

Compact Version

In **Gold** We Trust[®]
Report

15. Mai 2025

Den 460-seitigen
In Gold We Trust-Report
erhalten Sie unter:
ingoldwetrust.report



The Big Long



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

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



Inhaltsverzeichnis

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Reports 2025 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst folgende 24 Kapitel und kann kostenfrei unter ingoldwetrust.report heruntergeladen werden.

Kapitel 1

Einleitung

Seite 4

Kapitel 2

Der Status quo des Goldes

Kapitel 3

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

Kapitel 4

Der Status quo der Verschuldungsdynamik

Kapitel 5

Der Status quo der Inflationstendenz

Kapitel 6

Der Status quo der Goldnachfrage und des Goldangebot

Kapitel 7

Status quo – Fazit

Kapitel 8

1970er, 2000er, 2020er ... : Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt

Kapitel 9

Dollar-Milkshake vs. Goldener Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung

Kapitel 10

From Trade Restructuring To Monetary Reset? – Louis-Vincent Gave debattiert mit Luke Gromen

Kapitel 11

BRICS & das Ringen um eine neue Weltordnung: Geopolitische Verschiebungen im Jahr 2025

Kapitel 12

Systemrivalität im Fokus: Wohin steuert China?

Kapitel 13

Saudi-Arabien: Ein aufstrebender Gigant im Bergbau

Kapitel 14

Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung

Kapitel 15

Gold- und Silberrecycling

Kapitel 16

Die Entmystifizierung des Wertes von Gold

Kapitel 17

ESG oder nicht ESG?

Kapitel 18

Performance-Gold: Ist nun die Zeit für Minenaktien gekommen?

Kapitel 19

Die Suche nach der Silver-Bullet: Eine Analyse der Silberpreiskatalysatoren

Kapitel 20

Ein monetärer Wendepunkt: Bitcoins Aufstieg zur strategischen Reservewährung

Kapitel 21

Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen

Kapitel 22

Kalenderanomalien und der Goldmarkt II

Kapitel 23

Technische Analyse

Kapitel 24

Quo vadis, aurum?

Seite 22

Einleitung

The Big Long

There is no fever like gold fever.

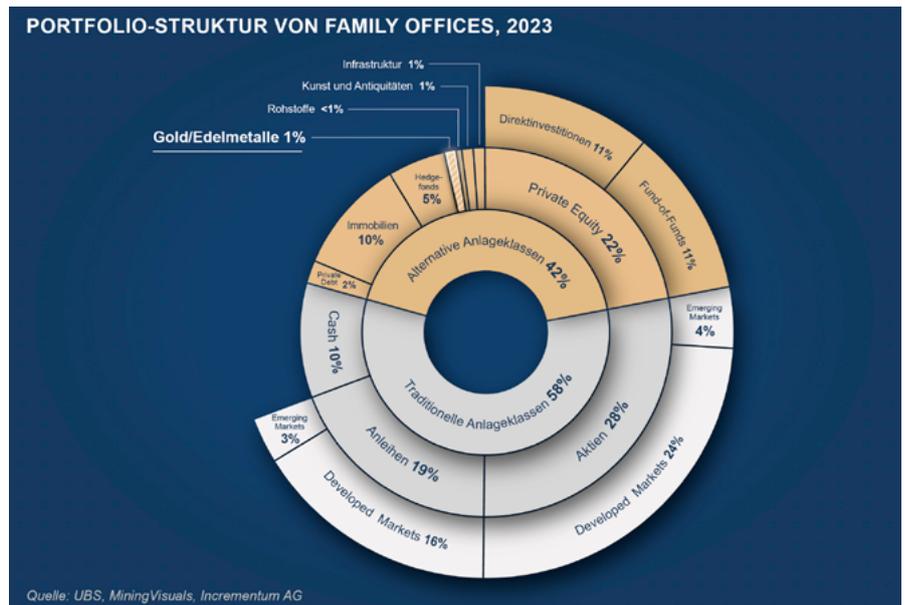
Richard Russell



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

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

Im tieferen Sinne handelt *The Big Short* von philosophischen Gegensätzen: Contrarians gegen den Mainstream, Main Street gegen die Wall Street, Systemkri-



tiker gegen Systemgläubige. So wie sich einst Außenseiter rund um die Investoren Michael Burry und Steve Eisman positionierten, hat sich die Ausgangslage am Kapitalmarkt in den letzten Monaten zugespitzt. Investoren sehen sich aktuell mit folgenden Fragen konfrontiert:

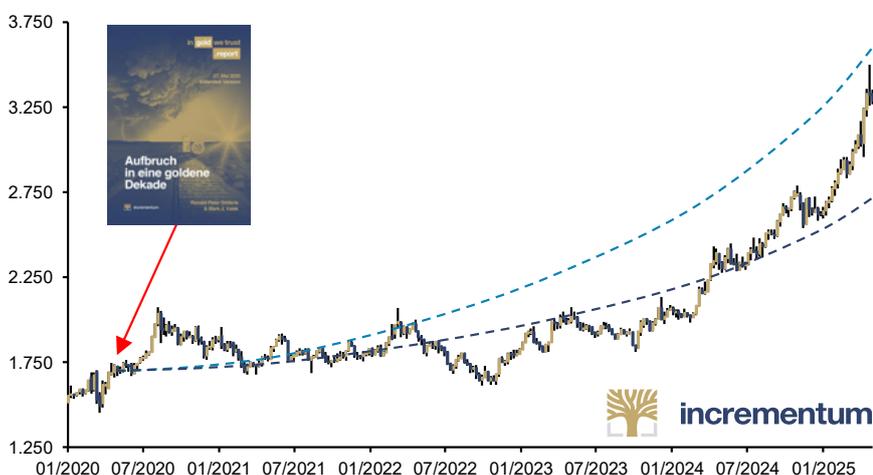
- Sind Staatsanleihen, selbst die Benchmark-Anleihen der USA und Deutschlands, noch sichere Häfen?
- Ist die Ära der US-Dominanz zu Ende? Befindet sich der US-Dollar am Beginn eines Bärenmarktes? Waren die zwischenzeitlichen Bewertungen der MAG7 am Ende doch heillos übertrieben?
- Ist Gold mittlerweile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

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

Die goldene Dekade: Der Beginn der 2. Halbzeit

Wir sind hingegen davon überzeugt, dass diese weit verbreitete Einschätzung unzutreffend ist. Strategisch klug zu agieren heißt unkonventionell zu agieren, gerade auch beim Investieren. Unsere Kernthese lautet: Der Goldbullenmarkt der vergangenen Quartale ist die Manifestation einer langfristigen Aufwärtsbewegung, die wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 mit dem Titel „Aufbruch in eine goldene Dekade“ angekündigt hatten. Wir wurden dafür vom Mainstream mit Skepsis und teilweise sogar mit Häme bedacht, wie so manche Protagonisten in *The Big Short* Mitte der 2000er-Jahre. Doch die Zahlen sprechen für sich. Seitdem wir die goldene Dekade ausgerufen haben, ist der Goldpreis in US-Dollar um 92% gestiegen bzw. hat der US-Dollar um fast 50% gegen Gold abgewertet. Dennoch ist die Gold-Allokation von Family-Offices mit 1% weiterhin sehr gering.

