die Notenbanken absorbieren also allein knapp ein Viertel der jährlichen Neuproduktion.

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

Howard Marks

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950–2025



Quelle: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Incrementum AG

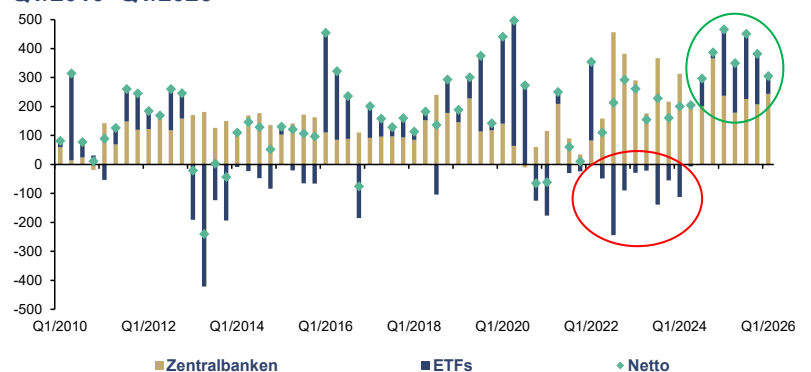


» *Those who know it best, love it least, because they have been hurt the worst.*

Don Cox

Seit einigen Quartalen beobachten wir einen Wechsel an der Spitze: Privatanleger, institutionelle Käufer und ETF-Zuflüsse haben den Notenbanken den Taktstock aus der Hand genommen. Das ist jene Staffelübergabe, die in der Dow-Theorie als Merkmal einer voll ausgeprägten Public-Participation-Phase gilt: Der Bullenmarkt, in der Akkumulationsphase noch von Zentralbanken getragen, wird nun von einer breiteren Investorenbasis geschultert. **Die Hausse ist im Mainstream angekommen.**

Zentralbank-, ETF-, und Netto-Gold-Flows, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2026



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



» *Gold goes where the money is, and it came to the United States between World Wars I and II, and it was transferred to Europe in the post war period. It then went to Japan and to the Middle East in the 1970s and 1980s and currently it is going to China and also to India.*

James Steel

Doch mit diesem Wechsel verändern sich auch die Risiken. Zentralbanken sind preisunelastische Nachfrager. Sie akkumulieren getrieben von strategischen Überlegungen, nicht von Renditeerwartungen. Investoren hingegen reagieren auf Sentiment, auf Margin-Calls, auf Opportunitätskosten. Der März 2026 hat diese Dynamik schlagartig offengelegt: Laut World Gold Council verzeichneten Gold-ETFs mit 11,8 Mrd. USD bzw. 84,8 t den größten monatlichen Abfluss seit Beginn der Aufzeichnungen. Der Abverkauf konzentrierte sich fast ausschließlich auf den Westen, während Asien, angeführt von China, Nettokäufer blieb. Das Muster ist aufschlussreich: Westliche ETF-Investoren verkaufen prozyklisch in den Rücksetzer hinein, während asiatische Käufer genau diese Preisrückgänge zum Positionsaufbau nutzen. Die Frage, die sich jeder Anleger stellen sollte: In wessen Hände wandert das Gold, das der Westen abgibt?

Unsere Einschätzung bleibt differenziert: Der säkulare Bullenmarkt ist intakt, doch die Verschiebung der Nachfragestruktur mahnt zur Wachsamkeit. Korrekturen von 20–30 % waren in vergangenen Goldbullenmärkten nicht die Ausnahme, sondern die

Regel. Auf dem erreichten Niveau werden absolute Rücksetzer von 800–1.000 USD schnell als Crash tituliert – dabei entsprach das bis vor Kurzem dem *gesamten* Goldpreis.

Entscheidend ist daher die Unterscheidung zwischen *Sicherheitsgold* – dem strategischen physischen Kernbestand, der unabhängig vom Marktgeschehen gehalten wird – und *Performance-Gold*, der taktischen Komponente, die gezielt auf Kurssteigerungen setzt und entsprechend aktiv gemanagt werden muss. Wer Performance-Gold hält, braucht neben Überzeugung auch Nerven – und ein konsequentes Risikomanagement.

Genau diese Einordnung zu liefern – nüchtern, faktenbasiert, mit einer Prise Humor, jenseits von Markteuphorie und Untergangsprophetie – ist seit zwanzig Jahren unser Anspruch.

Eine nüchterne, faktenbasierte Einordnung – mit einer Prise Humor, jenseits von Markteuphorie und Untergangsprophetie. Das ist seit zwanzig Jahren unser Anspruch.

Herzlichen Dank!

Der *In Gold We Trust*-Report strebt Jahr für Jahr danach, seinem Ruf als „Goldstandard der Goldstudien“ gerecht zu werden. Unser Ziel ist es, die weltweit meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu verfassen. Die Galerie von 20 Jahren *In Gold We Trust*-Report ist Ausdruck dieses Anspruchs.

Das diesjährige Leitmotiv „*Back to the Monetary Future*“ haben wir sorgfältig gewählt. Die geldpolitischen Weichenstellungen vergangener Jahrzehnte – vom Abschied vom Goldstandard 1971 bis zur Nullzinsära nach 2008 – sind der Schlüssel zum Verständnis dessen, was heute an den Märkten geschieht. In „Zurück in die Zukunft“ warnt Doc Brown Marty McFly eindringlich: „*We must not interfere with the timeline!*“ Doch genau das haben die Zentralbanken getan: Mit ihrer expansiven Geldpolitik haben sie die natürliche monetäre Ordnung fundamental verzerrt. Die Konsequenzen erleben wir nun in Echtzeit – hartnäckig erhöhte Inflationsraten, Vermögenspreisblasen und eine zunehmende Flucht in reale Werte wie Gold.

Wenn unsere Analysen stimmen – und die Daten seit 2007 geben uns Anlass zu Zuversicht –, dann hat der aktuelle Gold-Bullenmarkt noch erhebliches Potenzial vor sich. Denn während Marty McFly einen DeLorean benötigte, um durch die Zeit zu reisen, genügt uns ein Blick in die Geldgeschichte, um die monetäre Zukunft zu erahnen.

Auch beim 20. *In Gold We Trust*-Report bleiben wir der Philosophie des Kaizen verpflichtet, der japanischen Kunst der stetigen, kleinen Verbesserung: Zwanzig Jahrgänge sind für uns kein Ruhepolster, sondern ein Ansporn. Der Report zeigt sich heuer in runderneuertem Design und auf einer überarbeiteten Webpage. Mit *Mining Visuals*, einem schwedischen Spezialisten für die grafische Aufbereitung von Minensektor-Daten, haben wir uns zudem kreative Verstärkung an Bord geholt. Auch unser Kernteam ist deutlich gewachsen. Wie auch schon 2025 erscheint die Kurzversion auf Deutsch, Englisch, Spanisch und Japanisch. Und erneut ist der *In Gold We Trust*-Report als gedruckte Ausgabe **über Amazon** erhältlich – denn manche Dinge, wie Gold und gute Researchreports, will man eben in der Hand halten.

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

” *If you put your mind to it, you can accomplish anything.*

George McFly

” *Trust is perhaps the fundamental First Principle.*

Tony Deden

20 Jahre In Gold We Trust-Report



Besonderer Dank gilt unseren **Premium-Partnern**.² 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.

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 verlässliche Orientierungshilfe zum Thema Gold auf den insgesamt mehr als 480 Seiten des *In Gold We Trust*-Reports 2026 präsentieren.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 20. *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

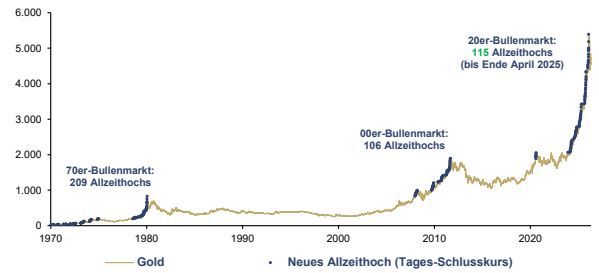


» *If there is time to reflect, slowing down is likely to be a good idea.*

Daniel Kahneman

² Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht unserer **Premium-Partner**, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

Gold, in USD, und Neues Allzeithoch (Tages-Schlusskurs), 01/1970–04/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Executive Summaries

Erhalten Sie einen Einblick in den *In Gold We Trust*-Report 2026

Den 480-seitigen
In Gold We Trust-Report erhalten
Sie kostenfrei unter:
ingoldwetrust.report

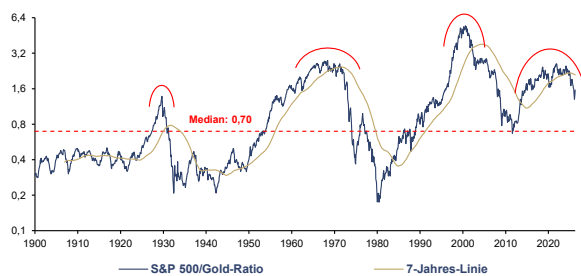
Status quo von Gold

- Unsere 2020 formulierte Erwartung einer „goldenen Dekade“ hat sich materialisiert: Gold markierte 2025 in jeder Fiat-Währung zahlreiche neue Allzeithochs und erzielte mit +65 % den stärksten Jahreszuwachs seit 1979.
- Seit Jänner steht das Allzeithoch bei 5.595 USD. Auf USD-Basis liegt die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) seit 2000 bei 11 %, auf EUR-Basis bei 10,5 %. Gold stellt damit nahezu jede andere Anlageklasse in den Schatten.
- Eine kontrollierte US-Dollar-Abwertung ist erklärtes Ziel der Trump-Administration – wirtschaftspolitisch allerdings ein Trugschluss: Weichwährungspolitik löst keine strukturellen Probleme.
- Der nächste US-Dollar-Bärenmarkt könnte gerade erst beginnen. Seit 1971 hat der DXY drei ausgeprägte Bärenmärkte durchlebt mit -35 %, -51 %, -40 %. In den letzten 15 Jahren bildete der DXY hingegen ein mehrjähriges Zyklus-Top aus.
- Nach dem fulminanten Anstieg der letzten Monate signalisierte der Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Indikator euphorische Werte. Die aktuelle Verschnaufpause ist daher nicht überraschend.

Kennzahlen

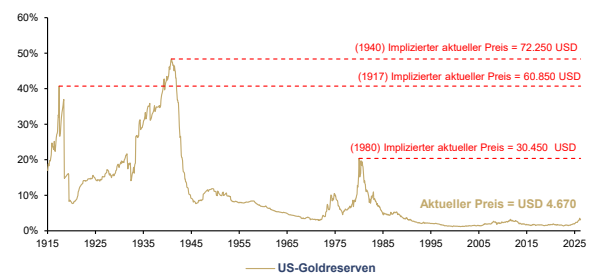
- 2025 stieg der Goldpreis in US-Dollar um **64,4 %** – die stärkste Jahresperformance seit 1979 – und erreichte im Jänner 2026 ein neues Allzeithoch von **5.595 USD**.
- Seit 2000 verzeichnete Gold eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von **11,2 %** in US-Dollar, was einer kumulativen USD-Performance von **+1.538,8 %** entspricht.
- Seit 1971 verzeichnete der DXY drei ausgeprägte Bärenmärkte von **-35 %**, **-51 %** und **-40 %**; im April 2025 wurde die 100er-Marke zum ersten Mal seit Jahren nachhaltig unterschritten.

S&P 500/Gold-Ratio (log), 01/1900–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

US-Goldreserven, in % der US-Staatsschulden, 01/1915–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

Status quo des Goldes im Vergleich zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

- Die relative Stärke gegenüber Aktien, Anleihen und Rohstoffen bestätigt, dass der Bullenmarkt intakt ist. Die Investorenpsychologie durchläuft vier Phasen: FOMO → YOLO → GONZO → HALO.
- Josh Browns „Heavy Assets, Low Obsolescence“-Paradigma markiert den Regimewechsel hin zu physischer Substanz – Gold ist der HALO-Trade par excellence.
- US-Aktien notieren auf historischen Extrembewertungen: Buffett-Indikator bei 226 % (Allzeithoch), Shiller-KGV bei 38,34 – ein Niveau, das in 145 Jahren nur noch auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase überschritten wurde. Gold gegenüber US-Aktien ist dagegen weiterhin unterbewertet.
- Das klassische 60/40-Portfolio verliert seine Existenzgrundlage: Übernimmt Gold nun die Rolle, die US-Staatsanleihen vier Dekaden lang innehatten?
- Investitionsanämie, Ressourcennationalismus, fiskalische Bazookas und ein schwächer werdender US-Dollar bereiten den Boden für eine strukturelle Outperformance – bei historisch niedriger institutioneller Allokation.

Kennzahlen

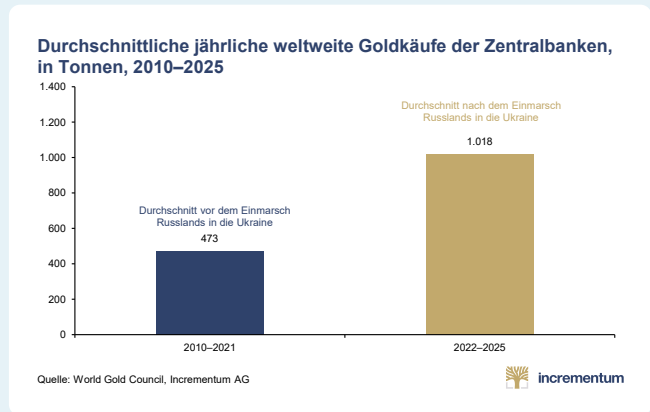
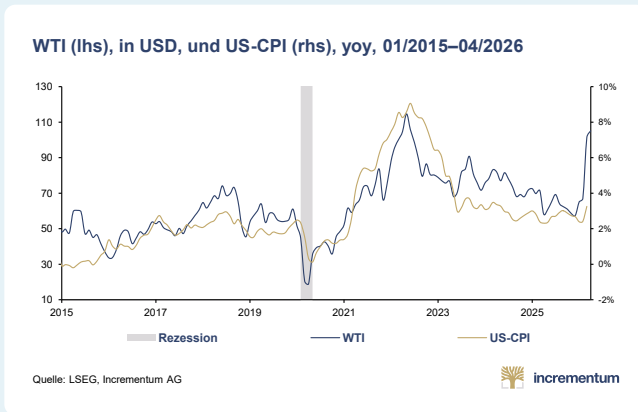
- Die Bewertungen von US-Aktien befinden sich auf historischen Höchstständen: Der Buffett-Indikator erreichte Ende April etwa 227 %. Das entspricht rund dem 2,5-Fachen des langfristigen Durchschnitts von 89 %. Das Shiller-KGV von 37,24 lag in 145 Jahren nur einmal höher.
- Das S&P-500/Gold-Ratio beträgt derzeit 1,51 und liegt damit deutlich über seinem 125-jährigen langfristigen Median von 0,70; nach diesem Maßstab erscheint Gold im Vergleich zu US-Aktien unterbewertet.
- Das BCOM/S&P-500-Ratio ist auf ein Rekordtief von rund 0,02 gefallen; die Underperformance von Rohstoffen gegenüber Aktien hält bereits siebzehn Jahren an und befindet sich damit bereits am oberen Ende der historischen Superzyklus-Spannen von neun bis neunzehn Jahren.

Status quo der Verschuldung

- Seit 2007, im Jahr des ersten *In Gold We Trust*-Reports und am Vorabend der Weltfinanzkrise, ist die weltweite Staatsverschuldung um mehr als 50 % auf 96,8 % angewachsen.
- Das US-Defizit von 5,8 % (2025) entspricht ziemlich genau dem Durchschnitt des IGWT-Zeitalters 2007–2026. Vom langjährigen Durchschnitt der Jahre 1975–2025 von 3,8 % ist das Defizit allerdings weiterhin meilenweit entfernt.
- Selbst die Primärsalden sind in den meisten Industriestaaten im tiefroten Bereich. Ausgerechnet das viel gescholtene Italien ist die einzige namhafte Ausnahme, weil nun auch Deutschland Schulden in historischem Ausmaß aufnimmt.
- Historisch wie aktuell erweisen sich Staatsanleihen als „Schönwettervermögenswert“, gerade auch weil die gegenwärtige Aufrüstung wie auch schon frühere gemäß der Devise „Waffen und Butter“ über höhere Defizite finanziert wird.

Kennzahlen

- Die weltweite Staatsverschuldung ist seit 2007 von rund **35 Bill. USD auf fast 120 Bill. USD** angestiegen, was einer Erhöhung um den Faktor 3,5 entspricht. Das nominale globale BIP legte nur um etwas mehr als 110 % zu. Daher erhöhte sich die globale Staatsschuldenquote von **60,9 % auf 96,8 %**.
- Die US-Goldreserven decken heute nur noch **3 % der Staatsverschuldung** ab, verglichen mit 51 % in den frühen 1940er Jahren. Eine Wiederherstellung dieser früheren Deckung würde heute einen Goldpreis von fast **75.000 USD** bedeuten, während der Zwischenhöchststand von 18 % aus dem Jahr 1980 einen Preis von etwa 26.000 USD impliziert.



Status quo der Inflationsdynamik

- Der Angriff auf den Iran hat einen Energiepreisschock ausgelöst, der zumindest im ersten Monat keinen Vergleich mit der Energiekrise 2022 scheuen musste. Bis dahin bewegte sich die Inflation in den USA – wie von uns erwartet – weiterhin hartnäckig auf erhöhtem Niveau.
- In der Eurozone fiel die Inflationsrate sogar unter die Marke von 2 %, auch dank der Euro-Aufwertung. Die Ölintensität der westlichen Wirtschaften ist im Vergleich zu den beiden Energiepreisschocks in den 1970er-Jahren deutlich zurückgegangen. Das liegt auch an der deutlich höheren Bedeutung des Dienstleistungssektors.
- Vor wenigen Tagen hat Kevin Warsh die Nachfolge von Jerome Powell als neuer Vorsitzender der Federal Reserve angetreten. Die Verantwortung, erhöhte und hohe Inflationsraten zu verhindern, sieht Warsh eindeutig bei der Federal Reserve. Denn, so eine seiner kernigen Aussagen: „Inflation ist eine bewusste Entscheidung.“ („Inflation is a choice.“)
- Auch nach Abebben des aktuellen Energiepreisschocks gehen wir unter Ausblendung von Basiseffekten von erhöhten Inflationsraten bei einer ebenfalls erhöhten Inflationsvolatilität aus.