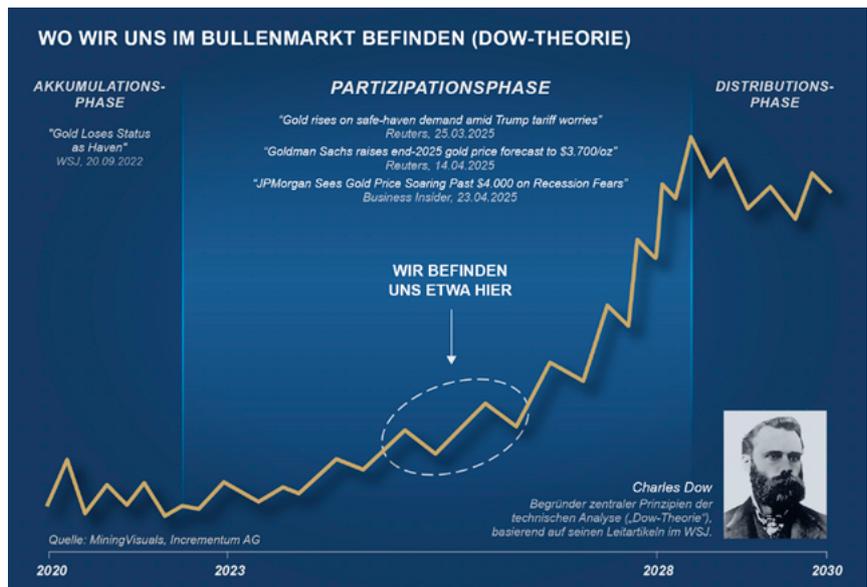
Gold, in USD, 01/2020–04/2025



Basierend auf unserem im *In Gold We Trust*-Report 2020 vorgestellten *Incrementum Goldpreismodell*¹ hatten wir 2020 zwei Goldpreisprojektionen – ein Basisszenario und ein inflationäres Szenario – präsentiert. Die impulsive Hausse seit Jahresbeginn hat den Goldpreis bereits fast auf den Projektionspfad des inflationären Szenarios gehoben.

Klarerweise war im Mai 2020 – als die ersten Corona-Lockdowns gerade ihr Ende gefunden hatten – nicht absehbar, wie turbulent die ersten 5 Jahre dieser Dekade werden würden. Unsere Analysen der Veränderungen im Denken und Handeln der politischen wie ökonomischen Akteure, sowohl vor 2020 als auch in den Jahren danach², zeigten allerdings eindeutig, dass die Weichen für Gold gestellt waren.

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



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

einer finalen Mania-Phase münden wird.

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

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

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



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

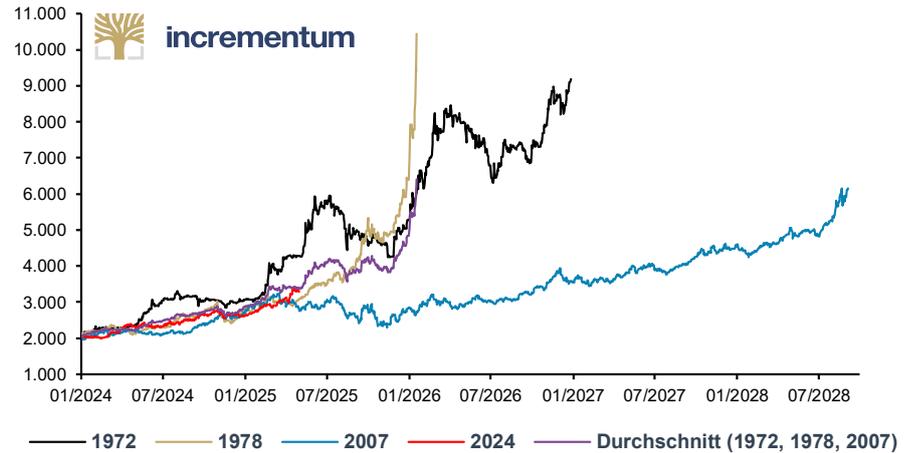
The market is not a crystal ball, but a barometer.

Charles Dow

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

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

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



Quelle: TheDailyGold, LSEG, Incrementum AG

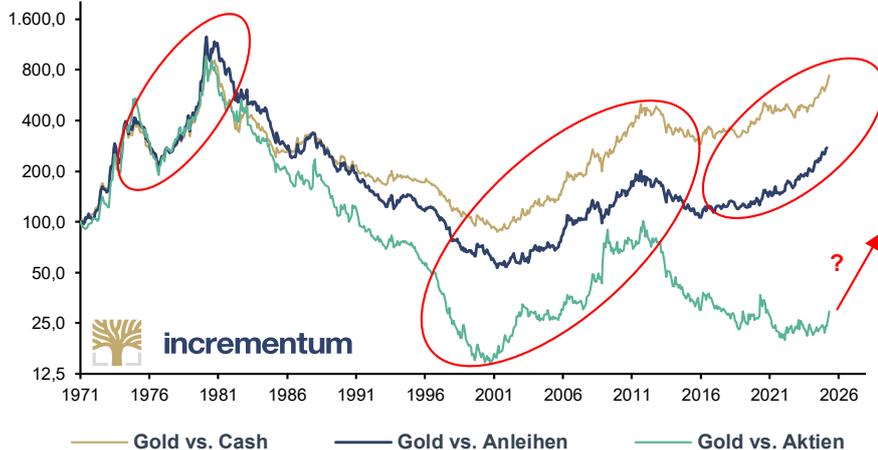
ten Investoren bei ihrer strategischen Asset-Allokation jedenfalls berücksichtigen.³

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

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

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

Gold vs. Cash (US 3M TR), Anleihen (US 10Y TR), und Aktien (S&P 500 TR) (log), 100 = 31/12/1970, 01/1971–03/2025



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

Don't argue with the tape. Relative strength is the market's voice—it always knows best.s.

Martin Pring

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

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

Für die Weltwirtschaft von immanenter Bedeutung ist Trumps Ansinnen, die US-Wirtschaft grundlegend zu reformieren.

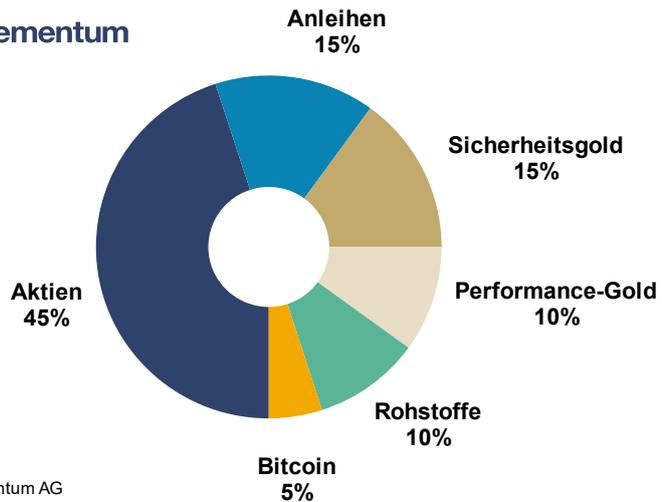
Der fulminante Wahlsieg, die Mehrheiten im Senat und Repräsentantenhaus sowie ein republikanisch dominierter Supreme Court verleihen Trump enorme politische Macht. Trotz aller Schwierigkeiten bei der Interpretation der Strategie lassen sich drei fundamentale Trends identifizieren, die gestoppt bzw. umgekehrt werden sollen:

- die stetig fortschreitende staatliche Überschuldung,
- die chronischen Handelsbilanzdefizite und die damit verbundene De-

Das neue 60/40-Portfolio: Subkategorien



incrementum



Quelle: Incrementum AG

- Industrialisierung der USA,
- die Gefährdung des Reservewährungsstatus des US-Dollars durch die De-dollarization.

Defizite, DOGE & Detox: Die USA auf Sparkurs?