Kennzahlen

- Der HVPI stieg von 1,9 % im Februar auf revidierte **2,6 %** im März; der monatliche Anstieg von 1,2 % entspricht annualisiert **15,4 %** und liegt damit deutlich über dem Höchststand von 11,5 % der Inflationswelle von 2021–23.
- Die erste Veröffentlichung des US-Verbraucherpreisindex (CPI) nach dem Ausbruch des Iran-Kriegs zeigte einen monatlichen Anstieg **von 0,87 %**, was annualisiert **10,9 %** entspricht und nur vom Inflationshöchststand Mitte 2022 übertroffen wird.
- Das FRB/US-Modell der Federal Reserve impliziert, dass jeder Anstieg des Ölpreises um **10 USD** die Inflation um etwa 0,2 Prozentpunkte erhöht; bei 130 USD pro Barrel würde die US-Inflation **3,9 %** erreichen.

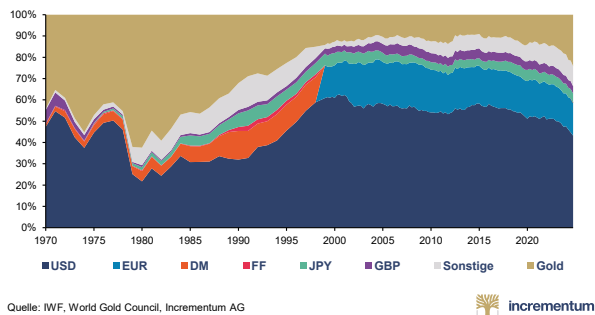
Status quo von Goldnachfrage und Goldangebot

- 2025 kauften die Zentralbanken **863 t Gold** – im Wert von rekordverdächtigen **95,2 Mrd. USD**. 95 % der Zentralbanken erwarten eine weitere Zunahme.
- Gold ist kein passives Reserveasset mehr, denn die Zentralbanken behandeln Gold zunehmend als aktives Bilanzinstrument. Das ist eine Form der „stillen Remonetarisierung“.
- Die Investitionsnachfrage stieg 2025 um 84 % auf **2.175 t**, angetrieben von Rekordzuflüssen in ETFs von **89 Mrd. USD (800 t)** und der Nachfrage nach physischen Barren und Münzen von **1.374 t**.
- Die Zuflüsse in asiatische Gold-ETFs von **25 Mrd. USD** im Jahr 2025 überstiegen die kumulierte Summe seit Auflage des ersten asiatischen Gold-ETFs im Jahr 2007. In Q1/2026 verzeichneten asiatische ETFs ihr stärkstes Quartal seit Beginn der Aufzeichnungen.
- Das gesamte Goldangebot lag 2025 bei **5.002 t**. Die Minenproduktion erzielte mit **3.672 t** einen neuen Rekordwert. Bemerkenswert ist die verhaltene Reaktion des Recyclings, vermutlich in Erwartung eines weiteren Goldpreisanstiegs.

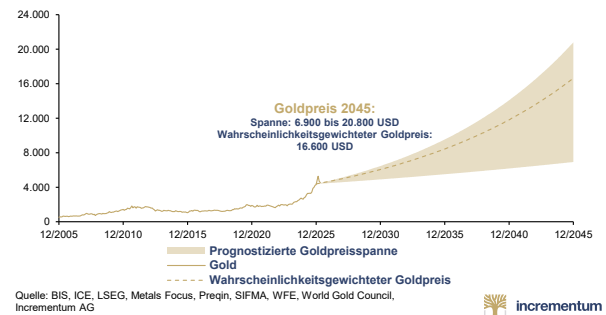
Kennzahlen

- Die Zentralbanken kauften vergangenes Jahr **863 t Gold**, abermals deutlich mehr als vor Ausbruch des Ukraine-Krieges. In Q1/2026 stockten die Zentralbanken ihre Goldreserven netto um **244 t** auf, trotz einer spürbar gestiegenen Verkaufsaktivität.
- Die Investitionsnachfrage stieg **um 84 % auf 2.175 t**, wobei die Zuflüsse in ETFs **89 Mrd. USD (800 t)** betrug und die Nachfrage nach Barren und Münzen mit **1.374 t** den höchsten Stand seit über einem Jahrzehnt erreichte.
- Das Goldangebot betrug **5.002 t**. Die Minenproduktion verzeichnete mit **3.672 t** einen Rekordwert, während das recycelte Gold trotz Rekordpreisen nur **1.404 t** betrug.

Zusammensetzung der globalen Gesamtreserven, 1970–Q3/2025



Incrementum Gold Allocation Model 2045: Prognostizierte Goldpreisspanne, und Wahrscheinlichkeitsgewichteter Goldpreis, in USD, 12/2005–12/2045



Status quo von Gold: Fazit

- Fünf Säulen tragen den Goldbullendenmarkt: die rapide Verschlechterung der Staatsfinanzen, das zunehmende Anti-USD-Sentiment, die erodierende Glaubwürdigkeit der Federal Reserve, die wachsende Rolle institutioneller Investoren und die Inflationsvolatilität.
- Staatsanleihen: Aus der „risikofreien Anlage“ wird die „renditefreie Risiko-Anlage“. Die globale Verschuldung erreichte Ende 2025 den Rekordwert von 348 Bill. USD, die USA durchbrachen am 17. März 2026 die 39-Bill.-USD-Marke.
- De-Dollarization im Mainstream angekommen: Mit 56,9 % ist der Anteil des US-Dollars an den globalen Währungsreserven so niedrig wie zuletzt vor rund drei Jahrzehnten.
- Die *Incrementum*-Ratios (Wiesnbier, iPhone, Skiticket) bestätigen: Die Kaufkraft von Gold steigt kontinuierlich.

Kennzahlen

- Die weltweite Verschuldung erreichte Ende 2025 einen Rekordwert von **348 Bill.USD**, wobei die US-Verschuldung im März 2026 die Marke von **39 Bill.USD** überschritt und die Netto-Zinszahlungen 2025 erneut das Verteidigungsbudget überstiegen.
- Langfristige Analysen deuten auf eine optimale Goldgewichtung zwischen **14 % und 20 %** hin, während die institutionellen Allokationen nach wie vor im niedrigen einstelligen Bereich liegen.

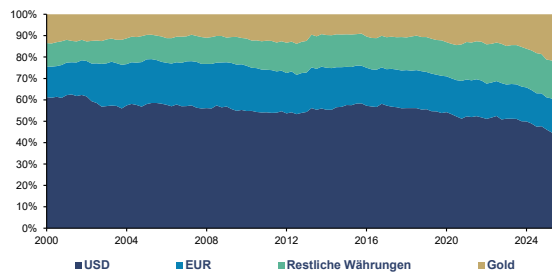
Die Renaissance der Goldallokation

- Notenbanken und private Investoren erhöhen ihre Goldquoten, während die traditionelle Rolle von Anleihen als risikoloser Portfolioanker zunehmend infrage gestellt wird.
- Die Aktien-Anleihen-Korrelation ist wieder positiv, reale Anleiherenditen sind unter Druck, und die Gefahr einer verlorenen Dekade für traditionelle Balanced-Portfolios ist greifbar.
- De-Dollarization, demographisch bedingter Fiskaldruck, hohe Staatsschulden, geopolitische Fragmentierung und wiederkehrende Inflationsschocks erhöhen die Nachfrage nach knappen, liquiden und gegenpartiefreien Realwerten.
- Das *IGWT Gold Allocation 2045 Model* prognostiziert bis Ende 2045 einen Goldpreis von bis zu 20.800 USD und eine Gold-Marktkapitalisierung in Höhe von 210 Bill. USD.

Kennzahlen

- Privatanleger investieren **2,7 %** in Gold, verglichen mit einem Höchststand von **8,3 %** im Jahr 1980, während Zentralbanken **26,6 %** ihrer Reserven in Gold halten, verglichen mit dem Höchststand von **62,4 %**.
- Das inflationsbereinigte 60/40-Portfolio verzeichnete 2022 eine Rendite von **-17,1 %**. In der letzten großen Inflationsära verzeichnete das 60/40-Portfolio **sieben Jahre mit negativen Realrenditen**, davon fünf mit Verlusten von **mehr als 10 %**. Das historische Muster ähnelt den heutigen Belastungsfaktoren.
- Das *IGWT Gold Allocation 2045 Model* prognostiziert einen wahrscheinlichkeitsgewichteten Goldpreis von **16.600 USD** pro Unze bis Ende 2045, wobei im Szenario „Debasement & Fragmentierung“ bei einer Zielallokation von 7,5 % und einer Marktkapitalisierung von **210 Bill. USD** einen Preis von **20.800 USD** erreicht werden würde.

Zusammensetzung der globalen Gesamtreserven, 2000–Q3/2025



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



Gold is ultimately the arbiter of balance. It has been for 5,000 years.

LUKE GROMEN

Zwei Systeme, eine Welt: Der Kampf um die globale Währungsordnung verschärft sich

- China hat vier Jahrzehnte damit verbracht, eine parallele Finanzinfrastruktur aufzubauen. Der 15. Fünfjahresplan verankert die Währungsunabhängigkeit als Priorität der nationalen Sicherheit.
- Das größte Militärbudget garantiert keine monetäre Hegemonie mehr. Billige Drohnen und Raketen untergraben den Sicherheitsschirm, der bislang den Reservewährungsstatus des US-Dollars gestützt hat.
- Die Gegenoffensive von Team USA ist umfassend: ein US-Dollar-Squeeze, der das iranische Bankensystem noch vor dem ersten Bombentreffer zum Einsturz brachte, ein Stablecoin-Markt von über 300 Mrd. USD, der die Dominanz des digitalen US-Dollars erwarten lässt, und eine mit 200 Mrd. USD Feuerkraft ausgestattete *Economic Defense Unit* des Pentagons.
- Gold bewegt sich von der Akkumulations- in die Einsatzphase und wird zur aktiven Settlement-Ebene zwischen Blöcken, die weder den Währungen noch den Zentralbanken des jeweils anderen vertrauen.
- Welches Team auch immer sich durchsetzt, Gold wird gewinnen. Es erfordert keine Loyalität, keine Gegenpartei und kein Vertrauen in den Plan eines einzelnen Staates.

Kennzahlen

- Die chinesische Bevölkerung hat seit 2002 über die Shanghai Gold Exchange rund **28.000 t Gold** abgezogen – eine Übertragung von monetärem Metall in private Hände, die in der modernen Geschichte ihresgleichen sucht.
- Der Markt für Stablecoins hat mittlerweile eine Marktkapitalisierung von über **300 Mrd. USD** erreicht, wobei im Basisszenario bis 2030 **1,9 Bill. USD** prognostiziert wird.
- Die Zentralbanken im globalen Osten haben ihre vierteljährlichen Netto-Goldkäufe von einem Durchschnitt von **118 t** vor dem Ukraine-Krieg auf **291 t** erhöht – die stärkste strukturelle Kaufwelle seit Beginn der modernen Zentralbankstatistiken.

Shovels, not Spreadsheets – Luke Gromen debattiert mit Craig Tindale

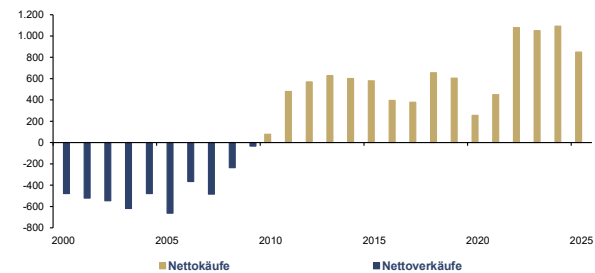
- Die Sperrung der Straße von Hormus beschleunigt den Zerfall des seit 1971 bestehenden US-Dollar-Systems. Chinas Infrastruktur für die Abwicklung von Petro-Yuan-Geschäften gegen Gold steht bereit.
- Engpässe lassen sich nicht per Knopfdruck lösen. Stillgelegte Aluminiumhütten brauchen 12 Monate zum Wiederauffahren. Selbst bei sofortiger Wiederöffnung der Straße von Hormus sind die Folgewirkungen der Sperre über Monate nicht einzementiert.
- Zwischen 50 und 98 % der globalen Raffineriekapazität für nahezu jedes strategische Metall, Gas und jede Chemikalie befindet sich in chinesischer Hand. Für die westliche AI-, Verteidigungs- und Elektrifizierungsagenda ist das eine immense Herausforderung.
- Erstmals seit über 30 Jahren ist Gold die wichtigste globale Zentralbankreserve, noch vor US-Treasuries. Ein Goldpreis von rund 22.000 USD hätte Chinas Rekord-Handelsüberschuss von 990 Mrd. USD aus dem Jahr 2024 vollständig durch Goldimporte ausgeglichen.
- Mit US-Sozialausgaben plus Zinsaufwand bei über 100 % der Staatseinnahmen löst jede Rezession zwangsläufig eine Schuldenspirale aus. Liquiditätsspritzen treffen auf physische Engpässe. Eine formelle Goldneubewertung ist wahrscheinlicher als zu jedem Zeitpunkt der letzten 40 Jahre.
- Der Minen-Sektor macht global gerade einmal 2–3 % des weltweiten Kapitalmarkts aus. Wenn Kapital aus AI- und Tech-Positionen in physische Engpässe rotiert, ist die Konsequenz eine Verwerfung historischen Ausmaßes.

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



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2000–2025



Quelle: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, Incrementum AG

Gold und das Ende des US-Dollar-Standards

- Die Kapitalbilanz und die Kapitalströme bestimmen maßgeblich die Handelsbilanz – und nicht umgekehrt. Große Netto-Kapitalexporte aus Überschussländern erzwingen entsprechende Leistungsbilanzdefizite an anderer Stelle.
- Hohe Handelsüberschüsse entstehen nicht durch natürliche Vorteile, sondern durch politische Maßnahmen.
- Die USA wurden zum finalen Ausgleicher der weltweiten Überschussersparnisse und mussten dafür anhaltende Leistungsbilanzdefizite hinnehmen. Washington sieht den Reservewährungs-Status inzwischen eher als „exorbitante Belastung“ denn als Privileg.
- Die USA sind nicht mehr bereit, die Rolle des finalen Ausgleichers zu spielen und weiterhin die Überschussersparnisse der Welt in US-Dollar-Anlagen aufzunehmen. Dadurch gerät der bisherige Dollar-Standard unter Druck.
- Mit zunehmenden politischen Risiken bei US-Dollar-Reserven übernimmt Gold verstärkt die Funktion einer neutralen Reservewährung ohne Gegenparteirisiko. Zentralbanken und Überschussländer diversifizieren deshalb stark in Gold.

Kennzahlen

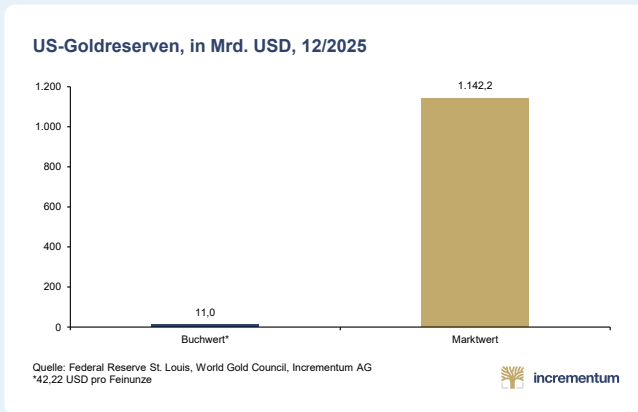
- Der Anteil von Gold an den Zentralbankreserven stieg zwischen 2021 und 2024 in den Industrieländern von **17 % auf 25 %** und in den Schwellenländern von **7 % auf 10 %**.
- Der chinesische Renminbi, die am häufigsten genannte staatliche Alternative zum US-Dollar, erreichte in Q1/2022 mit **2,84 %** der weltweiten Reserven seinen Höchststand. Seitdem ist er auf **2,1 %** gefallen, sodass Gold keine ernstzunehmende staatliche Konkurrenz mehr für Diversifizierungsströme hat.

Gold und die monetäre Analogie zu Mackinders Heartland-Theorie

- Die Grundlage der modernen Geopolitik zeigt sich in Mackinders *Heartland*-Theorie und ist der strategische Imperativ, die eurasische Landmasse zu kontrollieren.
- Der Konflikt spielt sich zwischen den großen Landmächten Eurasiens, wie Russland und China, und den Seemächten, wie den USA und früher Großbritannien, ab.
- In der monetären Entsprechung von Mackinders Theorie besteht der strategische Imperativ in der Kontrolle der Weltreservewährung und der Währungsarchitektur.
- Das US-Dollar-System entspricht der monetären Projektion der „Seemacht“, die Eurasien seit Jahrzehnten einhegt. Gold ist das uneinnehmbare monetäre Kernland – der ultimative Ausdruck von „Landmacht“ – und der Goldpreis ist ein Echtzeitindikator dafür, wer in diesem Konflikt die Überhand hat.

Kennzahlen

- 2024 überstieg der Anteil von Gold an den internationalen Reserven erstmals seit Mitte der 1990er-Jahre den von US-Staatsanleihen.
- Die BRICS-Staaten produzierten 2025 etwa **28 %** des weltweit geförderten Goldes, angeführt von China (380,2 t) und Russland (330,0 t), während die US-Produktion bei nur 158,0 t lag.
- Mehr als **95 %** der LBMA-Goldgeschäfte werden über Sammelverwahrungskoten abgewickelt, also über Papierforderungen auf nicht offengelegtes Edelmetall.



If the government can debase the currency, a depreciating currency is the same as stealing your land and therefore unconstitutional.

JAMES MADISON, ZITIERT VON DR. JUDY SHELTON

Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung

- Keine Rückkehr zum Goldstandard – aber Gold kehrt zurück. Nicht durch Dekret, sondern durch Funktion. Nicht durch Revolution, sondern durch Evolution. Sechs Vektoren treiben diesen Prozess – jeder für sich beobachtbar, gemeinsam selbstverstärkend.
- Die sechs Vektoren sind: Zentralbankreserven, private Nachfrage, stille Bilanzrekapitalisierung, Verankerung, Akkumulation, Digitalisierung.
- Die Beweislast hat sich verschoben. 54 Jahre Fiat-Regime sind die Anomalie, nicht 5.000 Jahre Geldgeschichte. Die Beweislast liegt daher nicht bei jenen, die eine schrittweise Remonetarisierung für plausibel halten, sondern bei jenen, die glauben, ein historisch singuläres Fiat-Experiment komme dauerhaft ohne physischen Anker aus.

Kennzahlen

- Seit 2010 haben die Zentralbanken rund **9.700 t** Gold angehäuft, wobei allein zwischen 2022 und 2025 mehr als **4.000 t** hinzukamen, fast ausschließlich aus Schwellenländern.
- Bis Ende 2025 erreichte der *Ausgleichsposten für Neubewertung* der Bundesbank für Gold einen Rekordwert von **387 Mrd. EUR**, während die Goldbestände des Eurosystems von 872 Mrd. EUR im Jahr 2024 auf **1.274 Mrd. EUR** stiegen.
- Die Marktkapitalisierung von Gold-Token überstieg im Februar 2026 bereits **6 Mrd. USD** – eine Verfünfachung innerhalb von 24 Monaten –, bei einem Handelsvolumen von **178 Mrd. USD** im Jahr 2025, mehr als alle großen US-Gold-ETFs außer GLD.

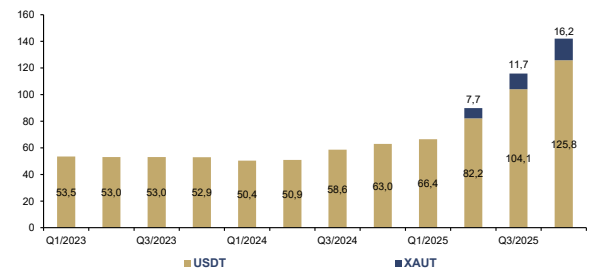
Interview mit Dr. Judy Shelton: Zurück zu den Gründervätern

- Unter Berufung auf Jacques de Larosière beschreibt Dr. Judy Shelton das heutige US-Dollar-System nicht als Nicht-System, sondern als Anti-System. Laut EZB-Bericht zur internationalen Rolle des Euro vom Juni 2025 hat Gold den Euro als zweitwertvollste Reserveposition der Zentralbanken abgelöst.
- In Anlehnung an Robert Mundell argumentiert sie: Bedeutende Mächte haben bedeutende Währungen. Wenn eine Anbindung an Gold kommt, sollten die USA die Führung übernehmen, anstatt China den Vortritt zu lassen.
- Dr. Shelton schlägt eine goldkonvertible US-Staatsanleihe mit 50-jähriger Laufzeit vor – ihr *Treasury Trust Bond* –, abgestimmt auf den 250. Jahrestag der Unabhängigkeitserklärung und mit Gold statt Verbraucherpreisindex als Referenz für die Erhaltung der Kaufkraft.
- Die Verpfändung von physischem Gold als Sicherheit würde künftige Regierungen daran hindern, Reserven zu verkaufen, wie es Gordon Brown für Großbritannien getan hat. Das US-Finanzministerium bewertet seine 261 Millionen Unzen derzeit mit 42,22 USD pro Unze.
- Ihre Argumentation stützt Dr. Shelton auf die Gründerväter. Jefferson definierte den US-Dollar über Gewicht und Reinheit von Gold und Silber. Madison argumentierte, Papiergeld sei ungerecht und verfassungswidrig, denn dieses greife in die Eigentumsrechte ebenso ein wie die Wegnahme von Land im gleichen Wert.
- Mit Blick auf die nächsten zwanzig Jahre schlägt Dr. Shelton Staatsanleihen mit Goldkonvertibilität, goldgebundene Stablecoins sowie Gold- und Silberabwicklung auf bundesstaatlicher Ebene vor – wie sie Florida ab Juli 2026 als gesetzliches Zahlungsmittel anerkennen wird und wie sie Texas über seine staatliche *Bullion Depository* bereits aufbaut. Ein klassischer Goldstandard, zweite Auflage.
- Judy L. Shelton ist Senior Fellow am Independent Institute und Autorin von *Good as Gold How to Unleash the Power of Sound Money*. Sie war Vorsitzende des *National Endowment for Democracy* und ehemalige US-Direktorin der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD).

History repeats itself, but in such cunning disguise that we never detect the resemblance until the damage is done.

Sydney J. Harris

Tethers Goldreserven, in Tonnen, Q1/2023–Q4/2025



Quelle: Jefferies, Tether, Incrementum AG

incrementum

Die Digitalisierung von Gold: Tokenisierung, Finanzinfrastruktur und Vertrauen

- Die Tokenisierung verändert die Art und Weise, wie Ansprüche auf Gold gehandelt werden, nicht aber das Wesen des Goldes selbst. Die Abwicklung beschleunigt sich von T+2 auf T+0, die Eintrittsbarriere sinkt von einem „Good Delivery“-Barren im Wert von 2 Mio. USD auf ein einziges Gramm, und der grenzüberschreitende Transfer verläuft reibungslos. Die Infrastruktur verändert sich; das Metall bleibt bestehen.
- Der tokenisierte Goldmarkt besteht aus drei Märkten: dem Privatkundenmarkt (PAXG, XAUT), dem institutionellen Markt (PGIs, *Wholesale Digital Gold*), und einem spekulativen Markt. Nur die ersten beiden basieren auf tatsächlich existierendem Gold.
- Das Wachstum von digitalem Gold ist real; die Revolution vollzieht sich schleichend. Physische Barren in Tresoren bleiben die ultimative Settlement-Ebene – kein Token hat daran etwas geändert.

Kennzahlen

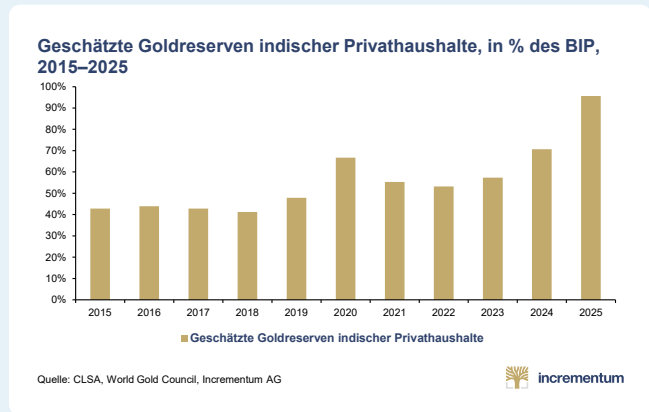
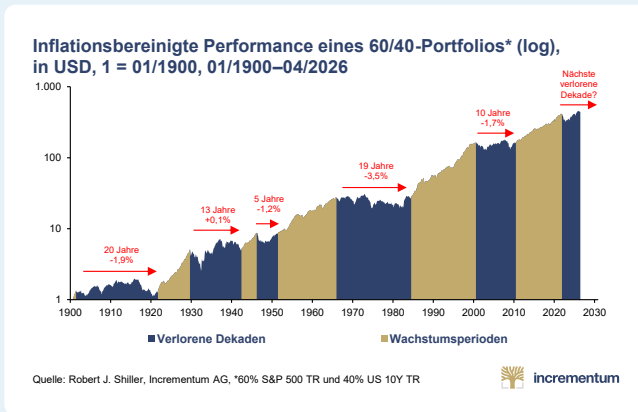
- Der Markt für tokenisierte reale Vermögenswerte erreichte Anfang 2026 ein Volumen von rund **25 Mrd. USD**, was einer mehr als vierfachen Steigerung gegenüber dem Vorjahr entspricht, wobei US-Staatsanleihen und Rohstoffe 58 % des Wachstums ausmachten.
- Der tokenisierte BUIDL-Fonds von BlackRock weist ein verwaltetes Vermögen (AUM) von **2,2 Mrd. USD** auf. Er basiert auf der Plattform von Securitize, die selbst tokenisierte Vermögenswerte im Wert von über **4 Mrd. USD** für institutionelle Partner verwaltet.
- Die Prognosen für tokenisierte Real-World-Assets zum Ende des Jahrzehnts reichen von **11 Bill. USD** (ARK Invest) bis **16 Bill. USD** (BCG/ADDX). Das entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von über **50 %** und würde aber immer noch weniger als 2 % der globalen Finanzanlagen ausmachen.

Warum Tether zur Schatten-Goldbank wird

- Die weltweit neueste Zentralbank ist keine Zentralbank. Tether kauft Gold in einem Tempo, das die meisten souveränen Staaten übertrifft, baut zeitgleich Tresore, erwirbt Schürfrechte, vergibt Kredite gegen seinen eigenen Token und errichtet so eine Schatten-Goldbank, die vollständig außerhalb des traditionellen Währungssystems steht.
- In neuem Gewand ist die älteste Frage im Geldwesen zurück: Wie beweist man, dass das Metall wirklich da ist? Die Blockchain verändert die Antwort auf diese Frage, nicht aber, ob sie gestellt werden muss.
- Zwei Visionen der monetären Zukunft treffen aufeinander: Die BIZ will eine Tokenisierung mit den Zentralbanken im Zentrum; Tether will eine Tokenisierung mit Gold im Zentrum.
- Die Remonetarisierung von Gold ist bereits im Gange – sie erfordert kein neues Bretton-Woods. Wenn tokenisiertes Gold als „opt-in digital gold standard“ bezeichnet wird und ein Emittent von Stablecoins wöchentlich bis zu 2 t physisches Gold – im Wert von über 1 Mrd. USD pro Monat – kauft, ist die Theorie zur Realität geworden.
- Exklusivinterview mit Juan Sartori, Leiter für Sonderprojekte bei Tether

Kennzahlen

- Tether kaufte allein in Q4/2025 **27 t Gold** und lag damit hinter Polen und Brasilien weltweit an dritter Stelle, vor allen anderen Zentralbanken.
- **2025** erreichte das Handelsvolumen mit tokenisiertem Gold **178 Mrd. USD** und übertraf damit jeden Gold-ETF außer den SPDR Gold Shares (GLD) im globalen Handelsvolumen, wobei Tethers XAUT etwa drei Viertel des Volumens in Q4/2025 ausmachte.
- Tether hält physisches Gold im Wert von etwa **25 Mrd. USD** (~150 t) in selbstverwalteten Schweizer Tresoren und kauft bis zu zwei Tonnen pro Woche, was bei den aktuellen Preisen einem Volumen von mehr als 1 Mrd. USD pro Monat entspricht.



Psychologische Gründe für die Unterallokation von Gold

- Gold ist in westlichen Portfolios trotz starker langfristiger Performance und gut dokumentierter Diversifikationseigenschaften nach wie vor strukturell unterallokiert, während Anleihen weiterhin die Portfoliokonstruktion dominieren.
- Anleiheorientierte Portfolios waren eine rationale Reaktion auf die jahrzehntelange Disinflation und die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, während derer das traditionelle 60/40-Portfolio zufriedenstellende Ergebnisse lieferte.
- Das Verhalten von Portfolios passt sich langsamer an als makroökonomische Systeme, sodass veraltete, auf Anleihen basierende Heuristiken auch nach dem Ende der Great Moderation fortbestehen.
- Obwohl Gold immer noch auf verhaltensbedingte und institutionelle Widerstände stößt, deuten die sich abzeichnenden Veränderungen in den Portfolio-Narrativen darauf hin, dass Gold seinen Status als reines Contrarian-Investment verloren haben dürfte.

Kennzahlen

- Laut den neuesten Umfragedaten geben 72 % der Family Offices weltweit an, **überhaupt kein Engagement in Gold zu haben**. Das durchschnittliche Engagement von Family Offices beträgt lediglich 2 %.
- Seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971 hat Gold bis 2025 eine **durchschnittliche jährliche Rendite (CAGR) von 9,4 %** in US-Dollar erzielt.
- Historische Analysen deuten darauf hin, dass eine Allokation von etwa 14–18 % in Gold die Volatilität des Portfolios im Zeitraum 1970–2024 verringert hätte.

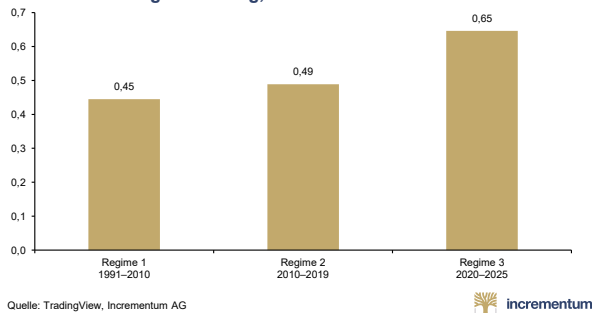
Indien – Struktur, Dynamik und Zukunft des weltweit größten Gold-Ökosystems

- Der indische Goldmarkt entwickelt sich von einem kulturellen, schmuckbezogenen Markt zu einem hybriden Markt aus Konsum-, Investitions- und Finanzprodukten und gewinnt zunehmend an Einfluss auf die globale Preisdynamik.
- Die Goldbestände der privaten Haushalte belaufen sich auf ca. 29.000–35.000 t, die 2025/26 einen Wert von über 4 Bill. USD haben. Das entspricht mehr als 100 % des indischen BIP. Sie werden als generationenübergreifende Wertanlage gehalten und sind daher weitgehend illiquide.
- Die langfristige Goldnachfrage Indiens bleibt strukturell robust (600–1.000 t/Jahr) und wird von Einkommenswachstum, Demographie und der hohen kulturellen Wertschätzung gestützt. Regulierungsvorgaben wie die obligatorische HUID-Punzierung, die *Elektronische Goldquittungen (Electronic Gold Receipts (EGRs))* und die IIBX-Börse formalisieren den Markt, verringern die Spreads und führen Indien an globale Standards heran.
- „Gold Is the New Gold“: Interview mit Sachin Jain, Regional CEO Indien, World Gold Council

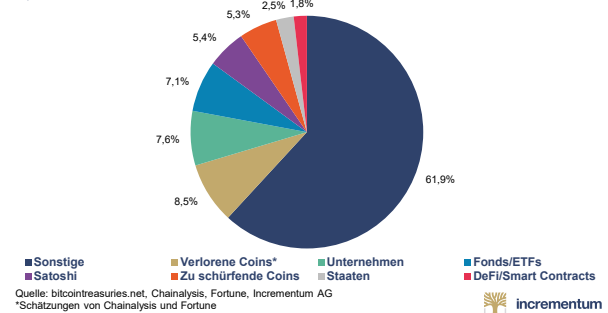
Kennzahlen

- Die Goldbestände indischer Haushalte belaufen sich auf geschätzte **29.000–35.000 t**, was bei aktuellen Preisen einem Wert von über **4 Bill. USD** entspricht und mehr als 100 % des BIP ausmacht.
- Die langfristige Verbrauchernachfrage ist strukturell stabil geblieben und schwankte über zwei Jahrzehnte zwischen **600 und 1.000 t pro Jahr**, wobei die Investitionsnachfrage 2025 einen Rekordwert von **32 Mrd. USD** erreichte.
- Die Bestände an Gold-ETFs stiegen von 40 t Anfang 2024 auf etwa **100 t** im Jänner, während die Zuflüsse im Gesamtjahr 2025 einen Rekordwert von **37 t** erreichten.

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



Verteilung des Bitcoin-Bestandes, in % des Gesamtbestandes, Q1/2026



Der Kollaps des Rohstoff-Betas

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

Kennzahlen

- Der Bloomberg Commodity Index ex-Precious Metals (BCOMXPM) bewegte sich **über zwei Jahre seitwärts**, während Edelmetalle zulegten, was bestätigt, wie ungleichmäßig die Rohstoffgewinne nach 2020 verteilt waren.
- Der CLCI (ein Breitenindex) bestätigt mit seinem Anstieg von 0,49 **auf 0,65**, dass sich seit 2020 die Outperformance auf weniger Märkte konzentrierte.

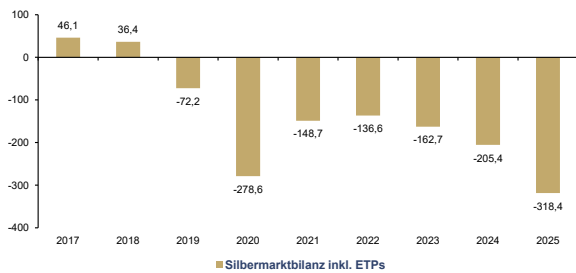
Die Rolle von Bitcoin in der Zukunft des Geldes

- Da die anfänglichen Herausforderungen von Bitcoin nun weitgehend hinter uns liegen, identifizieren wir drei Kategorien von Bitcoin-Risiken: systemisches Risiko, Governance-Risiko und Marktstrukturrisiko.
- Das Quantenrisiko ist in unserem Rahmenkonzept eine Unterkategorie des Governance-Risikos. Es geht dabei weniger um einen unmittelbar bevorstehenden kryptografischen Einbruch als vielmehr um die Fähigkeit von Bitcoin, unter Stress zeitnahe Upgrades zu koordinieren.
- Die finanzielle Integration von Bitcoin hat die Relevanz des Marktstrukturrisikos erhöht, wobei bei Liquiditätsschocks weiterhin starke Kursrückgänge möglich sind. Der Ausverkauf im Februar 2026 zeigt jedoch, dass langfristige Anleger bei Kursrückgängen nachkauften.
- Gold und Bitcoin bleiben komplementäre Sachwerte, keine Konkurrenten. Ihre unterschiedlichen Nachfragetreiber sorgen weiterhin für eine geringe Korrelation und stärken eine kombinierte Allokation im Rahmen des „Debasement-Trades“.

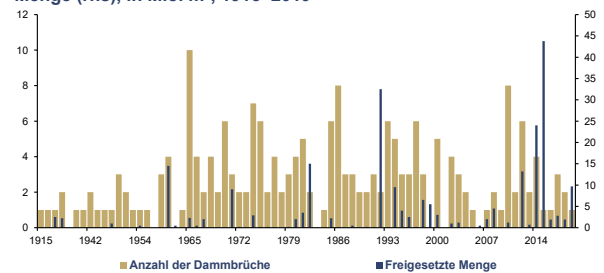
Kennzahlen

- Die Bitcoin-Bestände börsennotierter Unternehmen stiegen im Jahresvergleich **um 82 % auf 1,08 Mio. BTC**, wobei die Zahl der gelisteten Unternehmen von 69 auf über **191** zunahm.
- Staaten halten etwa **643.000 BTC**, was rund **3,1 %** des Gesamtangebots entspricht; würde man den Anteil der Zentralbanken am Goldbestand von 17 % auf Bitcoin umlegen, würde dies staatliche Zuflüsse in Höhe von rund **253 Mrd. USD** bedeuten.