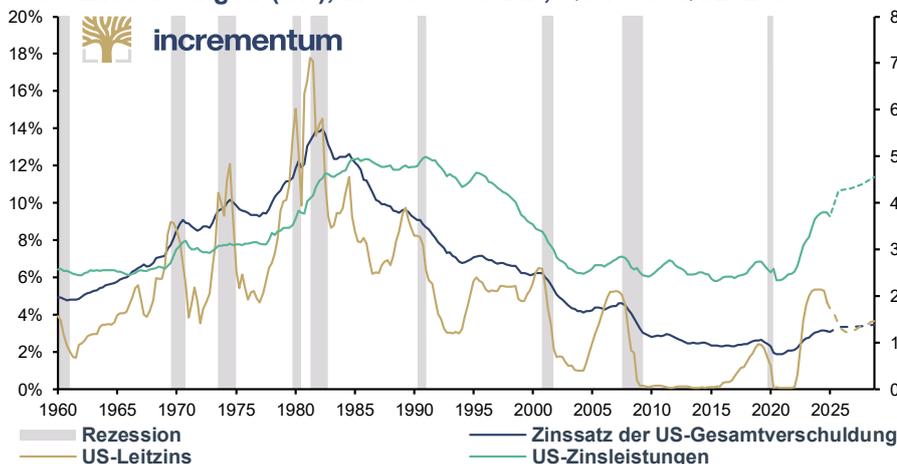
Wenn man Trumps Worten glauben kann, dann hat der selbsternannte *King of debt* – zumindest verbal – abgedankt.

Die stabilitätsgefährdende Dynamik bei den Staatsschulden, die wir in den vergangenen In Gold We Trust-Reports regelmäßig aufgezeigt hatten, ist im Mainstream angekommen und steht nun im Fokus der Trump-Administration. Kaum etwas veranschaulicht diese Verschuldungssitua-

tion besser als die Tatsache, dass die USA mit über 1 Bill. USD jährlich mittlerweile mehr Zinsen für ihre Staatsschuld aufzuwenden haben, als sie für ihren durchaus großzügig dotierten Verteidigungshaushalt ausgeben.

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

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



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

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

Michael Burry

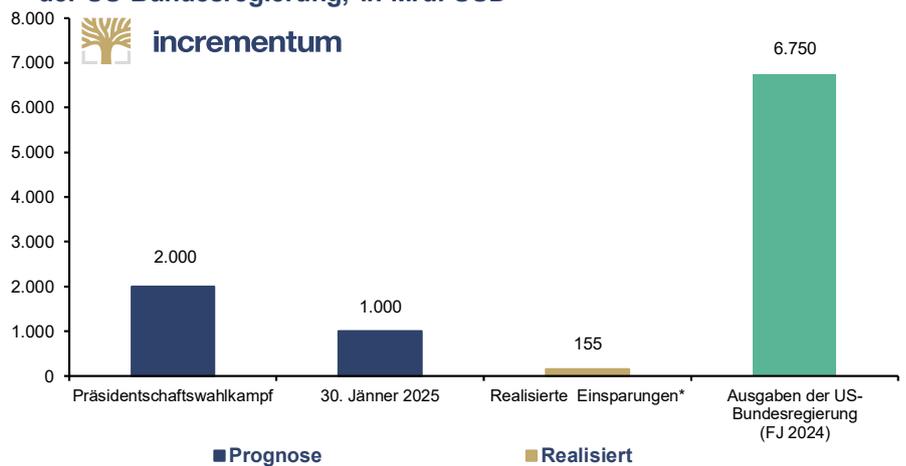
Einsparpotenzial von 155 Mrd. USD. Dass DOGE-Aktivitäten die Überschuldungspirale nachhaltig stoppen, erscheint aktuell zweifelhaft.

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

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

Gemäß GDPNow hält die Detox-Rezes-

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



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

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

Sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, würde der Druck auf die Federal Reserve, die Geldpolitik aggressiver zu lockern, erheblich steigen. Wir erwarten daher Zinssenkungen, die über das hinaus-

gehen, was derzeit vom Markt eingepreist wird. Der folgende Chart zeigt: In den 24 Monaten nach der ersten Zinssenkung verzeichnete der Goldpreis in der Regel kräftigen Rückenwind. Besonders vorteilhaft für den Goldpreis sind große Zinsschritte von 50 Basispunkten oder mehr bzw. rasch aufeinanderfolgende Zinssenkungen.

Zur Verringerung der Schuldenlast möchten sich die USA abseits von operativen Einsparungen auch unkonventioneller Methoden bedienen. Mögliche Playbooks haben die beiden Vordenker Zoltan Pozsar⁶ und Stephen Miran formuliert. Letzterer hat in „A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System“

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



Quelle: LSEG, Incrementum AG

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

Ray Dalio

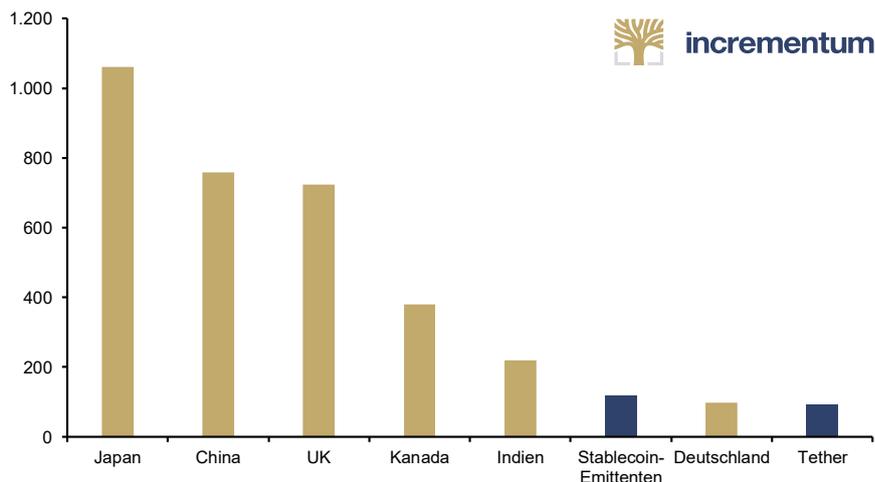
ausgeführt, wie Verbündete der USA dazu gebracht werden sollen, ultra-langfristige Anleihen mit einer Laufzeit von 50 oder sogar von 100 Jahren zu zeichnen, während die Federal Reserve gleichzeitig USD-Swap-Linien zur Sicherung der Liquidität im Eurodollar-System⁷ bereitstellt⁸.

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

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

Diese Strategie ist nicht nur ideologisch begründet, sondern folgt auch einem finanzstrategischen Kalkül: Stablecoin-Emittenten wie Tether und Circle gehören mittlerweile zu den größten Käufern von

Auswahl bedeutender US-Staatsanleihen-Gläubiger, 12/2024



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

US-Staatsanleihen. Insgesamt haben Stablecoin-Emittenten über 120 Mrd. USD an US-Treasuries in ihren Büchern, Tendenz stark steigend.

Industriepolitik durch Handelspolitik: Die Rückkehr des Industriestandorts USA?

Ein weiterer Bestandteil der wirtschaftlichen Neuausrichtung ist die Reform der Handelsbeziehungen. Für Präsident Trump ist das hohe strukturelle Leistungsbilanzdefizit ein Beleg für die Ausbeutung der USA durch den Rest der Welt. Groß inszenierte er am 2. April den *Liberation Day*, an dem die neue Zollpolitik der USA bekannt-

gegeben wurde. Ersten Berechnungen zufolge liegt der durchschnittliche US-Zoll bei fast 30% und damit deutlich höher als in der Zwischenkriegszeit mit knapp 20% infolge des *Smoot-Hawley-Tariff-Act* im Jahre 1930.

Damals reagierte die Welt mit Vergeltungszöllen. Der Welthandel kollabierte und verschlimmerte die schwerwiegenden Folgen des Börsencrashes von 1929. Zwischen 1929 und 1933 sanken die US-Importe um 66% und die Exporte um 61%. Und auch gegenwärtig antworteten China und die EU mit Vergeltungszöllen, worauf die USA mit einer weiteren Erhöhung der Zölle reagierten. Zwischenzeitlich verschärfte sich der Handelskonflikt mit

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

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

Quelle: Ruffer, LSEG, Incrementum AG

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

Donald Trump

China, doch mittlerweile herrscht allgemein eine 90-tägige „Waffenruhe“, die für Verhandlungen genutzt werden soll. Ob in 90 Tagen tatsächlich dutzende Handelsabkommen verhandelt werden können, ist angesichts **der bisherigen durchschnittlichen Verhandlungsdauer von 18 Monaten für Handelsverträge** unwahrscheinlich.