Silbermarktbilanz inkl. ETPs, in Moz, 2017–2025



Quelle: Silver Institute, Incrementum AG

Abzetzbecken, Anzahl der Dammbüche (lhs), und freigesetzte Menge (rhs), in Mio. m³, 1915–2019

Quelle: Engineering Geology Vol. 303, Incrementum AG



Silber nach dem Anstieg: „Stairway to Heaven“ oder „Highway to Hell“?

- Die industrielle Nachfrage legte das Fundament für Silbers Anstieg auf das Allzeithoch von 121 USD; die spekulative Euphorie setzte ihm die Krone auf – mit ETP-Nettozuflüssen von +312 % gegenüber dem Vorjahr.
- Inklusive ETPs verzeichnete der Silbermarkt 2025 ein Rekorddefizit von 318,4 Moz – das siebte Defizitjahr in Folge, mit einem kumulierten Fehlbetrag von 1,3 Mrd. Unzen. Für 2026 wird das Defizit auf 76,3 Moz prognostiziert.
- Die industrielle Silbernachfrage steht 2026 unter Druck: Die Solarnachfrage soll um 19 % einbrechen, während E-Autos und Rechenzentren die Lücke nur teilweise schließen.
- Vor allem die Renaissance der Investitionsnachfrage entscheidet 2026 über das Schicksal von Silber – während Indien voranprescht, halten sich westliche Investoren noch zurück.
- Selbst bei einer inflationsbedingten Seitwärtsbewegung von Silber bleiben Silberminen die Wahl für renditehungrige Anleger – sie erzielen bei 80 USD Silber bereits Gewinnmargen von über 80 %.

Kennzahlen

- Silber erreichte am 29. Jänner 2026 ein Rekordhoch von **121 USD**, was einem Anstieg von rund 570 % gegenüber den Tiefstständen von 2022 entspricht, bevor es den größten Tagesverlust in der Geschichte von 34 % hinnehmen musste.
- Die Silbermarktbilanz (inkl. ETPs) weitete sich 2025 auf ein Rekorddefizit von **318,4 Moz** aus – das siebte negative Jahr in Folge –, wobei das kumulierte Defizit bereits mehr als **1,3 Mrd. Unzen** beträgt.
- Die Netto-ETP-Investitionen stiegen 2025 **im Jahresvergleich um 312 %** auf **278,1 Moz**, wodurch die weltweiten ETP-Bestände bis März 2026 auf **1,277 Mrd. Unzen** anstiegen.

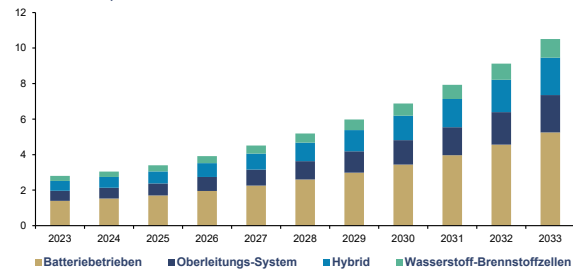
Die KI hält Einzug in den Minensektor

- KI kann den Gewinn einer Mine steigern, indem sie die Metallausbeute steigert, die Stillstandszeiten der Anlagen verkürzt und den Kraftstoffverbrauch reduziert.
- KI-basierte Technologien können die Sicherheit vor Ort verbessern und die Umweltauswirkungen reduzieren, wodurch die Betriebs- und Genehmigungsrisiken erheblich verringert werden.
- In einer nicht allzu fernen Zukunft werden KI-Agenten in der Lage sein, die gesamte Produktionskette zu optimieren und die gesamte Mine autonom zu betreiben.
- Haupthindernisse für die vollständige Einführung der KI sind die Qualität und Quantität der erforderlichen Daten sowie die sicherheitsrelevante bzw. ethische Frage, wie weit der gesamte Prozess der Förderung von der KI abhängen und wo der menschliche Faktor in den Entscheidungsprozess einbezogen werden soll – oder muss.

Kennzahlen

- Der Markt für KI im Bergbau belief sich 2024 auf **29,94 Mrd. USD** und wird bis 2033 voraussichtlich auf **85,61 Mrd. USD** anwachsen.
- KI-gestützte vorausschauende Instandhaltung kann ungeplante Ausfallzeiten um bis zu **50 %** reduzieren, die Anlagenproduktivität um **25 %** steigern und die Ausfallhäufigkeit um **70 %** reduzieren.

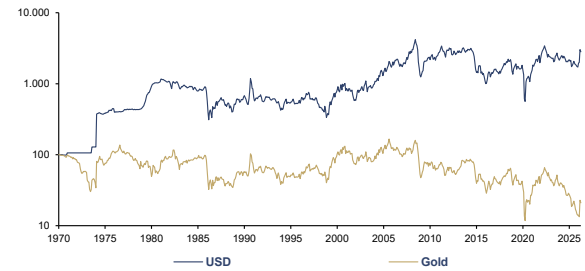
Markt für elektrische Bergbaumaschinen, nach Energiequelle, in Mrd. USD, 2023–2033e



Quelle: Grand View Research, Incrementum AG



Öl (WTI) (log), in USD, und in Gold, 100 = 01/1970, 01/1970–04/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



Innovieren oder untergehen: Der Minensektor am Scheideweg

- Die breite Einführung von Innovationen, die in den letzten Jahren im Goldminensektor stattgefunden hat, ist eine Reaktion auf Entwicklungen wie sinkende Erzgehalte, Wasserknappheit, höhere Treibstoff-/Energiekosten und die Dekarbonisierung.
- Die Dekarbonisierung verändert den betrieblichen Alltag durch batterieelektrische Fahrzeuge, Trolley-Assist-Systeme, Wasserstoffpilotprojekte und IPCC mit dem Ziel, den Dieserverbrauch und die Emissionen sowie manchmal auch den Belüftungsbedarf zu senken, was jedoch häufig mit höheren Investitionskosten und Infrastrukturanforderungen einhergeht.
- Explorationsarbeiten werden durch bessere Sensoren und Bohrsteuerung immer schneller und billiger: UAV-Geophysik (Drohnen) für frühzeitiges Screening und Kartierung, faseroptische DAS für die seismische Überwachung von Bohrlöchern sowie Richtungsbohrungen und drehbare, steuerbare Systeme
- Innovationen in der Aufbereitung und im Abfallmanagement, wie z. B. die Thiosulfatauslaugung oder die Trockenlegung von Abraumhalden, zielen auf die Reduzierung von Energie, Wasser, Toxizität und Risiken ab.

Kennzahlen

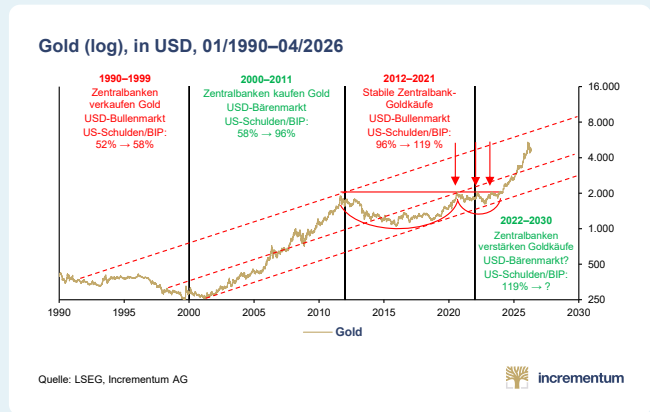
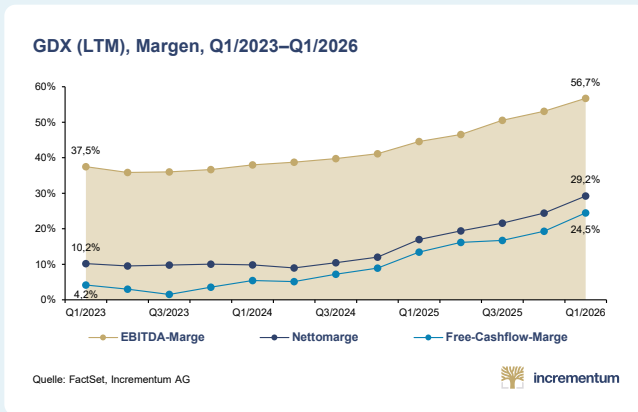
- Der Markt für elektrische Bergbaumaschinen, der derzeit auf **3,05 Mrd. USD** geschätzt wird, soll mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von **15,2 %** wachsen und bis 2033 auf mehr als **10,5 Mrd. USD** anwachsen.
- In der Copper Mountain Mine steigerten Trolley-Assist-Systeme die Steiggeschwindigkeit der Muldenkipper um **59 %**, senkten die Betriebskosten pro Tonne um **16 %** und reduzierten die CO₂-Emissionen um **42 %**.
- Die Flotationstechnologie für grobe Partikel kann die konventionelle Flotationskapazität um **40 %** steigern, den Energieverbrauch beim Mahlen um **30–50 %** senken und die Kosten für die Abraumsorgung um **30 %** reduzieren.

Der Corporate Gold Standard: Warum Minenunternehmen ihre eigenen Edelmetalle halten sollten

- Wir stellen unseren *Corporate Gold Standard* vor: Minenunternehmen sollten ihrem eigenen Rat folgen und 5–10 % ihrer Produktion in Gold und/oder Silber halten.
- Permanente Leerverkäufer ihres eigenen Produkts. Seit 1971 hat der US-Dollar gegenüber Gold rund 98 % seines Wertes eingebüßt, Gold legte um durchschnittlich 9 % p.a. zu. Wer die eigene Förderung sofort gegen ein chronisch entwertendes Fiat-Versprechen tauscht, betreibt Treasury-Management gegen sich selbst.
- Gold ist der natürliche Hedge gegen Minenkosten-Inflation. Goldpreis und AISC korrelieren mit $R^2 = 0,97$ – in Gold gerechnet haben sich die Abbaukosten seit Jahrzehnten kaum verändert.
- Vom Preisnehmer zum Preissetzer. Das Zurückbehalten von 5–10 % der Produktion stärkt die Bilanz und strafft einen Markt, der an der Margenschwelle gehandelt wird.

Kennzahlen

- Seit 1971 hat der US-Dollar gegenüber Gold rund **98 %** seines Wertes verloren. Das ist jene Fiat-Währung, gegen die die Minenunternehmen das geförderte Metall eintauschen.
- Die branchenweiten durchschnittlichen Gesamtkosten (AISC) erreichten in Q3/2025 **1.605 USD**; bei einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von **8 %** über den Zeitraum 1990–2022 und einem Projektzyklus von 15 Jahren ergibt sich ein Wert von **~5.090 USD**, der bereits über dem heutigen Goldpreis von **~4.600 USD** liegt.
- Royalty- und Streaming-Unternehmen werden mit einem EV/EBITDA von **25–30** gehandelt, gegenüber **6–9** bei Produzenten. Diese Bewertungslücke kann durch zurückbehaltenen Unzen ohne operatives Risiko geschlossen werden.



Gold- und Silberminer: Vom Sorgenkind zum Musterschüler

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

Kennzahlen

- Die Free-Cashflow-Marge des GDX-Index stieg zwischen Q1/2023 und Q1/2026 von **4,2 % auf 24,5 %**, wobei sich der Gewinn pro Aktie von 1,05 USD auf **4,63 USD** mehr als vervierfachte, obwohl das KGV-Ratio von 30,8x auf 19,8x sank.
- Die zehn größten Edelmetallproduzenten verdreifachten ihren aggregierten freien Cashflow innerhalb eines Jahres von **rund 9 Mrd. USD auf fast 27 Mrd. USD** im Jahr 2025, bei erwarteten AISC-Margen von **rund 3.000 USD/oz**.
- Die M&A-Aktivitäten im Goldminensektor erreichten 2025 bei **32 Transaktionen** ein Volumen von **21,2 Mrd. USD** – das aktivste Jahr seit 2010. Die weltweite Fundrate ist dagegen von 202 Funden im Jahr 2009 auf heute etwa 70–90 pro Jahr gesunken.

Technische Analyse

- Der säkulare Bullenmarkt ist intakt. Die parabolische Rally auf das Allzeithoch von 5.589 USD und die anschließende scharfe Korrektur bis 4.098 USD sind Teil eines gesunden Konsolidierungsmusters.
- Der Analystenkonsens bleibt ein zuverlässiger Kontraindikator: Während die Forward-Kurve einen Goldpreis von 5.556 USD bis 2030 einpreist, prognostiziert die Sell-Side im Median einen Bärenmarkt auf 3.405 USD. Bei Silber ist der Spread mit fast 45 % noch extremer.
- Saisonalität in Midterm-Wahljahren mahnt zur Geduld: Die saisonale Schwächephase im Sommer ist in Midterm-Election-Jahren statistisch besonders ausgeprägt.
- Sentiment aktuell neutral: Der Gold-Optix liegt bei 59, der Silber-Optix bei 60, der GDX-Optix tief im bearishen Terrain bei 14 – nirgendwo Spuren überschäumender Euphorie.
- Kurzfristig durchatmen, mittelfristig höher, langfristig zurück ins Zentrum des Geldsystems: Bis zum Frühsommer erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung in der Bandbreite 4.500–4.950 USD.

Kennzahlen

- Am Terminmarkt notiert Gold 2030 bei **5.556 USD**, während Sell-Side-Analysten für dasselbe Jahr **3.405 USD** prognostizieren, was eine implizite Fehlbewertung von **über 35 %** bedeutet; bei Silber beträgt der entsprechende Spread zwischen Terminkurve und Konsens **fast 45 %**.
- Gold erreichte ein Allzeithoch von **5.602 USD** (intraday), bevor es auf **4.310 USD** zurückfiel; der langfristige Trendkanal wird nun nach unten durch etwa **4.200 USD** und nach oben durch **6.000 USD** begrenzt.
- Der Gold-Optix liegt bei **59** und der Silver-Optix bei **60** im neutralen Bereich, während der GDX-Optix mit **14** trotz einer mehrjährigen Rallye bei Metallen und Minenunternehmen tief im bärischen Bereich liegt.

Quo vadis, aurum?



Key Takeaways

- Die *Pax Americana* und mit ihr das Fiat-Regime von 1971 sind sichtlich in die Jahre gekommen. Übergänge zwischen Geldordnungen verlaufen selten reibungslos – sie sind die monetäre Tektonik der Geschichte. Für Investoren zählen jetzt drei Tugenden: Orientierung, Bedachtsamkeit und Diversifikation.
- Gold remonetarisiert sich nicht per Dekret, sondern durch Funktion. Sechs Vektoren – darunter Reservpolitik, Bilanzierung und Tokenisierung – machen Gold wieder zu dem, was es Jahrtausende lang war: ein monetärer Anker.
- Die nächste große Nachfragewelle für Gold kommt aus dem 140 Bill. USD schweren Bondmarkt – aus jenem Segment, das bislang als sicherer Hafen galt. Schon marginale Umschichtungen aus Fixed Income würden den nur 15 Bill. USD großen Finanzgold-Markt überfordern. Bei einem Größenverhältnis von 10:1 ist die Richtung des Wechselkurses Gold/Papier vorgezeichnet.
- *Performance-Gold* glänzt: Silber, Minen, Rohstoffe. Silber markierte neue Allzeithochs, der Minensektor bleibt mit 1 % der globalen Aktienmarktkapitalisierung historisch marginalisiert – der Aufholprozess hat gerade erst begonnen. Im Fokus stehen nun insbesondere die Commodities.
- Gold und Bitcoin – Stabilität trifft Konvexität. Im Zeitalter des Debasement-Trades sind nicht-inflationierbare Assets keine Nische mehr, sondern strategische Notwendigkeit.
- Unser im *In Gold We Trust*-Report 2020 formuliertes Dekadenziel von 4.800 USD bis 2030 ist bereits 2026 Realität. Wir richten den Blick nun auf das inflationäre Alternativszenario: 8.900 USD bis zum Dekadenende.

The end of history has itself come to an end, with significant implications for gold and the dollar, which are becoming increasingly apparent.

Deutsche Bank Research Institute

Wie in jeder Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports wollen wir auch diesmal am Ende den Blick nach vorne richten. Wir stützen uns bei diesem Ausblick auf die wichtigsten Lektionen, die wir seit 2007 aus unserer Analyse des Goldmarktes gezogen haben.

- **Gold ist kein „Pet Rock“.** Als wir 2007 begannen, über Gold zu schreiben, wurden wir vom Mainstream mit Skepsis bedacht. Doch die Performance-Zahlen sprechen für sich: fast +600 % auf US-Dollar-Basis, was einer annualisierten Wachstumsrate von 10,8 % entspricht. Gold hat in diesem Zeitraum praktisch jede traditionelle Anlageklasse geschlagen.
- **Die Österreichische Schule der Nationalökonomie hatte recht.** Kreditexpansion führt zu Fehlallokation, Teuerung und Krisen. Der Zyklus folgt dem Austrian-Drehbuch mit einer Präzision, die selbst uns überrascht hat. Financial Repression – die systematische Enteignung der Sparer durch negative Realzinsen – ist zur Dauereinrichtung geworden.
- **De-Dollarization ist kein Nischenthema mehr.** 2007 hielt der US-Dollar einen Anteil von fast zwei Dritteln an den globalen Währungsreserven. Mittlerweile liegt dieser Anteil bei weniger als 58 %. Rechnet man die Goldreserven hinzu, sind es nur mehr rund 45 %.
- **Vertrauen ist das monetäre Fundament.** Die schleichende Erosion des institutionellen Vertrauens – von Zentralbanken über politische Institutionen und Medien bis zum Fiat-Geldsystem selbst – ist die verborgene Triebkraft hinter vielen Entwicklungen.
- **Die Zyklen reimen sich.** Der Zusammenbruch von Bretton-Woods 1971/73, die Asienkrise 1997, die Weltfinanzkrise 2007/08, die Corona-Pandemie 2020–2022, die geopolitische Zeitenwende 2022 – jede dieser Krisen hat Gold als monetären Anker bestätigt. Wer die Geldgeschichte kennt, sieht Muster, wo andere Chaos vermuten.
- **Die Zentralbanken haben die Seiten gewechselt.** Nach zwei Jahrzehnten der Nettoverkäufe kehrte sich der Trend ab 2010 fundamental um. Kumuliert haben Zentralbanken seither netto über 7.000 t Gold erworben. Die Ironie ist bemerkenswert: Jene Institutionen, die Gold jahrzehntelang als barbarisches Relikt abtaten, sind heute die aggressivsten Käufer.
- **Der Osten hat den Westen als Zentrum des Goldmarktes abgelöst.** China und Indien machen heute über 50 % der physischen Goldnachfrage aus. Was wir als „Love Trade“ bezeichneten, hat sich zum strukturellen Nachfrageanker entwickelt. Gleichzeitig gewinnen asiatische Börsen rasant an Bedeutung. Die Preismacht wandert ostwärts – und mit ihr die Spielregeln des Goldmarktes.