All diese Maßnahmen haben jedenfalls kurz- und mittelfristig eine negative Wirkung auf das US-BIP-Wachstum.

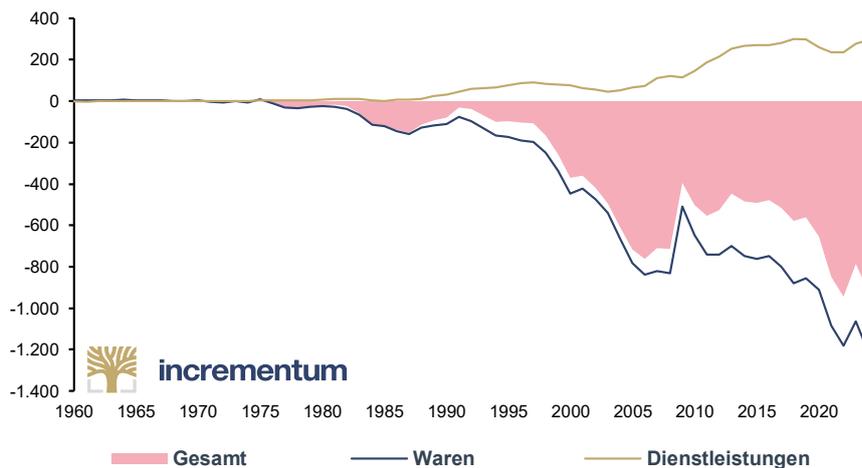
Präsident Trump hofft, mit diesen Initiativen die Re-Industrialisierung der USA zu forcieren. Maßgeblich dazu beitragen soll eine Abwertung des US-Dollars. Gleichzeitig soll jedoch die Stellung des US-Dollars als unangefochtene globale Leit-, Handels- und Reservewährung sichergestellt werden. Mehrfach drohte Trump Staaten, die den US-Dollar als Handelswährung ersetzen wollen, mit drastischen Zöllen von 100%.

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

Re-Dollarisierung oder De-Dollarisierung?

Was die Pläne hinsichtlich der künftigen Bedeutung des US-Dollars angeht, ist noch vieles ungewiss. In Anlehnung an die beiden Währungsabkommen in den 1980er-Jahren⁹ zirkuliert unter dem Begriff *Mara-Lago-Akkord* der Plan, den US-Dollar gegenüber anderen führenden Währungen deutlich abzuwerten. Trump und sein Team sind der – ökonomisch diskussionswürdigen – Auffassung, dass der überbewertete US-Dollar ein wesentlicher Grund für die Deindustrialisierung der USA sei.

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



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Incrementum AG

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

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

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

Fluch ist der Status deswegen, weil ein permanentes Leistungsbilanzdefizit die Deindustrialisierung begünstigt und langfristig das Vertrauen in die Leitwährung unter-

gräbt. Das globale Finanzsystem verlangt nach immer mehr US-Dollar-Liquidität, während zugleich die Basis für seine Stabilität erodiert.

Welche Möglichkeiten bestehen zur Lösung des Triffin-Dilemmas?

- **Multipolare Reserveordnung (Euro, Yuan etc.):** Dieser Ansatz löst das Paradoxon nicht, verteilt den Druck aber auf mehrere Währungen. Weiterhin wäre es erforderlich, dass mehrere Länder chronische Leistungsbilanzdefizite aufweisen, sofern sie eine Aufwertung ihrer Währung vermeiden wollen.

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

Jacques Rueff

Any country issuing the global reserve currency must run a deficit. That's the price of power. The world needs more dollars than the US can earn from exports alone, so the US prints them, and voilà, its biggest export isn't tech or oil, but money itself.

The Macro Butler

- **Supranationale Reservewährung (z. B. Sonderziehungsrechte):** Einen derartigen Vorschlag unterbreitete schon John M. Keynes im Zuge der Neuordnung der globalen Währungsordnung unter dem Namen Bancor. Dieser Zugang macht die Versorgung globaler Liquidität unabhängig vom Leistungsbilanzdefizit des Landes mit der Weltleitwährung. Die Umsetzung bedarf einer engen globalen Kooperation.
- **Neutrales Reserve-Asset:** Nachhaltig auflösen lässt sich das Paradoxon nur durch den Einsatz von neutralen Reserve-Assets wie Gold oder Bitcoin. Entscheidend ist, dass die Assets nicht inflationierbar sind, kein Gegenparteienrisiko haben und eine entsprechende Markttiefe aufweisen. Dies trifft aktuell ausschließlich auf Gold zu.

Es ist uns wichtig, zu betonen, dass die

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

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

Wirtschaftsliberale Kritiker von Trumps Zollpolitik argumentieren, dass das massiv angewachsene Budgetdefizit die eigentliche Ursache der wirtschaftlichen Ungleichge-

wichte sei. Zölle seien lediglich eine Symptombekämpfung mit potenziell gravierenden negativen Nebenwirkungen. Einigkeit scheint darüber zu herrschen, dass es strukturelle Verwerfungen gibt, womit sich die Frage nach einem Währungs-Reset stellt.¹⁰

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

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

Zudem ist eine starke Währung Aus-

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

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

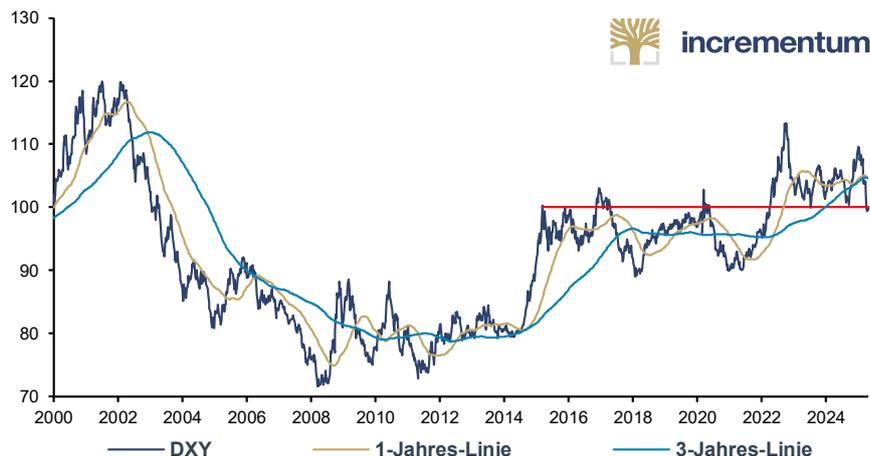
Quelle: treasury.gov, Federal Reserve St. Louis, LSEG (per 30/04/2025), Incrementum AG

My philosophy, Mr. President, is that all foreigners are out to screw us and it's our job to screw them first.

Treasury Secretary John Connally zu Richard Nixon

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

DXY, 01/2000–04/2025



All diese Entwicklungen – von der unklaren Ausrichtung der US-Dollar-Strategie über das ungelöste Triffin-Paradoxon bis hin zu möglichen Währungsabwertungen – sorgen für erhebliche Unsicherheit.

Das ist eine weitere Parallelität zum Nixon-Schock 1971, als ein bestehendes Weltwährungssystem von einem Augenblick zum anderen Geschichte war und sich erst über Jahre hinweg das neue System der flexiblen Wechselkurse etablierte. Vertrauen ist die zentrale Währung im (internationalen) Wirtschaftsverkehr und entscheidend für den Erfolg der Standortpolitik eines Landes. Die Kosten, die eine Vertrauenserosion verursacht, können nicht überschätzt werden.¹¹ Gold erwies sich im Frühling – ein-

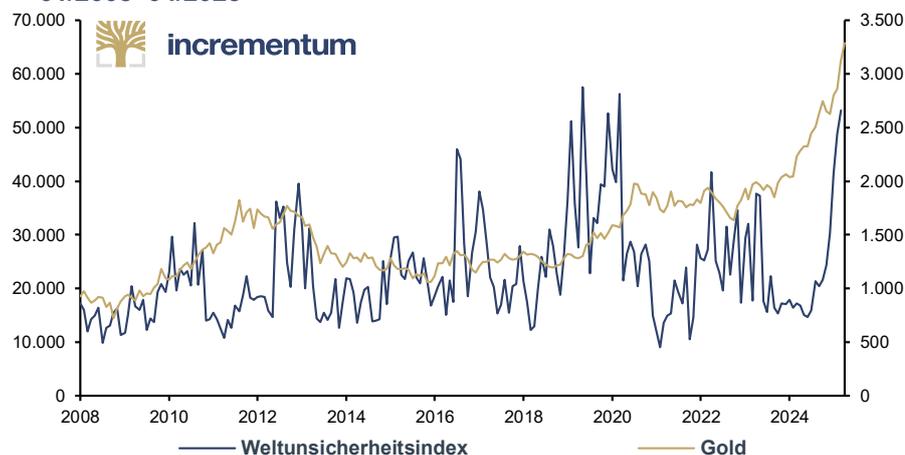
mal mehr – als verlässliche Absicherung in Zeiten geopolitischer und ökonomischer Verwerfungen. **Gold bleibt, was es immer war: ein stabiler Anker.**

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

Meanwhile in Europe: Der monetäre Klimawandel beschleunigt sich

Während aus Washington ungewohnte

Weltunsicherheitsindex (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2008–04/2025



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

Nassim Taleb

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

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

Gold/DE 10Y TR-Ratio, 01/1970–04/2025



Quelle: Gavekal Research, LSEG, Incrementum AG

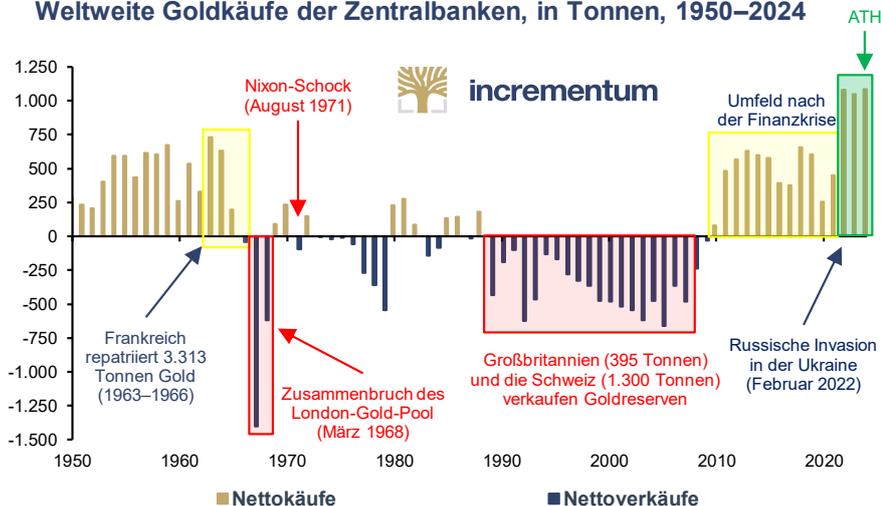
Deutsche Bundesanleihen, welche im Euroraum als ultimative, „risikolose Anlage“ gelten, haben auf die Kehrtwende spürbar reagiert. Die Renditen deutscher Bundesanleihen verzeichneten nach der Verkündung der Einigung die größte Tagesbewegung der letzten 35 Jahre. Problematisch für viele deutlich höher verschuldete Staaten wie Frankreich und Italien: Mit dem steigenden Grundwasserspiegel zogen auch deren Anleiherenditen deutlich an.

Über ein halbes Jahrhundert lang waren sich internationale Marktteilnehmer sicher, dass Deutsche Bundesanleihen de facto kein Gegenparteirisiko aufweisen. Besonders während der Phase der *Great Moderation* – entwickelten sich Bundes-

anleihen besser als Gold. Dieses Verhältnis begann sich ab 2002 schrittweise zu verändern. Seit 2020 verstärkt sich der Trend zugunsten von Gold. **Neben der bestehenden Gefahr einer erneuten Inflationswelle tritt mit dem Ableben der schwäbischen Hausfrau ein weiteres Thema in den Vordergrund: das Gegenparteirisiko.** Dieses könnte mittelfristig – erstmals seit langer Zeit – wieder als Risikofaktor in der Staatsanleihenbewertung wahrgenommen werden.

Louis-Vincent Gave argumentiert, dass deutsche und US-Bonds über eine Generation hinweg die All-Star-Anlageklasse waren. Dieser All-Star hat nun ausgedient, und viele institutionelle Portfolios befinden

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950–2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Scoring three goals is just Zlatan being Zlatan.

Zlatan Ibrahimovic

sich in derselben Misere wie die französische Fußballnationalmannschaft ohne Zinedine Zidane. Ein neuer Unterschiedsspieler, um den das restliche Team gebaut wird, muss gefunden werden. Gold hat sich bereits aufgewärmt und wartet, ähnlich wie ein junger Kylian Mbappe, auf die Einwechslung, denn es könnte diese Rolle mühelos einnehmen.

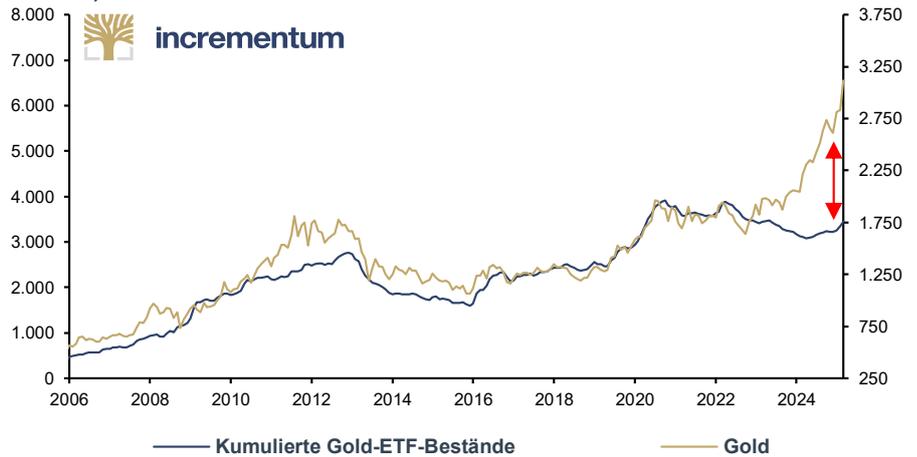
Das neue Gold-Playbook – gestützt vom Trump-Schock

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

So ist ein wesentlicher Eckpfeiler des Big Longs die anhaltend starke physische Nachfrage der Notenbanken. Bereits seit 2009 treten sie als Nettokäufer am Goldmarkt auf. Diese Entwicklung beschleunigte sich seit der Konfiszierung der russischen Währungsreserven Ende Februar 2022 noch einmal deutlich. Drei Jahre in Folge erhöhten Zentralbanken ihre Goldreserven um jeweils mehr als 1.000 Tonnen und erzielten damit einen Hattrick der besonderen Art.

Den Löwenanteil dieser Käufe tätigten erneut asiatische Zentralbanken. Be-

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



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

merkenswert ist jedoch, dass mit Polen 2024 ein europäischer Staat die Spitzenposition einnahm. Diese geopolitisch motivierte Re-Allokation in Richtung Gold steht exemplarisch für ein wachsendes Misstrauen gegenüber dem bestehenden westlichen Finanzsystem, aber auch die sukzessive Zunahme der wirtschaftlichen Bedeutung der Emerging Markets.