- **Gold hat sich seit dem ersten *In Gold We Trust-Report 2007* fast versiebenfacht – und die wenigsten waren dabei.** Trotz eines CAGR von 10,6 % seit der ersten Ausgabe und 9,0 % seit 1971 bleibt Gold in den meisten institutionellen Portfolios unterrepräsentiert. Die größte Hausse einer Generation fand weitgehend ohne westliche Finanzinvestoren statt.
- **Basel III hat den Goldmarkt leise, aber fundamental verändert.** Die 0 %-Risikogewichtung für Gold in Einzelverwahrung („allocated“) und die 85 %-NSFR für Gold in Sammelverwahrung („unallocated“) drängen den Markt weg von synthetischem „Papier-Gold“ hin zu physischem Besitz. Gleichzeitig sind in den Bilanzen des Eurosystems die *Ausgleichsposten aus Neubewertung* auf 1.274 Mrd. EUR angewachsen und dienen als bilanzieller Solvenzanker. Es vollzieht sich eine schleichende Remonetarisierung von Gold durch regulatorische Hintertüren.
- **Der Goldminensektor: Vom Problemkind zum Musterknaben.** Auf die Exzesse während der M&A-Welle 2010–2013 folgte eine Phase radikaler Kapitaldisziplin – und Kurskonsolidierung. Heute fließen Rekord-Cashflows in Dividenden und Aktienrückkäufe. Die AISC-Margen liegen bei fast 3.000 USD/oz, die Bilanzen sind solide. Dennoch bleibt der gesamte Sektor ein Zwerg: Die zehn größten Goldminenunternehmen kommen zusammen auf eine Marktkapitalisierung von rund 500 Mrd. USD.

Was, wenn Anleihen – der vermeintliche Sicherheitsanker des Portfolios – in Wahrheit selbst die Blase sind?

Auf dem Weg zur nächsten Geldordnung

Die westlichen Industrienationen haben die Strategie des permanenten Aufschubs zur Staatskunst erhoben. „*Kicking the can down the road*“ – Schulden akkumulieren statt abbauen, Strukturreformen vertagen, Geldpolitik zum Allheilmittel erklären. Doch jeder Weg kommt an sein Ende, früher oder später. Die entscheidende Frage lautet: Was erwartet uns dort?

Das monetäre Koordinatensystem der Nachkriegsordnung steht jedenfalls vor einer Neuvermessung. Und bei jeder großen Währungsumwälzung der vergangenen Jahrhunderte spielte Gold eine zentrale Rolle. Warum sollte es dieses Mal anders sein?

Wir sind weder Schwarzmalerei noch Endzeitpropheten – sonst hätten wir kaum Familien gegründet und Unternehmen aufgebaut. Doch die Geldgeschichte lehrt eines nüchtern: Monetäre Ordnungen haben ein Ablaufdatum. Der klassische Goldstandard währte wenige Jahrzehnte, Bretton-Woods keine drei. Das Fiat-Regime, 1971/73 aus der Not geboren, stolpert seinem sechsten Lebensjahrzehnt entgegen – und zeigt jene Ermüdungserscheinungen, die jeder ungedeckten Geldordnung früher oder später zum Verhängnis werden: fiskalische Hybris, schleichender Kaufkraftverlust und ein Vertrauensverzehr, der mittlerweile auch im Mainstream nicht mehr zu übersehen ist.

Dass solche Währungsumbrüche selten ohne Verwerfungen verlaufen, lehrt ein Blick in die Geschichte. Übergänge zwischen Geldordnungen sind keine technokratischen Routinevorgänge, die sich in den Sitzungsprotokollen einer Notenbank abhandeln ließen, sondern tektonische Verschiebungen – begleitet von Interessenkonflikten, Fehlanreizen, politischen Friktionen und abrupten Marktreaktionen. Gerade deshalb zählen in solchen Phasen für Investoren drei Tugenden mehr denn je: **Orientierung, Bedachtsamkeit und Diversifikation.**

Für den Anleger kann Gold dabei wie eine finanzielle Zeitmaschine wirken: ein temporärer Hort für Vermögen, während sich das Währungssystem neu ordnet. Wer Anlagen in Gold parkt, kehrt der Zukunft nicht den Rücken, sondern setzt auf Gold als Zeitenüberbrücker. Gold ist damit nicht das Ziel der Reise, sondern ein Vehikel für die Passage dorthin.

” *Two roads diverged in a wood, and I – I took the one less traveled by, and that has made all the difference.*

Robert Frost

” *In the monetary field, as indeed in other fields, the same causes always bring about the same effects, and those who persist in ignoring the past are irrevocably doomed.*

Jacques Rueff

” *Mehr als die Vergangenheit interessiert mich die Zukunft, denn in ihr gedenke ich zu leben.*

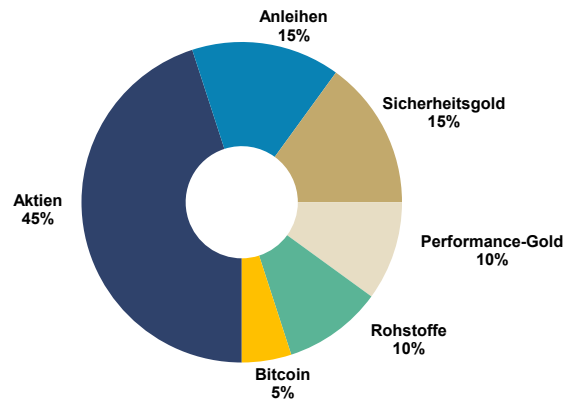
Albert Einstein

» *This is gold, Mr. Bond. All my life I've been in love with its color... its brilliance, its divine heaviness.*

Auric Goldfinger

Gold ist kein Allheilmittel, sondern ein Anker. Deshalb haben wir bereits im *In Gold We Trust*-Report 2024 „Das neue Gold-Playbook“ das „neue 60/40-Portfolio“ konzipiert: weg von nominalen Ansprüchen, hin zu nicht-inflationierbaren Sachwerten. Physisches Gold bildet den strategischen Kern, flankiert von aktiv getimtem *Performance-Gold* wie Silber und Minenaktien, einer Rohstoff-Allokation sowie einer vernünftig dosierten Bitcoin-Position. Der Anteil festverzinslicher Wertpapiere hingegen schrumpft deutlich – mit voller Absicht. Die Frage des Jahrzehnts ist nicht mehr die nach der Rendite von Anleihen, sondern die nach ihrer realen Kaufkraft.

Das neue 60/40-Portfolio: Subkategorien



Quelle: In Gold We Trust

 incrementum

» *We must base our asset allocation not on the probabilities of choosing the right allocation but on the consequences of choosing the wrong allocation.*

Jack Bogle

Dass wir mit dieser Diagnose nicht länger alleine stehen, zeigt die jüngste Kursänderung an der Wall Street: Im September 2025 hat Mike Wilson, CIO bei Morgan Stanley, ein *60/20/20-Portfolio vorgeschlagen* – 60 % Aktien, 20 % kurzlaufende Anleihen, 20 % Gold, das er explizit als „anti-fragile asset“ bezeichnet. Auch BlackRock, J.P. Morgan und Goldman Sachs betonen mittlerweile die strukturelle Notwendigkeit von Gold-Allokationen jenseits der traditionellen 5 %-Beimischung. Wenn selbst die größten Namen der Wall Street das altherwürdige 60/40-Portfolio öffentlich zu den Akten legen, ist das Umdenken im Mainstream angekommen.

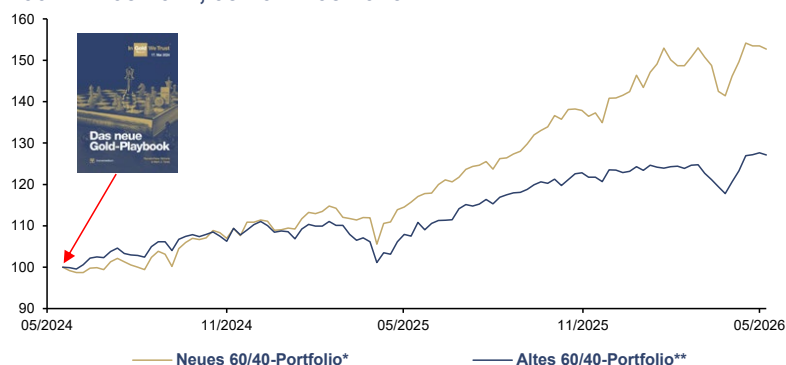
Die vielbeschworene negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist historisch eher die Ausnahme als die Regel – in rund 70 % der letzten 100 Jahre bewegten sich beide Assetklassen im Gleichklang. Dass das 60/40-Portfolio dennoch funktionierte, verdanken wir der *Great Moderation*, jener Ära stetig sinkender Inflationsraten, die mit der Inflationswelle ab 2021 ihr jähes Ende fand. **Was aber, wenn Anleihen, der vermeintliche Sicherheitsanker des Portfolios, in Wahrheit selbst die Blase sind?**

» *With no sign that the geopolitical tectonic plates have stopped shifting, indeed with plenty of evidence that friction between the plates is growing, it is a dangerous time not to own gold.*

Russell Napier

Hier kommt die entscheidende Wende: Die nächste große Welle der Goldnachfrage dürfte unseres Erachtens zulasten des Bondmarktes gehen. Der globale Anleihenmarkt – Staats- und Unternehmensanleihen zusammen – umfasst derzeit rund 140 Bill. USD. Dem steht ein Goldmarkt von etwa 31 Bill. USD gegenüber, wovon lediglich rund 15 Bill. USD auf Anlagegold entfallen – also Barren, Münzen, ETFs sowie institutionelle und staatliche Bestände. Die Relationen sind bemerkenswert: Würden nur 2 % des globalen Anleihevolumens in Gold umgeschichtet, entspräche das einem Zufluss von knapp 3 Bill. USD und somit rund 20 % des gesamten Anlagegold-Marktes.

Neues 60/40-Portfolio*, und altes 60/40-Portfolio**, in USD, 100 = 17/05/2024, 05/2024–05/2026



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



Der entscheidende Punkt bleibt: Ein robustes Portfolio in einem fragiler werdenden Geldsystem braucht sowohl Wachstums- als auch Werterhaltungsbausteine. Nicht alles auf Gold – aber deutlich mehr Substanz im Fundament.

Die sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung

Wie könnte der Weg in eine neue Geldordnung aussehen? Wie der DeLorean in der bekannten Film-Trilogie „Zurück in die Zukunft“ springt auch ein monetäres System nicht blind in eine neue Zeit – es braucht das präzise Zusammenspiel aus Energie, Timing und Richtung. Ein zweiter Bretton-Woods-Moment ist angesichts der aktuellen geopolitischen Lage mit ihren Zerwürfnissen daher unwahrscheinlich. Viel plausibler ist eine Serie funktionaler Verschiebungen wie im Bereich der Reservepolitik, der Bilanzierungsregeln, der institutionellen Portfolios und der technologischen Innovation.

” *Doc, I’m from the future. I came here in a time machine that you invented.*

Marty McFly

Was die folgenden sechs Vektoren verbindet:¹ **Gold gewinnt dort an Bedeutung zurück, wo Vertrauen, Sicherheit oder politische Neutralität schwinden.**

- **Reservfunktion & Souveränität:** Gold als sanktionsresistentes, staatliches Reserve-Asset und neutraler Wertspeicher.
- **Private Remonetarisierung:** Gold als strategische Allokation privater und institutioneller Investoren.
- **Bilanzierung & Rekapitalisierung:** Gold als stille Rekapitalisierungsmöglichkeit für Zentralbanken und Staaten.
- **Verankerung in Schulden- bzw. Kreditmärkten:** Goldgedeckte Anleihen als Glaubwürdigkeitsanker für Staatsfinanzen.
- **Akkumulation:** Westliche Zentralbanken als potenzielle nächste Käuferwelle.
- **Digitalisierung:** Tokenisierung macht Gold mobiler und transaktionsfähiger.

Diese Vektoren wirken nicht isoliert. Ein steigender Goldpreis verbessert Zentralbankbilanzen, erleichtert politische Neubewertungen, stärkt die Attraktivität goldgedeckter Anleihen und erhöht das Interesse an tokenisierten Goldformen. Genau diese Rückkopplungen machen die Remonetarisierung zu keinem Einzelereignis, sondern zu einem selbstverstärkenden Prozess.

¹ Siehe Kapitel „Die Sechs Vektoren der Gold-Remonetarisierung“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Von Bretton Woods I (Gold) über Bretton Woods II (Treasuries) zu Bretton Woods III (Gold und Rohstoffe) – die monetäre Reise kehrt zu ihrem Ausgangspunkt zurück.

Die Remonetarisierung nimmt Gestalt an

Wir sind keineswegs die einzigen Analysten, die auf die mögliche Evolution des Geldsystems hinweisen. Die Debatte um eine neue Weltwährungsordnung hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III“ bereits 2022 vor dem Hintergrund der 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).“²

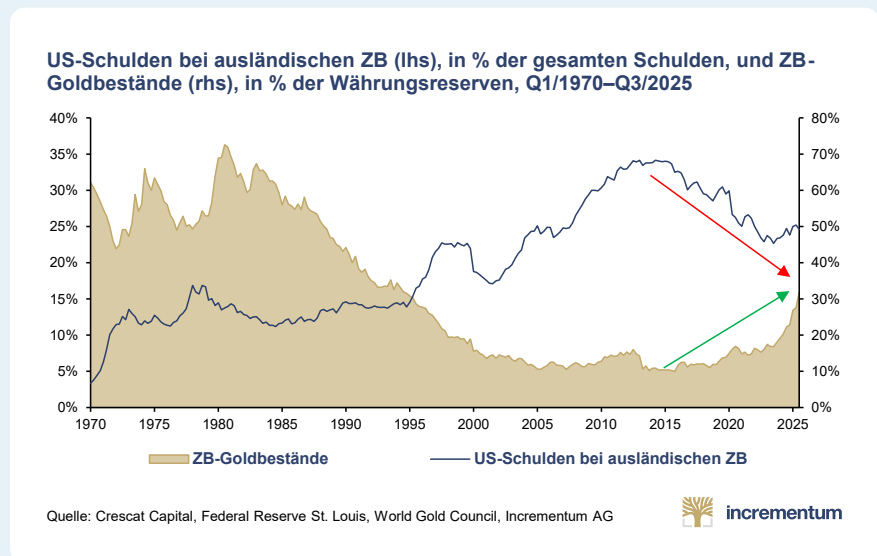
» *Gold is the reciprocal of confidence in central bankers. When their credibility crumbles, gold's value isn't rising – it's being rediscovered.*

Jim Grant

Dass wir uns unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung befinden, steht für uns außer Frage. Eine neue Weltwährungsordnung wird einen international anerkannten Vertrauensanker benötigen. Dafür scheint Gold aus mehreren Gründen prädestiniert zu sein:

- **Gold ist neutral** – es kennt weder Flagge noch Ideologie und ist damit frei von geopolitischer Instrumentalisierung.
- **Gold hat kein Gegenparteirisiko** – anders als jede Forderung oder jeder digitale Kontoeintrag existiert es eigenständig, ohne auf das Versprechen eines Dritten angewiesen zu sein.
- **Gold ist liquide** – mit einem täglichen Handelsvolumen von rund 330 Mrd. USD zählt es zu den liquidesten Assets der Welt.
- **Gold lässt sich nicht beliebig vermehren** – der Goldbestand wächst seit Jahrzehnten stabil um rund 1,8 % pro Jahr. Diese geologisch bedingte Angebotsdisziplin ist der fundamentale Unterschied zu jeder Fiat-Währung.

Wie weit die Remonetarisierung bereits fortgeschritten ist, zeigt die Zusammensetzung globaler Währungsreserven. Jahrzehntlang bildeten US-Staatsanleihen das Rückgrat offizieller Portfolios. Seit der globalen Finanzkrise kehrt sich der Trend um: Der US-Anleihen-Anteil bei ausländischen Zentralbanken sinkt, Gold legt wieder deutlich zu. Schwellenländer halten trotz markanter Zukäufe weiterhin deutlich weniger Gold als westliche Institutionen.



2 Siehe auch „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“, In Gold We Trust-Report 2023

Der Schattengoldpreis

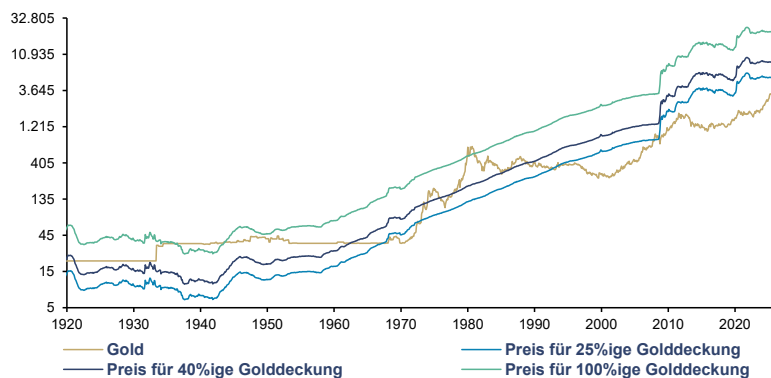
Sollte Gold ins Zentrum des Geldsystems zurückkehren, stellt sich zwangsläufig die Frage nach den Preis-konsequenzen. Eine exakte Bewertung ist naturgemäß unmöglich, doch analytische Näherungen geben uns zumindest eine Vorstellung von möglichen Größenordnungen.

Das bekannteste Konzept ist der sogenannte Schattengoldpreis. Er bezeichnet jenen theoretischen Goldpreis, bei dem die Basisgeldmenge vollständig durch Gold gedeckt wäre. Anders gesagt: Der Schattengoldpreis ist jenes Preisniveau, auf dem eine Rückkehr zu einer vollgedeckten Goldwährung rechnerisch möglich wäre. Eine solche 100 %-Deckung von Mo, wie mitunter propagiert, halten wir nicht für erforderlich; sie würde derzeit einen Goldpreis von 20.900 USD/Unze implizieren. In der Goldwährungsepoche hat der Markt die Notenbanken zu Deckungsquoten zwischen einem Drittel und der Hälfte gezwungen, was einem aktuellen Goldpreis zwischen 7.000 und 10.400 USD/Unze entspricht.