Und es sind nicht mehr nur die Zentralbanken, die auf Gold setzen, sondern auch die westlichen Finanzinvestoren, die sich nach einer längeren Abstinenz wieder vermehrt nach Investitionsmöglichkeiten im Edelmetallbereich umsehen. 2024 zog die ETF-Nachfrage im Jahresverlauf an, mit Ausnahme Europas,

das erst in Q1/2025 auf die Käuferseite zurückkehrte. Die kräftigen Zuflüsse in Nordamerika zeigen, dass es erste Anzeichen einer Gold-FOMO gibt. Die Investmentnachfrage der Gold-ETFs könnte ein wesentlicher Treibstoff für eine Fortsetzung der Gold-Hausse darstellen.

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

Anzahl der Artikel: Gold (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2016–04/2025



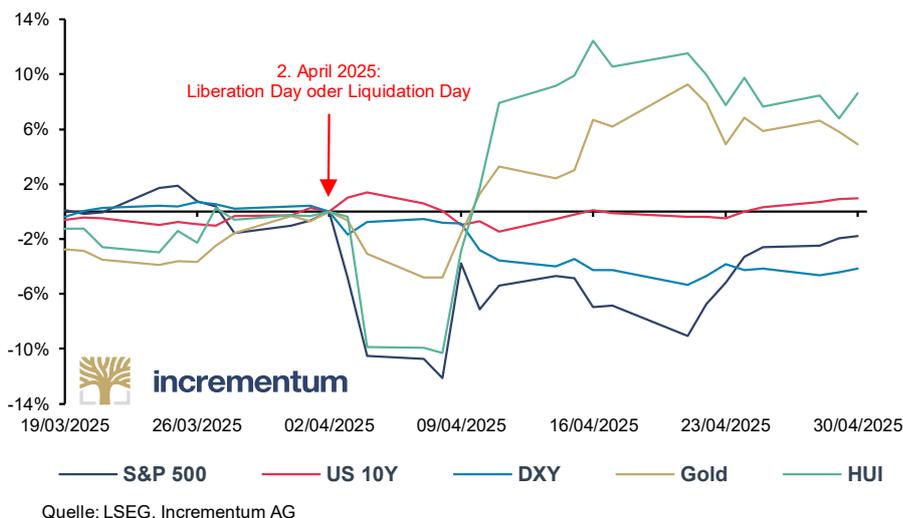
Quelle: World Gold Council, Bloomberg, LSEG, Incrementum AG

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

Gerald McMillan

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

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



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

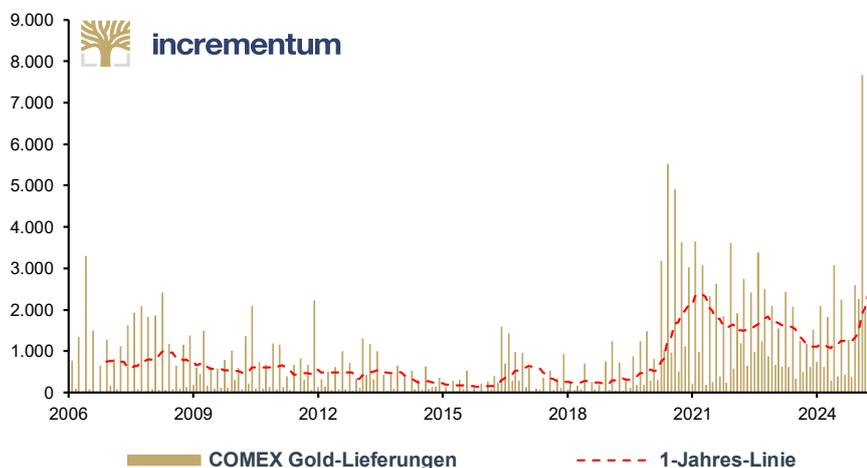
Ein weiteres klares Zeichen schwindenden Vertrauens ist die steigende Nachfrage nach physischem Gold – besonders bei langfristig orientierten Investoren, die *Sicherheitsgold* suchen. Seit 2020 häufen sich physische Auslieferungen von Terminbörsen, mutmaßlich getrieben von Family Offices, vermögenden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

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

Gold, der neue Outperformer im Portfolio?

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

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



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

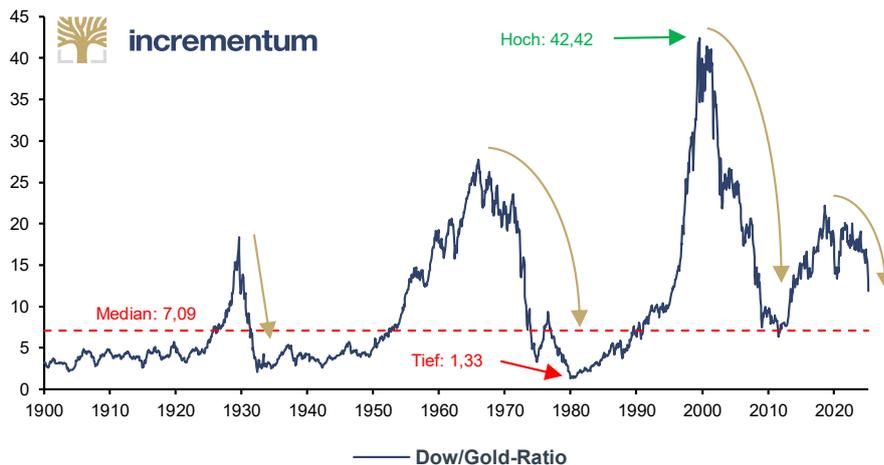
Zoltan Pozsar

von 7,09 – ein Hinweis darauf, dass Gold im Vergleich zu US-Aktien nach wie vor attraktiv bewertet ist.

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

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

Dow/Gold-Ratio, 01/1900–04/2025



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

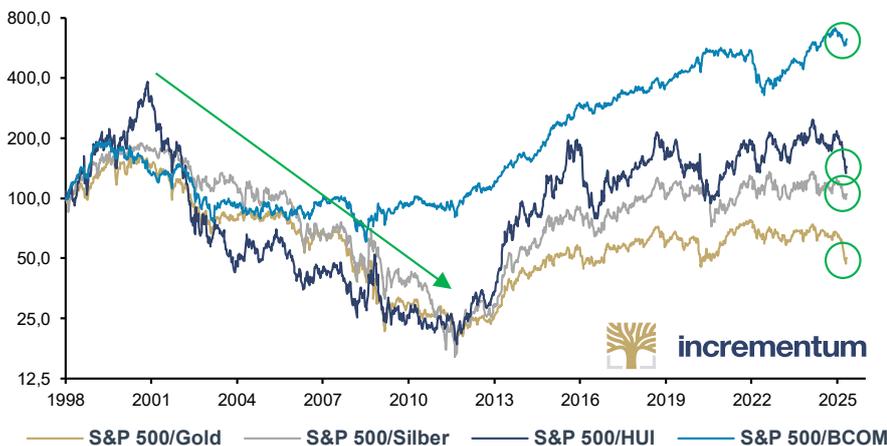
Herzlichen Dank!

Der *In Gold We Trust*-Report strebt Jahr für Jahr danach, seinem Ruf als „Goldstandard der Goldstudien“ gerecht zu werden. Unser Ziel ist stets, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu verfassen. Wie Mark Baum¹² in seiner Kritik am Finanzsektor anprangernd feststellte: „Niemand achtet auf Details.“ Genau diese Details sind es aber, die zählen, und genau das ist die Mission des *In Gold We Trust*-Reports, Ihnen, geschätzte Leser, die entscheidenden Details des Goldmarktes näherzubringen.

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

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

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



Quelle: LSEG, Incrementum AG

The Golden Rule of Negotiating and Success: He who has the Gold makes the rules. Thank You!

Donald Trump

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

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

Besonderer Dank gilt unseren Premium-Partnern¹³. 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.



Mit herzlichen Grüßen aus Liechtenstein,

Ronald-Peter Stöferle (re.) und Mark J. Valek (li.)

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 Orientierungshilfe zum Thema Gold auf den insgesamt mehr als 460 Seiten des *In Gold We Trust*-Reports 2025 präsentieren.

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

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

Rick Rubin

Endnoten

- 1 Siehe „*Quo vadis, aurum?*“, *In Gold We Trust*-Report 2020; ein umfassendes Update des Incrementum Goldpreismodells nehmen wir in Kapitel „1970er, 2000er, 2020er ...: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt“ in diesem *In Gold We Trust*-Report vor
- 2 Alle bisherigen 18 Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie in unserem [Archiv](#).
- 3 Unsere Überlegungen zur optimalen Goldallokation finden Sie in „*The Optimal Gold Allocation: How Much Gold Does Your Portfolio Need?*“, *In Gold We Trust*-Spezial, August 2024.
- 4 Siehe Kapitel „*Minenaktien: Ist nun die Zeit für Performance-Gold gekommen?*“ in diesem *In Gold We Trust*-Report, in dem das *Incrementum Active Aurum*-Signal vorgestellt wird. Dieses proprietäre Signal unterstützt die Gewichtungen des *Incrementum Active Gold Fund*.
- 5 Siehe das *Incrementum* Rezessionsphasen-Modell in „*Der geldpolitische Showdown*“, *In Gold We Trust*-Report 2023 sowie „*Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen*“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 6 Siehe „*Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order*“, *In Gold We Trust*-Report 2023
- 7 Siehe „*Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandeln*“, *In Gold We Trust*-Report 2021
- 8 Siehe Stöferle, Ronald (@RonStoeflerle): „*THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System*“ ist wahrscheinlich das wichtigste Papier, von dem Sie noch nie gehört haben!...“, X, März 2025
- 9 Siehe „*Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?*“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 10 Siehe Kapitel „*Dollar-Milkshake trifft auf Goldenen Anker: Mar-a-Lago und die neue Weltwirtschaftsordnung*“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
- 11 Siehe „*Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion*“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 12 Mark Baum ist eine fiktive Figur aus dem Film *The Big Short* (2015), die auf dem realen Investor Steve Eisman basiert.
- 13 Am Ende finden Sie eine Übersicht über unsere *Premium-Partner*, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

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



In Gold We Trust[®] Report

2025

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2025 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst 24 Kapitel und kann kostenfrei unter ingoldwetrust.report heruntergeladen werden.



Die Druckversion des *In Gold We Trust*-Reports 2025 ist im *In Gold We Trust*-Shop [hier](#) erhältlich.



incrementum

In **Gold** We Trust[®]
Report

Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



In Gold We Trust-Report 2025
ingoldwetrust.report/download/46283



**In Gold We Trust-Report 2025
Compact Version**
ingoldwetrust.report/download/46284



In Gold We Trust-Chartbook
ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118



Monthly-Gold-Kompass
ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass

In Gold We Trust-Nuggets
ingoldwetrust.report/igwt-nuggets

In Gold We Trust-Classics
ingoldwetrust.report/igwt-classics



In Gold We Trust-Archiv
ingoldwetrust.report/archiv



LinkedIn
linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report



Youtube
youtube.com/c/InGoldWeTrust



X
x.com/igwtreport



Newsletter
incrementum.li/newsletter

DE EN ES 中文 日本語

Der Goldstandard aller Goldstudien

Quo vadis, aurum?

I could see in the next few years that we are going to have to have some kind of a grand global economic reordering—something equivalent to a new Bretton Woods. Or, if you want to look further back, something akin to the steel agreements or even the Treaty of Versailles. There's a very good chance we'll need this within the next four years, and I'd like to be a part of it.

Scott Bessent

GOLD: Der GOAT im Portfolio

„Talent gewinnt Spiele, aber Teamwork und Intelligenz gewinnen Meisterschaften.“ Michael Jordans Worte wurden zur DNA der Chicago Bulls in den 1990er-Jahren. Statt überstürzter Veränderungen nach schmerzlichen Rückschlägen – sechs Mal scheiterten die Bulls in den Play-offs und wurden durch die „Bad Boys“ der Detroit Pistons mitunter gedemütigt – setzte das Management auf **strategische Geduld**, kompromisslosen Teamgeist unter der Federführung von Phil Jackson und eine klare Vision. So wurden die Bulls zum besten Team einer ganzen NBA-Generation mit sechs Meisterschaftstiteln in nur acht Jahren, einer Finals-Siegquote von 87,5% und der ikonischen Rekordsaison 1995/96 mit 72 Siegen und nur 10 Niederlagen in der regulären Saison. Diese Ära bewies eindrucksvoll, wie sich individuelles Talent in nachhaltige kollektive Dominanz übersetzen lässt.

Exzellenz verlangt Mut – insbesondere den Mut, Positionen einzunehmen, die als unorthodox oder antizyklisch gelten. Dazu gehört, eine Investition in Gold zu wagen und an dieser festzuhalten, wenn Gold gerade unpopulär ist. Oder in *Performance-Gold* wie Silber, Minengesellschaften oder Rohstoffe zu investieren, wenn diese vom Markt als strukturelle Underperformer abgestempelt werden. **Dies gilt insbesondere im Westen, wo professionelle Investoren seit Jahrzehnten eine tief verwurzelte Anti-Gold-Haltung an den Tag legen.**

Ob man nun als nonkonformistisch belächelt wird oder nicht, langfristig kann es sich als riskanter erweisen, auf Gold zu verzichten, als auf Gold zu setzen. Wer Sicherheitsgold hält, ist gut positioniert für jene grundlegenden Marktveränderungen, die wir in den vergangenen Jahren und auch dieses Jahr detailliert in unseren *In Gold We Trust-Reporten* beschrieben haben. Risikofreudigere Investoren haben mit Performance-Gold unserer

Meinung nach weiterhin die Möglichkeit, überproportional zu profitieren.

Gold wird am Ende dieser Dekade vielleicht nicht mehr als Relikt vergangener Zeiten gelten, sondern als das, was es sein kann: der Michael Jordan unter den Vermögenswerten. Defensiv stabil und offensiv durchschlagskräftig – ein echter Unterschiedsspieler. **Wer diesen GOAT, den Größten aller Zeiten, im Portfolio hat, ist bereit für die Play-offs an den Finanzmärkten.**

Was bedeutet diese langfristige Einstellung nun konkret? Welche Leitlinien muss ein langfristig orientierter Investor in seinen täglichen Entscheidungen beachten, um das *Big Picture* zu verstehen? Der *Big Long* für Gold beruht auf mehreren fundamentalen politischen, ökonomischen und gesellschaftlichen Veränderungen.

The Big Realignment: Gold als Profiteur der geopolitischen Neuordnung

Aktuell deutet vieles darauf hin, dass sich die geopolitische Neuordnung beschleunigt. Die Debatte um eine neue Weltwährungsordnung hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „*Bretton Woods III*“ bereits 2022 vor dem Hintergrund des gerade erst ausgebrochenen Ukraine-Kriegs und der kurz darauf beschlossenen Sanktionierung der russischen Währungsreserven auf ein neues Niveau gehoben. Seine Ausführungen schloss er mit folgender Prognose: „*From the Bretton Woods era backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money (Treasuries with unhedgeable confiscation risks), to Bretton Woods III backed by outside money (gold bullion and other commodities)*.“¹ Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir uns unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung befinden, steht für uns außer Frage. **Für staatliche Akteure wie Notenbanken und Staatsfonds wird Gold immer mehr zu einer monetären Lebensversicherung.**

Eine neue Weltwährungsordnung wird einen international anerkannten Vertrauensanker benötigen. Dafür scheint Gold aus mehreren Gründen prädestiniert zu sein:

- **Gold ist neutral**

Gold gehört keinem Staat, keiner politischen Partei, keinem Autokraten, keinem Parlament; Gold kann damit das verbindende Element in einer wesentlich brüchiger gewordenen, multipolaren Welt sein.