Historisch waren unterschiedliche Formen der Teildeckung die Regel, so z. B.:

- *Federal Reserve Act* von 1914: 40 % Mindestdeckung → heute 8.350 USD/Unze
- Bretton-Woods-Ära (1945–1971): 25 % Mindestdeckung → heute 5.200 USD/Unze – ein Niveau, das der Goldpreis 2026 zwischenzeitlich bereits erreicht hatte.

Goldpreis zur Deckung der Geldbasis (log), in USD, 01/1920–03/2026



Quelle: Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG



Der Schattengoldpreis macht zweierlei sichtbar: erstens die enorme Ausweitung der Geldmengen im Verhältnis zur verfügbaren Goldmenge und zweitens das langfristige Aufwertungspotenzial von Gold, sollte es – wie in den zuvor skizzierten Vektoren beschrieben – schrittweise monetäre Funktionen zurückgewinnen. Der Schattengoldpreis dient somit als Kompass für Investoren, die Gold nicht als Rohstoff, sondern als Anker einer zukünftigen Geldordnung verstehen.

Der Kehrwert des Schattengoldpreises auf Basis aktueller Marktpreise ergibt den Golddeckungsgrad der Geldbasis. Im Gold-Bullenmarkt der 2000er-Jahre verdreifachte sich dieser von 10,8 % auf 29,7 %. In den 1930er- und 1940er-Jahren sowie 1980 lag die Golddeckung sogar über 100 %. Der Rekordwert von 131 % aus dem Jahr 1980 entspräche gegenwärtig einem Goldpreis von rund 27.000 USD. **Aktuell liegt der Golddeckungsgrad des US-Dollars bei lediglich 22,4 %.** Salopp formuliert: Von jedem US-Dollar ist knapp ein Viertel durch Gold gedeckt – die restlichen drei Viertel sind Luft.

Der historische Rekordwert der Golddeckung von 131 % aus dem Jahr 1980 entspräche heute einem Goldpreis von rund 27.000 USD.

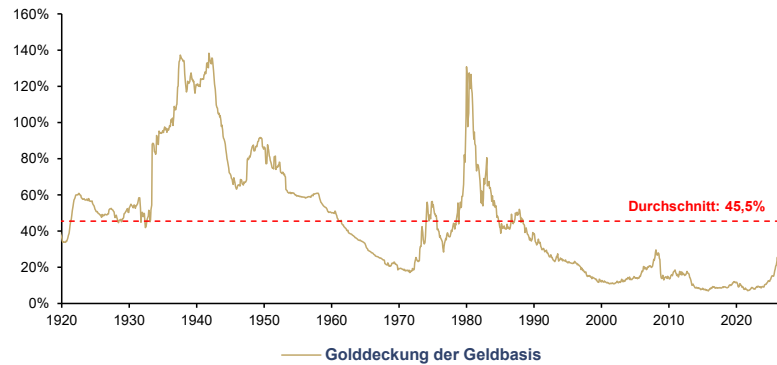
» *In the shadows, we find the truth.*

The Dark Knight

» *Gold is... the trust anchor for the financial system. If the whole system collapses, the gold stock provides a collateral to start over.*

DNB

Golddeckung der Geldbasis, in %, 01/1920–03/2026



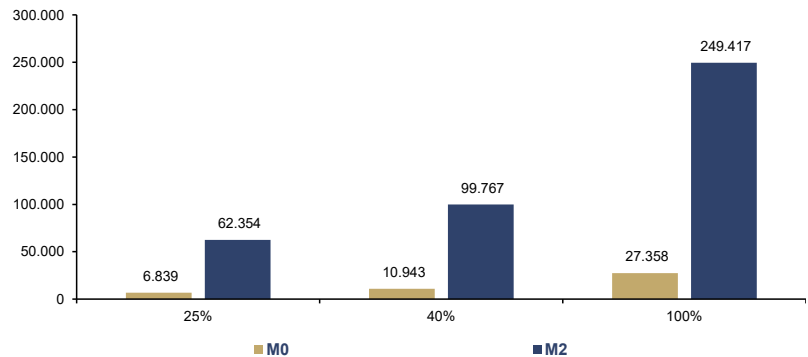
Quelle: Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, LSEG, Incrementum AG



» *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

Gehen wir noch einen Schritt weiter und betrachten die globale Ebene. Der internationale Schattengoldpreis entspricht jenem Goldpreis, der sich im Fall einer Deckung der nach dem BIP-Anteil gewichteten Geldmengen der führenden Währungsräume – USA, Eurozone, UK, Schweiz, Japan und China – durch die Zentralbank-Goldreserven ergibt. Das Ergebnis offenbart das Ausmaß der monetären Expansion: Bei einer 100 %-Deckung der breiten Geldmenge M2 läge der Goldpreis bei knapp 250.000 USD; selbst bei moderaten 25 % wären es über 60.000 USD.

Internationaler Schattengoldpreis (SPG)* bei unterschiedlichen Golddeckungsgraden, in USD, 2025



Quelle: World Gold Council, LSEG, Incrementum AG, *SPG = Geldmengenaggregate ÷ offizielle Goldreserven (in Feinunzen)



Der Bear-Case für Gold

Trotz unseres strukturell bullischen Basisszenarios bestehen auch Abwärtsrisiken. Auch Gold ist keine Einbahnstraße – Korrekturen, Konsolidierungen und auch längere Seitwärtsphasen gehören zum Wesen jedes Bullenmarktes. Die wesentlichen Risikofaktoren lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- **Wiederherstellung geldpolitischer Glaubwürdigkeit:** Sollte die Politisierung der Federal Reserve scheitern und sich Kevin Warsh glaubwürdig als Inflationsfalke positionieren, verlöre der US-Dollar-Debasement-Trade an Momentum.
- **Zentralbanknachfrage:** Ein nachhaltiger Rückgang der seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges strukturell erhöhten Zentralbanknachfrage würde eine tragende Nachfragesäule entfernen.
- **Geopolitische Entspannung:** Waffenstillstand in der Ukraine, Stabilisierung im Nahen Osten und eine Deeskalation mit China würden die Risikoprämie erodieren.

- **Konjunkturelle Outperformance:** Eine robuste US-Expansion mit KI-getriebenem Produktivitätsschub könnte Kapital zurück in Risikoassets lenken.
- **Liquiditätsparadox:** In einem De-leveraging-Event wird Gold zur Finanzierungsquelle für Margin-Calls – wie im Herbst 2008 und im März 2020 kurzzeitig zu beobachten war.

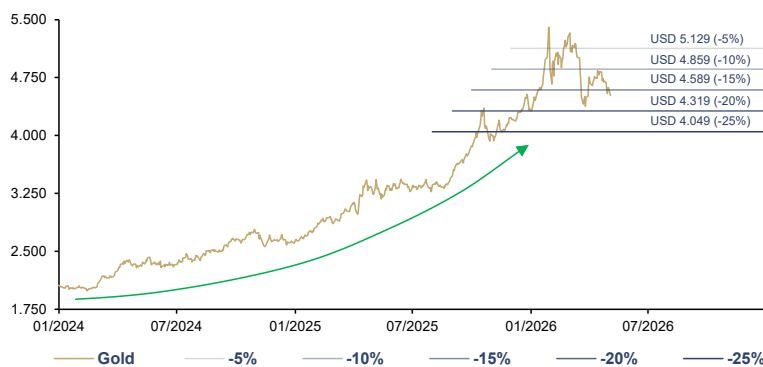
Das Basisszenario-Ziel von 4.800 USD wurde fünf Jahre vor Plan erreicht. Wir orientieren uns nun am inflationären Alternativszenario von 8.900 USD bis 2030.

Wie bewerten wir diese Risiken? Ein-

zeln betrachtet sind die meisten beherrschbar. Entscheidend ist, ob mehrere bearische Katalysatoren gleichzeitig zünden. Ein solches Szenario erfordert jedoch ein Maß an politischer Kohärenz, das derzeit eher unwahrscheinlich erscheint. Denn die strukturellen Kräfte hinter De-Dollarization und monetärer Unordnung sind das Produkt jahrzehntelang aufgestaunter Ungleichgewichte. Weder eine Personalentscheidung an der Spitze der Federal Reserve noch ein Handschlag in Genf oder Islamabad werden sie rückgängig machen. Unser Basisszenario bleibt konstruktiv, auch wenn Rückschläge keinesfalls auszuschließen sind. Um es mit Harry Browne zu sagen: „Whatever preparation you make, don't assume you know the future.“

Auch ein temporärer Seitwärtsmarkt wäre im Rahmen einer preislichen Konsolidierung durchaus denkbar und für den Bullenmarkt letztlich gesund. Der mittel- bis langfristige Case für Gold würde dadurch keineswegs gefährdet.

Gold, in USD, 01/2024–05/2026



Quelle: LSEG, Incrementum AG



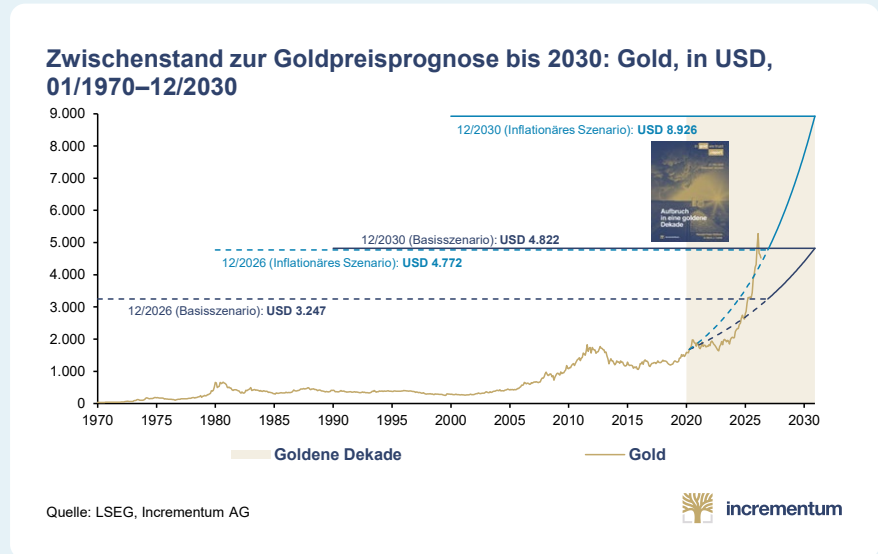
Quo vadis, aurum?

Nach diesen Überlegungen wollen wir nun wieder auf den harten Boden der Anlegerrealität zurückkehren. 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.

Das Basisszenario-Ziel von 4.800 USD für Ende 2030 wurde fünf Jahre vor Plan erreicht. Sollte im Westen eine zweite Inflationswelle folgen, so dürfte dieses Jahrzehnt als inflationäre Dekade in die Geschichte eingehen. Vor dem Hintergrund der geschilderten Spannungen halten wir ein solches Szenario für durchaus plausibel und orientieren uns daher weiterhin am inflationären Alternativszenario mit einem Dekaden-Ziel von 8.900 USD.

” *I'm not a gambler. I'm a guy who sees numbers and patterns and bets on them.*

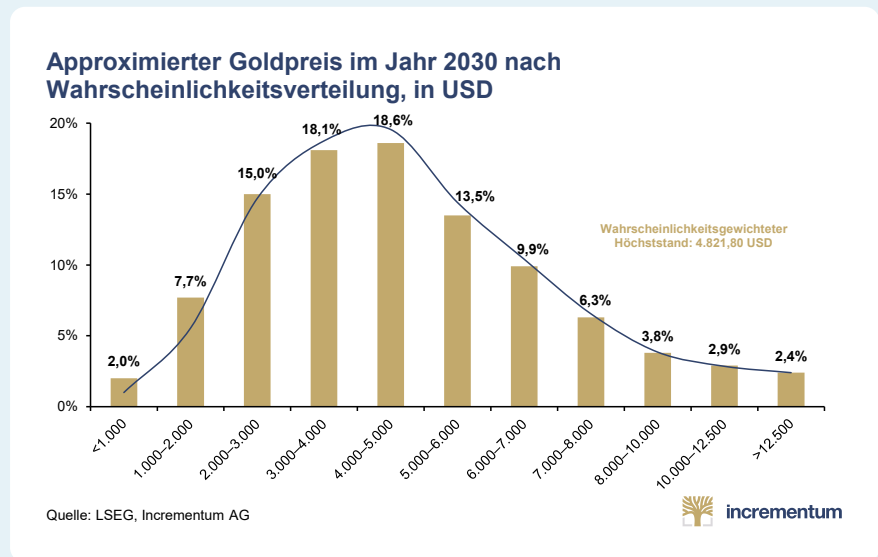
Michael Burry



Mit Stichtag 30. April 2026 notiert Gold nur leicht unter dem rechnerischen Zwischenziel von 4.772 USD für Ende 2026. Für das Erreichen des inflationären Szenarios bis 2030 wäre eine annualisierte Rate von 14,5 % nötig – ambitioniert, aber keineswegs illusorisch. **Denn seit Beginn der „goldenen Dekade“ liegt die realisierte CAGR bei 19,7 % und damit bereits oberhalb des erforderlichen Tempos.**

» *There is no point in being confident and having a small position.*
 George Soros

Schreitet die zuvor skizzierte Remonetarisierung des Goldes tatsächlich voran, sind auch deutlich höhere Preisniveaus denkbar. **Unser Modell trägt dieser Möglichkeit seit jeher Rechnung – durch eine bewusst rechtsschiefe Wahrscheinlichkeitsverteilung.** Während die Häufung der Szenarien zwischen 3.000 und 6.000 USD liegt, läuft der rechte Verteilungsschwanz weit aus: Mit kumulierten 25,3 % Wahrscheinlichkeit für Preisniveaus oberhalb von 7.000 USD ist das Aufwärtsrisiko quantitativ deutlich gewichtiger als das Abwärtsrisiko. Der Grund ist denkbar einfach: Eine Fiat-Währung kann gegen null tendieren, ein Sachwert wie Gold hingegen kennt nach oben keine arithmetische Schranke. Extremausprägungen nach oben waren daher bereits 2020 integraler Bestandteil unseres Modells – die bisherige Dekade liefert das empirische Material dazu.



Die Remonetarisierung des Goldes als Katalysator für Bitcoin?

Nachdem wir ausführlich über die Zukunft des Goldes gesprochen haben, stellt sich die folgende Anschlussfrage: Welche Rolle könnte Bitcoin in einer neu entstehenden Weltordnung spielen? Die Vorteile einer dezentralen, staatsunabhängigen und grenzüberschreitend transferierbaren Währung liegen auf der Hand. Mit der Einführung einer strategischen Bitcoin-Reserve sind auch die USA in das Rennen um digitales Gold eingestiegen.

Gerade eine fortschreitende Remonetarisierung des Goldes könnte sich jedoch als Katalysator für Bitcoin erweisen. Denn steigt der Goldpreis im Zuge wachsender monetärer Nachfrage deutlich an, erhöht sich auch die relative Attraktivität eines digital knappen, leicht transferierbaren und noch deutlich kleineren Schwester-Assets. Was bei Gold an monetärer Anerkennung zurückkehrt, kann somit auch Bitcoin aufwerten. Früher oder später erscheint es plausibel, dass erste Zentralbanken neben Gold zumindest kleine strategische Bitcoin-Positionen aufbauen.

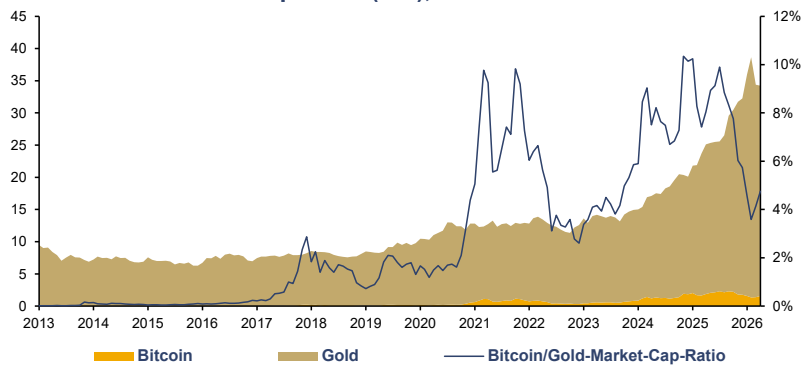
Zwischen beiden Assets könnte dabei ein produktiver Wettbewerb entstehen: Bei sehr starken Preisanstiegen des Goldes könnten zusätzliche Zuflüsse eher in Bitcoin gelenkt werden, weil das relative Aufholpotenzial größer erscheint. Umgekehrt dürfte in Phasen exzessiver Bitcoin-Euphorie ein Teil des Kapitals in Gold rotieren, um Stabilität und Liquidität zu sichern. Gold und Bitcoin sind daher nicht nur Rivalen, sondern auch wechselseitige Referenzpunkte innerhalb derselben monetären Anlageklasse.

Steigt die monetäre Nachfrage nach Gold, erhöht sich auch die relative Attraktivität seines digital knappen, leicht transferierbaren und deutlich kleineren Schwester-Assets.

” *Gold represents belief in the past, Bitcoin belief in the future. When both rise together, it means the present has collapsed – faith in fiat time preference is gone.*

SightBringer

Marktkapitalisierung von Bitcoin und Gold (lhs), in Bill. USD, und Bitcoin/Gold-Market-Cap-Ratio (rhs), 01/2013–04/2026



Quelle: coinmarketcap.com, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG

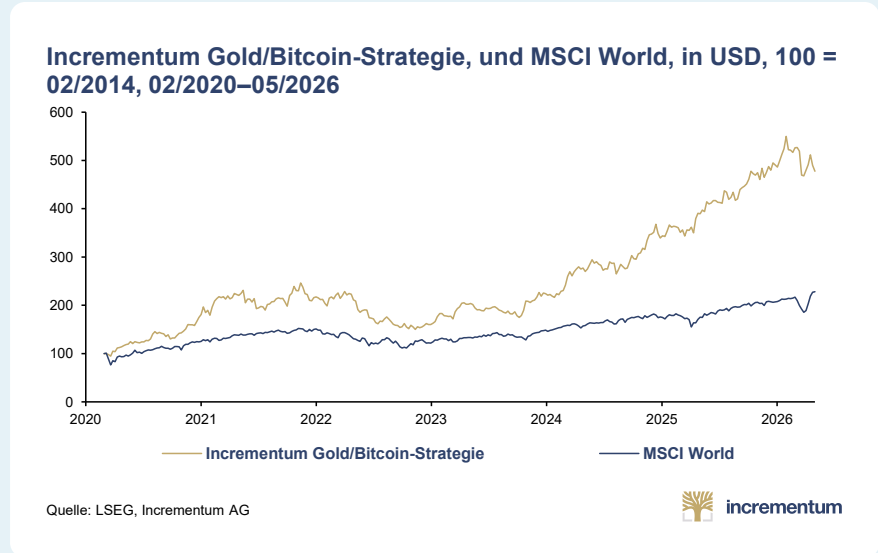


Dass Gold im Universum der nicht-inflationierbaren Assets einen Mitbewerber erhalten hat, ist kein Nachteil – im Gegenteil. Immer mehr Anleger erkennen: Eine kombinierte Veranlagung in beide Assets ist risikoadjustiert der jeweiligen Einzelveranlagung überlegen. Cantor Fitzgerald lancierte im September 2025 den *Gold Protected Bitcoin Fund* – ein Vehikel, das Bitcoin-Upside mit Gold-basierter Downside-Protection kombiniert. 21Shares notiert seit Jänner 2026 den BOLD-ETF an der London Stock Exchange. Es ist damit das erste regulierte Produkt in Großbritannien, das beide Assets in einem risikogewichteten Portfolio vereint.

” *Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles [...] and come together as an all-weather inflation hedge.*

Charlie Morris

Mit einem kleinen Anflug von Stolz sei erwähnt: Wir dürften zu den Allerersten gehört haben, die eine kombinierte Gold-Bitcoin-Strategie in ein investierbares Konzept übersetzt haben. Seit mittlerweile mehr als sechs Jahren verwalten wir nach dem Credo: Gold und Bitcoin – gemeinsam stärker.³



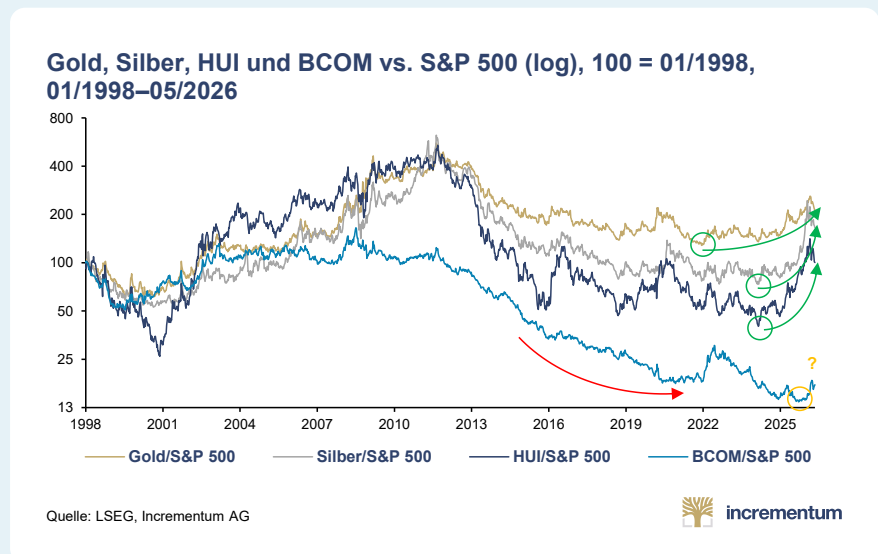
Wie stark wird Performance-Gold glänzen?

Gold hat den Pfad gebahnt, Silber und Minenaktien folgten. Nun setzt der Commodity-Catch-up ein, den wir im *In Gold We Trust*-Report 2025 „The Big Long“ prognostiziert hatten.

» *The US retreat behind the walls of Fort Monroe should lead all major economies to increase their stockpiles of commodities.*

Louis-Vincent Gave

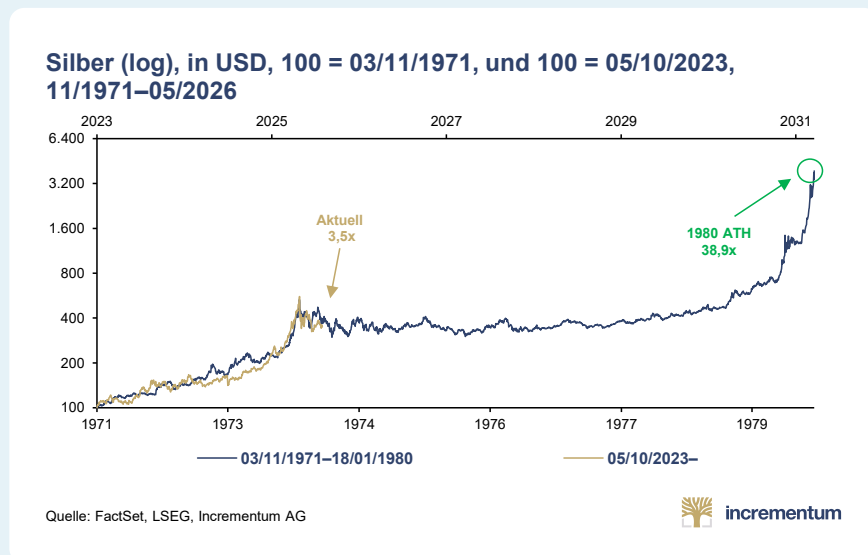
Der nachfolgende Chart zeigt Gold, Silber, Minenaktien (HUI) und den Rohstoffindex (BCOM), jeweils relativ zum S&P 500. Nach fast fünfzehnjähriger Underperformance – markiert durch die rote Abwärtstrendlinie – signalisieren alle vier Ratios nun relative Stärke. Gold führt, Silber und Minenaktien folgen mit Verzögerung, und selbst der BCOM löst sich vom Boden. Ein nachhaltiger Ausbruch dieser Ratios wäre mehr als ein technisches Signal: Er markierte eine fundamentale Umverteilung der Kapitalströme – weg von US-Aktien, hin zu einer Assetklasse, die über eine Dekade im Schatten stand.



³ Siehe „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust*-Report 2018, unseren quartalsweise erscheinenden *Bitcoin-Kompass* sowie unsere Investmentlösungen.

Silber: Der kleine Bruder wird erwachsen

Silber lieferte 2025 mit einem Plus von 146,8 % das stärkste Jahresergebnis seit 1979 und durchbrach im Jänner 2026 erstmals die Marke von 100 USD. Dass der Preis im Zuge des Iran-Krieges auf rund 75 USD korrigierte, ändert an unserer zuversichtlichen Grundhaltung nichts. Denn seit Jahresbeginn ist Silber lediglich leicht im Minus.



Fundamental scheint für den kleinen Bruder des Goldes alles angerichtet zu sein. 2025 verzeichnete der Silbermarkt zum fünften Mal in Folge ein Angebotsdefizit. Auch für 2026 prognostiziert das Silver Institute mit 46,3 Moz das sechste Defizitjahr in Folge – kumulativ ergibt das ein Defizit von 762 Moz und damit nahezu eine komplette Jahresmineralproduktion.

Entscheidender als das Defizit selbst ist seine Konsequenz: Die oberirdischen Bestände haben den Puffermodus verlassen. Was jahrelang als theoretisches Konstrukt abgetan wurde, materialisierte sich im Oktober 2025 schlagartig: Die Leasing-Raten explodierten von 1 auf über 30 %, overnight zeitweise auf 200 %. Der Markt lieferte den Beweis für eine alte Weisheit: *Defizite spielen keine Rolle – bis sie es tun.*

Die strukturelle Besonderheit des Silbermarktes verschärft die Lage: Da 74 % des Silbers als Nebenprodukt von Kupfer-, Blei/Zink- und Goldminen anfallen, lösen selbst Rekordpreise kaum Angebotsreaktionen aus. **Nachfrageseitig wirkt ein struktureller Dreiklang: Grüne Wende, Aufrüstung und Remonetarisierung konkurrieren um dasselbe knappe Angebot.** Silber wurde in den USA offiziell als „kritisches Mineral“ klassifiziert, Russland nimmt das Metall in seinen staatlichen Reservefonds auf, Indien erlaubt seit 2025 die Beleihung von Silber mit 90 % Beleihungsquote – und monetarisiert damit de facto das in indischen Haushalten gehortete Silber. Die schleichende Remonetarisierung, die wir bei Gold seit Jahren dokumentieren, hat den kleinen Bruder Silber nun auch erfasst.

Das Gold/Silber-Ratio (GSR) hat diese Veränderung bereits abgebildet: Von 107:1 im April 2025 stürzte es bis Ende Februar fast bis auf 46:1 ab – der niedrigste Stand seit Herbst 2011. Damit wurde der langfristige Median von rund 60 für kurze Zeit deutlich unterschritten. Mit dem Ausbruch des Iran-Krieges korrigierte das GSR kräftig und schwankt seither um die 60.

Entscheidend ist jedoch: Bullenmärkte enden nicht im Mittelmaß, sondern im Extrem. Der Median ist Wegmarke, nicht Ziel – die Geschichte säkularer Silber-Hausse-Phasen lehrt, dass das Ratio in der finalen Beschleunigungsphase typischerweise weit

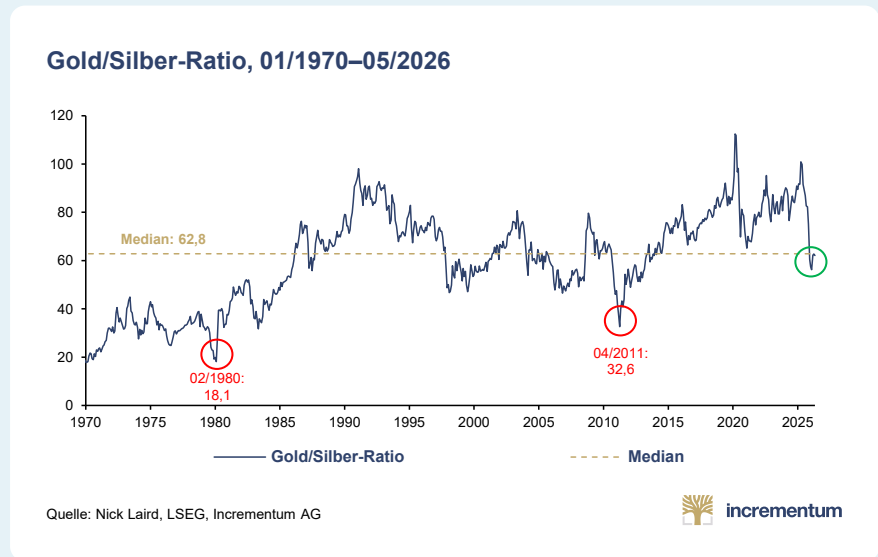
» *When you're hunting elephants, don't get distracted chasing rabbits.*

T. Boone Pickens

» *Silver is the investment of the decade. There's not enough physical silver to meet investment demand if even a small percentage of money decided to flow into it.*

Eric Sprott

nach unten überschießt.⁴ An den säkularen Hochpunkten des Silbermarkts lag das Ratio auf Monatsschlussbasis bei 18,1 (1980) und bei 32,6 (2011). Bei gleichbleibendem Goldpreis ergäbe ein erneutes Erreichen dieser Niveaus ein Silberpreis-Potenzial von rund 260 USD bzw. 150 USD je Unze.



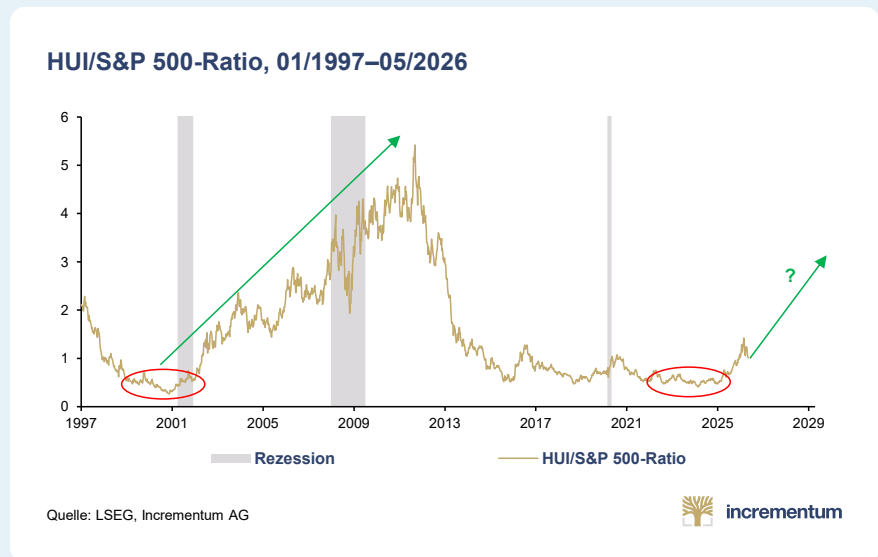
Minenaktien: Vom Problemschüler zum Musterknaben

» *Money is being made on the delta between price and value.*

Rick Rule

Die Goldminenaktien haben in den vergangenen Monaten einen technischen Ausbruch gegenüber dem S&P 500 vollzogen. Der Chart zeigt das HUI/S&P 500-Ratio seit 1997: Die rot markierten Tiefpunkte 2000 und 2022 ähneln einander frappierend – beide markierten den Beginn mehrjähriger Outperformance-Zyklen der Minenwerte.⁵

Die klassischen Merkmale einer frühen Bullenmarktphase sind bei den Minern unübersehbar: verbreiteter Skeptizismus, strukturelle Untergewichtung, trotzige Gleichgültigkeit des Mainstreams. Die stärksten Gewinne entstehen nicht, wenn alle investiert sind, sondern genau dann, wenn die Mehrheit noch im Abseits steht. **Der Gewinn liegt bekanntlich im Einkauf.**



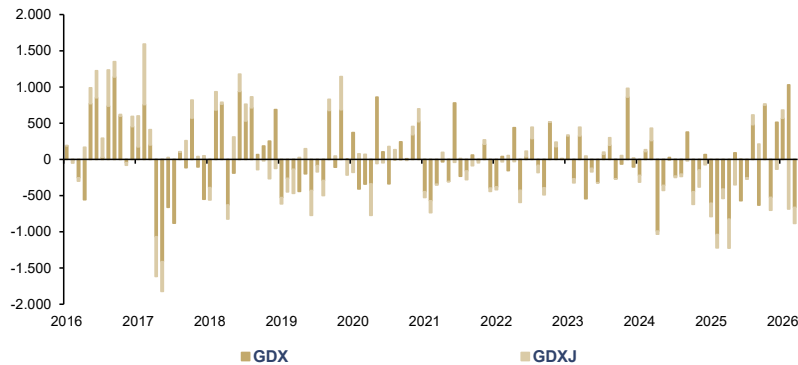
4 Siehe Kapitel „Silber nach dem Höhenflug: ‚Stairway to Heaven‘ oder ‚Highway to Hell‘?“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
 5 Siehe Kapitel „Minenaktien – Fundamentale und technische Lage“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Ein einziger Datenpunkt illustriert diese Diskrepanz eindrucksvoll: Trotz eines kumulierten Kursgewinns des GDJ von 167 % in den Jahren 2024 und 2025 sind die ausstehenden Anteile des weltweit größten Goldminen-ETF im selben Zeitraum um 28 % gesunken. Investoren haben also nicht nur nicht zugekauft – sie haben *aktiv* verkauft, während die Kurse rallierten. Das ist kein Zeichen eines reifen Bullenmarktes, sondern dessen Gegenteil: ein Sektor, der Rekordrenditen liefert und dennoch von der breiten Investorenschaft ignoriert wird. Zum Vergleich: In der Hausse 2010–2013 stiegen die GDJ-Anteile um rund 400 %.

” *The intelligent investor is a realist who sells to optimists and buys from pessimists.*

Benjamin Graham

GDJ- und GDJX-Kapitalflüsse, in Mio. USD, 01/2016–03/2026



Quelle: FactSet, Incrementum AG

incrementum

Auch in den ersten vier Monaten 2026 blieben die Minenaktien trotz respektabler Performance hinter ihrem historischen Beta zurück. Der oft postulierte Hebel von 3:1 gegenüber dem Goldpreis wurde nicht annähernd realisiert – oder positiv formuliert: **Das Catch-up-Potenzial der Minenaktien ist weiterhin erheblich.**

” *If you can't handle a 50% drop, you deserve a mediocre result.*

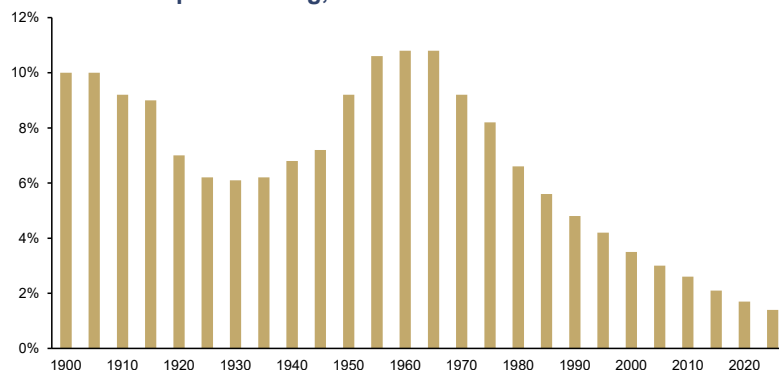
Charlie Munger

Ein Blick auf den Anteil der Minenindustrie an der globalen Aktienmarktkapitalisierung bestätigt den Bedeutungsverlust: Lag das Gewicht zu Beginn des 20. Jahrhunderts noch bei rund 10 % und erreichte in den 1950er- und 1960er-Jahren mit etwa 11 % seinen Zenit, beträgt es heute gerade einmal 1 % – der tiefste Stand seit 1900. **Marginalisierung ist kein zu starkes Wort.**

” *A solid foundation is buying at a low valuation.*

Ian Cassel

Anteil der Minenindustrie, in % der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung, 1900–2025

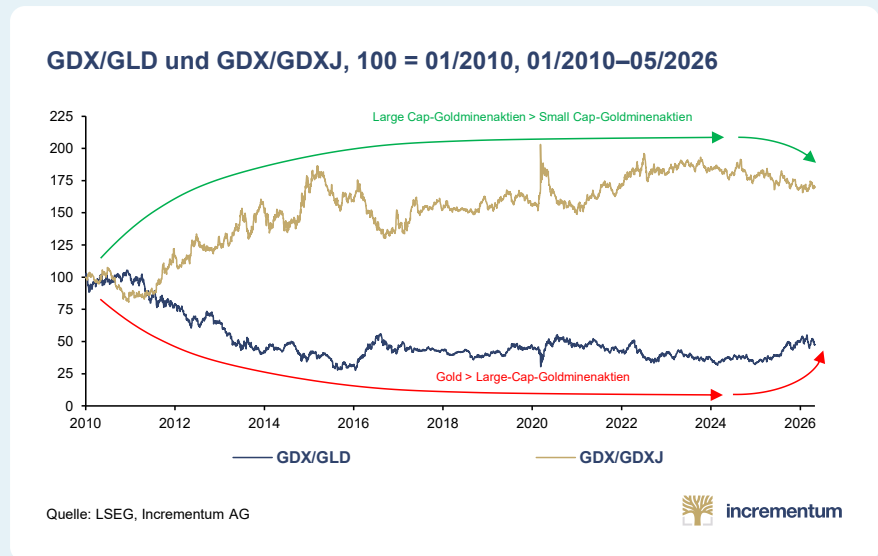


Quelle: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Incrementum AG

incrementum

Innerhalb des Goldsektors zeigt sich zudem eine markante Divergenz zwischen Large- und Small-Caps – primär Ausdruck des zurückhaltenden Risikoappetits. Sollte der Aufwärtstrend des Goldpreises die Aufmerksamkeit stärker auf die Bewertungs- und Performancepotenziale im Minensektor lenken, dürfte dies im Rahmen eines

Risk-on-Moves eine neue Phase relativer Stärke einleiten – speziell bei Small- und Mid-caps. Die seit 2011 bestehende Bewertungslücke könnte sich in einem solchen Szenario zügig schließen.



Rohstoffe: Back to the Future of Hard Assets

Gold hat den Weg gewiesen – nun folgt der Rohstoff-Aufholprozess. Die jüngste *National Security Strategy* der USA macht unmissverständlich klar: Die Ära des grenzenlosen Globalismus ist vorbei. Freihandel wurde strategisch herabgestuft, US-Macht transaktional definiert, Zugang zu kritischen Rohstoffen explizit als Frage der nationalen Sicherheit behandelt. Commodities sind nicht länger bloße Produktionsinputs – sie werden zur strategischen Versicherungspolizze in einer Welt bilateraler Deals und neu formierter Allianzen.

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

Rick Rule

Doch die geopolitische Neuvermessung ist nur die Oberfläche einer tieferliegenden Verschiebung. **Die Welt durchläuft einen makroökonomischen Regimewechsel.** Während in den vergangenen Jahrzehnten nachfrageseitige Beschränkungen dominierten – Wachstum durch Konsumlust und Kreditexpansion –, übernehmen nun angebotsseitige Beschränkungen das Kommando. Nicht mehr das „Wollen“, sondern das „Haben“ bestimmt das Wachstum. **Die Ökonomie kehrt von der Cloud auf den Boden der Rohstoffrealität zurück.**

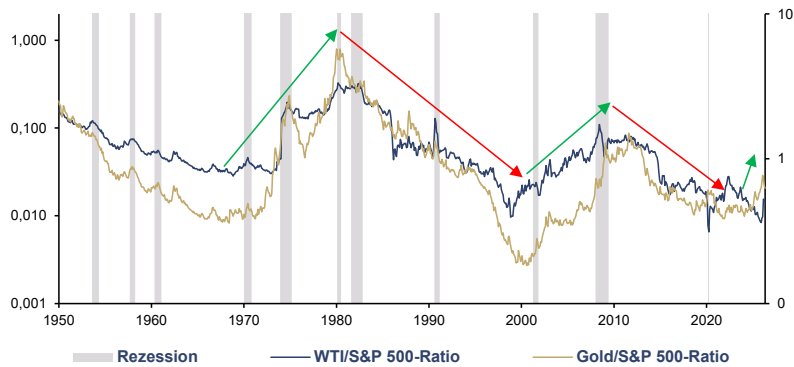
» *I'm scared as hell about AI... but it's going to be the greatest wealth creator of all time.*

Stanley Druckenmiller

Für den Rohstoffmarkt bedeutet dieser doppelte Umbruch: Der Commodity-Bullenmarkt ist unserer Überzeugung nach auf Schiene. Dafür sprechen zwei Faktoren. Erstens die strukturelle Unterinvestition: Nach einem Jahrzehnt radikaler Capex-Kürzungen – getrieben durch niedrige Preise, Aktionärsdruck, ESG-Divestment und Covid – ist die Projektpipeline historisch dünn, während sinkende Erzgehalte die Kapitalintensität weiter erhöhen. Zweitens säkulare Nachfragetreiber: Elektrifizierung, der KI-getriebene Hyperscaler-Boom und eine geopolitische Fragmentierung, die Ressourcennationalismus und Friend-Shoring zur neuen Normalität macht.

Die KI-Revolution illustriert das Paradoxon mit beinahe poetischer Ironie. In ihrer Dynamik erinnert sie an den Eisenbahnboom des 19. Jahrhunderts: Kapital fließt in transformative Infrastruktur, viele Unternehmen gehen im Zuge der schöpferischen Zerstörung unter – doch die Schienen bleiben liegen. Rechenzentren, Halbleiter und Energieinfrastruktur sind letztlich auf geologische Realitäten angewiesen. Die Bewertungsanomalie hat historische Ausmaße erreicht: Sowohl das WTI/S&P 500- als auch das Gold/S&P 500-Ratio notieren auf historisch niedrigem Niveau. Rohstoffe sind relativ zu Aktien so günstig wie zuletzt um die Jahrtausendwende.

WTI/S&P 500-Ratio (lhs, log), und Gold/S&P-500 Ratio (rhs, log), 01/1950–05/2026



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

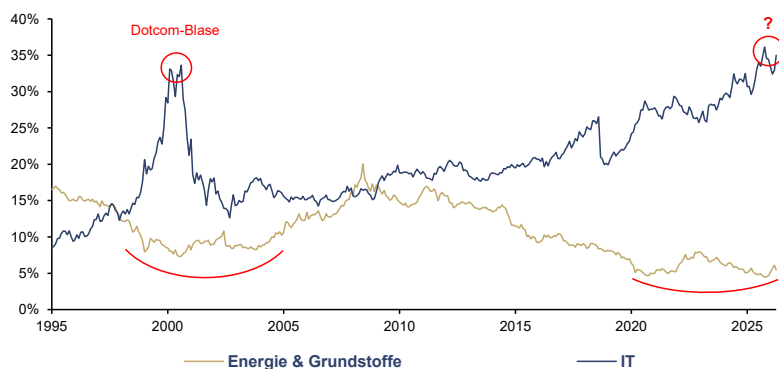
incrementum

Entscheidend ist: **Die Rally ist bislang allerdings noch nicht breit aufgestellt.** Gold und Silber haben den Weg vorgezeichnet, doch die Verbreiterung über den gesamten Rohstoffkomplex wie in der mittleren Phase des 2000er-Superzyklus steht noch aus. Energie und Grundstoffe machen im S&P 500 zusammen weniger als 6 % aus. Selbst marginale institutionelle Umschichtungen in Richtung realer Werte würden überproportionale Kursavancen auslösen.

» *In commodities, you need a stomach of steel and a horizon of decades.*

Jim Rogers

S&P 500-Sektorengewichtung, 01/1995–04/2026



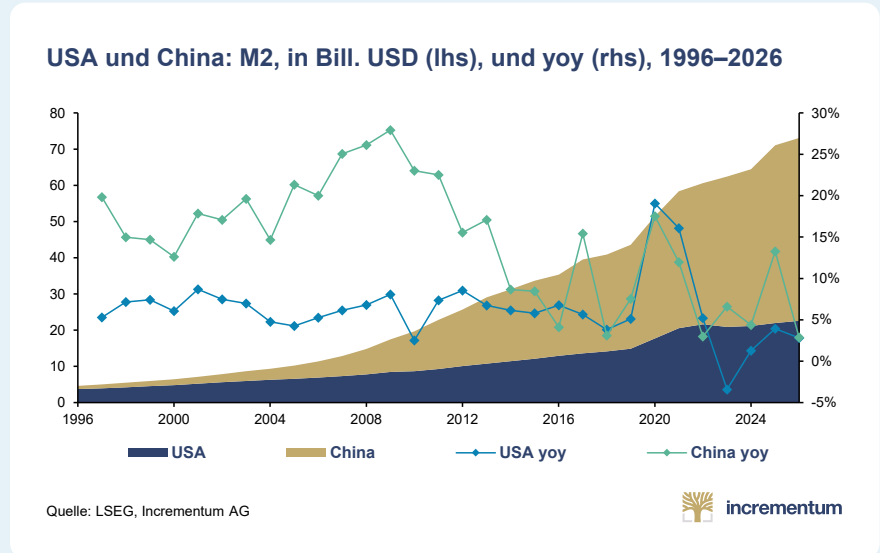
Quelle: Tavi Costa, LSEG, Incrementum AG

incrementum

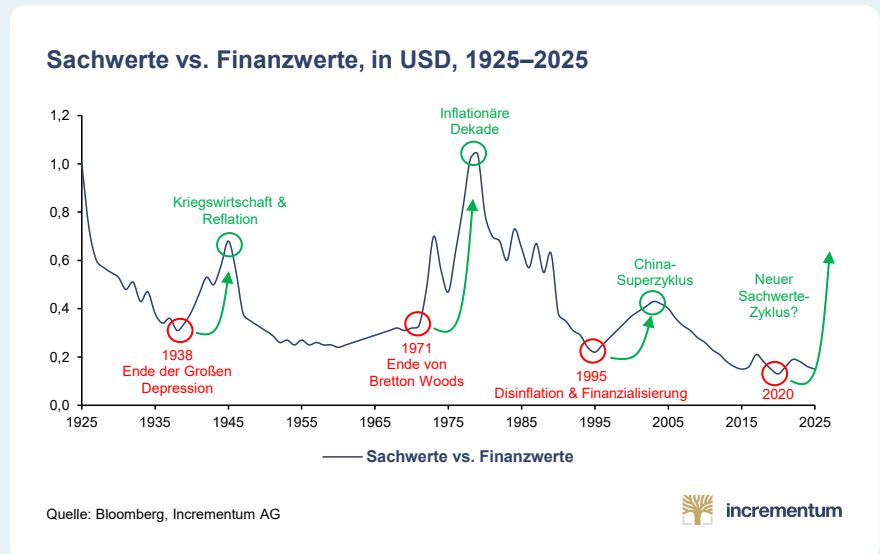
Zudem liefert China den monetären Treibstoff für den Rohstoffzyklus. Die chinesische Geldmenge M2 wuchs 2025 in Yuan um 8,5 % bzw. um 13,3 % in US-Dollar und damit deutlich schneller als das nominale BIP. Mit knapp 50 Bill. USD ist M2 in China damit bereits mehr als doppelt so groß wie jenes der USA – und das in einer Volkswirtschaft, deren nominales BIP lediglich rund zwei Drittel der US-Wirtschaft ausmacht.

» *The Chinese economy is an ocean, not a small pond.*

Xi Jinping



Das Verhältnis von Sachwerten zu Finanzwerten bewegt sich in Dekaden, nicht in Quartalen. Der Chart erzählt diese Geschichte über ein Jahrhundert hinweg: Nach jedem markanten Tief folgte eine Phase ausgeprägter Outperformance der Sachwerte – 1938 mit Kriegswirtschaft und Reflation, 1971 mit dem Ende von Bretton-Woods und der inflationären Dekade der 1970er-Jahre, 1995 mit dem China-Superzyklus. Im Jahr 2020 markierte das Verhältnis ein neues, historisches Tief. Seither zeichnet sich eine Bodenbildung ab. Beginnt nun der nächste Sachwerte-Zyklus?



» *What makes gold compelling are the risks we don't take by owning it.*

Michael Weeks

Mittelfristig wird der Rohstoffmarkt die neue geopolitische Landkarte abbilden: Während sich die USA aus ihrer Führungsrolle zurückziehen, rüsten Europa, China und der globale Süden ihre Verteidigungs- und Energieinfrastruktur auf. Die Folge ist absehbar: Staaten und Konzerne werden um strategische Ressourcen konkurrieren, als gäbe es kein Morgen. Kurzfristig gesellen sich weitere bullische Auslöser hinzu: eine global synchronisierte Lockerung der Geldpolitik, ein schwächerer US-Dollar und expansive Impulse aus Peking.

Back to the Monetary Future: Das Fazit

Michael Weeks bringt das Argument für Gold auf den Punkt – und dreht dabei die übliche Bewertungslogik kurzerhand um: Der Wert des Edelmetalls liegt nicht in dem, was es verspricht, sondern in dem, was es seinen Besitzern erspart. Sein *Via-negativa*-Ansatz ist von faszinierender Klarheit: Gold weist kein Durationsrisiko, kein Kreditrisiko und auch kein Liquiditätsrisiko auf. Keine Bilanzen, die implodieren, keine Cashflows, die versiegen, kein Management, das Kapital fehlallokiert. Gold verlangt weder Vertrauen noch Wohlwollen einer Gegenpartei. Gold verlangt nur einen sicheren Lagerort. In einer Welt, in der Staatsanleihen zunehmend zu *Certificates of Confiscation* werden und das Fiat-Geld-Experiment in seine spätzyklische Phase eintritt, ist genau diese Abwesenheit von Risiken der entscheidende Wettbewerbsvorteil.

Gold wird nicht durch eine ideologische Rückkehr zum Goldstandard remonetarisiert, sondern durch die pragmatische Wiedererlangung monetärer und bilanzieller Funktionen. Dieser Prozess wird vom globalen Süden ausgehen. Westliche Staaten und Zentralbanken werden die monetäre Relevanz von Gold erst dann offen neu bewerten, wenn der fiskalische und der bilanzielle Druck groß genug geworden sind. **Für Investoren bedeutet dies: Die Frage ist nicht mehr, ob Gold ins Portfolio gehört, sondern in welcher Höhe und in welcher Form.**

Die nächsten Jahre werden entscheiden, ob das Fiat-Experiment eine permanente Abweichung vom historischen Normalfall bleibt – oder eine Episode, die mit der Wiederentdeckung monetärer Prinzipien endet. Die Geschichte spricht klar für Letzteres.

Um die Reise *Back to the Monetary Future* anzutreten, muss nicht wie in der bekannten Film-Trilogie „Back to the Future“ der DeLorean auf 88 Meilen pro Stunde beschleunigt werden – diese Entwicklung hat längst Fahrt aufgenommen. Marty McFly benötigte den Fluxkompensator, um durch die Zeit zu reisen; Investoren benötigen nur das älteste monetäre Element im Periodensystem, keine bloß vermeintlich sicheren Assets wie Staatsanleihen. Was wir aber mit Sicherheit benötigen, ist jener monetäre Anker, dem die Menschheit seit fünf Jahrtausenden vertraut – nicht als politisches Machtinstrument, sondern als neutrale, schuldfreie Basis für Handel, Austausch und Vertrauen.

Zwanzig Jahre haben wir diesen Pfad kartographiert. Unser Kompass zeigt nach wie vor in dieselbe Richtung:

Kein Paukenschlag. Kein Dekret. Keine Konferenz. Die Remonetarisierung des Goldes erfolgt durch die Hintertür der Reserven, Tresore und Portfolios.

” *Gold will be repriced once in a lifetime; that will be much more than enough.*

Another

” *Your future hasn't been written yet. No one's has. Your future is whatever you make it. So make it a good one.*

Doc Brown, Back to the Future III

IN GOLD WE TRUST

Sicherheitsgold ins Schließfach. Performance-Gold ins Depot.



**Performance-Gold für Ihr Portfolio.
Entdecken Sie unsere neue aktive
Anlagelösung im Bereich Gold- und
Minenaktien und vervollständigen
Sie Ihr Portfolio.**



incrementum

www.incrementum.li



Über uns



Ronald-Peter Stöferle, CMT

Managing Partner und Fondsmanager der Incrementum AG.

Ronald-Peter Stöferle studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte, der im Laufe der Jahre zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation avancierte.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“ und 2019 „*Die Nullzinsfalle*“. Er ist Member of the Board von Tudor Gold und Goldstorm Metals. Zudem ist er seit 2020 Advisor für die VON GREYERZ AG und seit 2024 Advisor bei Monetary Metals.



Mark J. Valek

Partner und Fondsmanager der Incrementum AG.

Berufsbegleitend studierte Mark Valek Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der philoro Edelmetalle GmbH sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“. Seit 2024 ist er Advisor bei Monetary Metals.



Incrementum AG

Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizensiertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unabhängigkeit und Eigenständigkeit sind die Eckpfeiler unserer Philosophie.

www.incrementum.li

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Report 2026:

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

Premium-Partner



Agnico Eagle

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

www.agnicoeagle.com



Argenta Silver

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

www.argentasilver.com



Asante Gold

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

www.asantegold.com



Barrick

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

www.barrick.com



Caledonia Mining

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

www.caledoniamining.com



Cerro de Pasco Resources

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

www.pascoresources.com



Elemental Royalty

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

www.elementalroyalty.com



Elementum

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

www.elementum-international.ch



Endeavour Mining

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

www.endeavourmining.com



Endeavour Silver

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

www.edrsilver.com



Equinox Gold

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

www.equinoxgold.com



First Majestic Silver

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

www.firstmajestic.com



First Mining Gold

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

www.firstmininggolds.com



Fortuna Mining

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

www.fortunamining.com



Harmony

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

www.harmony.co.za



Kinross

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

www.kinross.com



Luca Mining

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

www.lucamining.com



McEwen

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

www.mcewenmining.com



Mineros

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

www.mineros.com.co



Münze Österreich

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

www.muenzeoesterreich.at



Newmont

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

www.newmont.com



North Peak Resources

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

www.northpeakresources.com



Ögussa

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

www.oegussa.at



Pan American Silver

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

www.panamericansilver.com



Pinnacle Silver & Gold

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

www.pinnaclesilverandgold.com



Royal Gold

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

www.royalgold.com



Solit

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

www.solit-kapital.de



Sprott

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

www.sprott.com



Tudor Gold

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

www.tudor-gold.com



U.S. Gold

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

www.usgoldcorp.com



Von Greyerz

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

www.vongreyerz.gold