- **Gold hat kein Gegenparteirisiko**

Finanzielle Vermögenswerte haben ein Gegenparteirisiko, Gold dagegen nicht. Es ist reines Eigentum. Das Risiko der Konfiskation ist für Staaten durch die Lagerung des Goldes innerhalb der Staatsgrenzen einfach zu lösen. Es ist Eigentum. Das Risiko der Konfiskation ist für Staaten durch die Lagerung des Goldes innerhalb der Staatsgrenzen einfach zu lösen.

- **Gold ist liquide**

Gold zählt zu den liquidesten Vermögenswerten weltweit. Es kann somit im Fall der Fälle rasch ohne Abschlag veräußert werden. Der durchschnittliche Tagesumsatz von Gold betrug 2024 **mehr als 229 Mrd. USD.** Die LBMA hat in einer Studie gezeigt, dass Gold teilweise über eine höhere Liquidität verfügt als Staatsanleihen.

Die Renaissance von Gold manifestiert sich u. a. in der schrittweisen Liberalisierung der Goldbewertung durch einige Schwellenländer – angeführt von China.

Dies könnte langfristig zu einer Neubewertung des Goldpreises führen, insbesondere falls Zentralbanken ihre Währungen wieder teilweise (implizit oder sogar explizit) mit Gold unterlegen sollten. Noch vor kurzem galten derartige Szenarien als randständig; inzwischen werden sie auch im wirtschaftspolitischen Mainstream diskutiert.

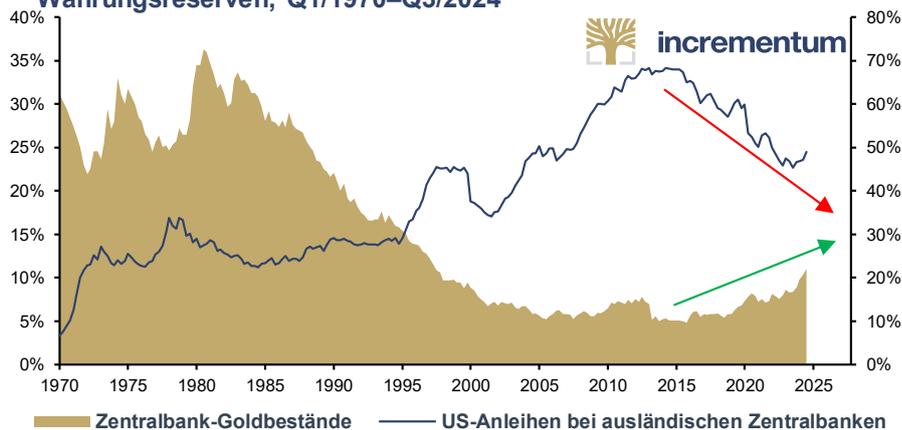
Laut World Gold Council (WGC) beliefen sich die globalen Goldreserven im Februar 2025 auf 36.252 t. **Damit ist der von uns prognostizierte Heel-Turn ein-**

deutig im Gange: 2024 erreichte der Anteil von Gold an den Währungsreserven mit 22% den höchsten Stand seit 1997. Das entspricht mehr als einer Verdopplung gegenüber dem Tiefpunkt von rund 9% im Jahr 2016. Bis zu den historischen Spitzenwerten von über 70% aus dem Jahr 1980 bleibt jedoch noch ein weiter Weg. Diese Dynamik dürfte sich im Zuge des *Big Longs* fortsetzen.

Trotz markanter Zukäufe halten die Zentralbanken in den Schwellenländern im Vergleich zu ihren Pendanten in den Industriestaaten weiterhin deutlich weniger Gold. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Abstand sukzessive verringern wird. **Die Zentralbanknachfrage der politisch selbstbewusster werdenden Emerging Markets sollte auch in den nächsten Jahren das Rückgrat der Goldnachfrage bilden.**

Auffallend ist der weiterhin geringe Anteil von Gold an Chinas Währungsreserven. Trotz erheblicher Zukäufe in den vergangenen Jahren liegt der offizielle Anteil lediglich bei 6,5%. Zum Vergleich: In den USA, Deutschland, Frankreich und Italien macht Gold jeweils über 70% der Reserven aus. Russland wiederum steigerte seinen Anteil zwischen 2014 und Q1/2025 von 8 auf 34%. Auch die seit Jahren beobachtbare Tendenz zur Repatriierung der Goldreserven dürfte sich als Ausdruck des zunehmenden Misstrauens zwischen den Staaten fortsetzen.²

US-Anleihen bei ausländischen Zentralbanken (lhs), in % der gesamten Anleihen, und Zentralbank-Goldbestände (rhs), in % der Währungsreserven, Q1/1970–Q3/2024



Quelle: Crescat Capital, Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG

In der lesenswerten Studie „*Gold: Raising Our End-2025 Forecast to \$3,300; Top 10 Questions*“ geht Goldman Sachs davon aus, dass China weiter im Schnitt etwa 40 t Gold pro Monat kaufen wird. Damit würde allein die Zentralbanknachfrage von China pro Jahr fast 500 t betragen. Das entspricht knapp der Hälfte der gesamten Zentralbanknachfrage der vergangenen drei Jahre.

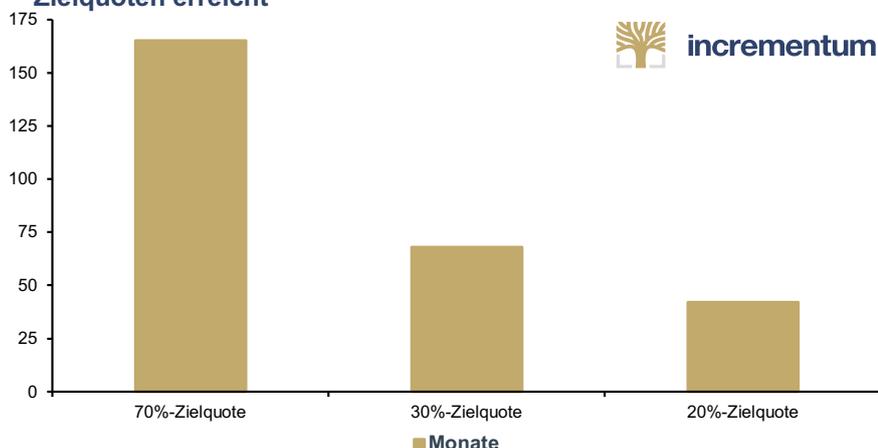
Doch ist den offiziellen Zahlen zu trauen? Schließlich ist China schon seit Jahren größter Importeur, Konsument und Produzent von Gold. Laut Jan Nieuwenhuijs hat die PBoC etwa das Fünffache der gemeldeten Menge gekauft. Über verschiedene Indizien wie z. B. Abweichungen in der chinesischen Marktbilanz schätzt

Nieuwenhuijs, dass die PBoC mittlerweile rund 5.000 Tonnen Gold halten dürfte. Damit läge China hinter den USA, aber noch vor Deutschland an der zweiten Stelle der Länder mit den größten Goldreserven. **China hätte somit ein goldenes Ass im Ärmel, das es in Form einer Big Surprise ausspielen könnte.**

The Big Economic Cooling: Gold als Profiteur der sich abkühlenden Konjunktur

Unserer Überzeugung nach ist Gold nicht dazu gedacht, traditionelle Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen zu ersetzen, sondern sie zu ergänzen. Richtigerweise sollte man eine Gold-Position

Geschätzter Zeitrahmen bis China verschiedene Goldreserven-Zielquoten erreicht*



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, Incrementum AG
 *Unter der Annahme, dass China weiterhin ~40 Tonnen Gold pro Monat kauft. Steigende Preise erhöhen dabei zusätzlich den Wert der Bestände und beschleunigen das Erreichen der Zielallokation.

China is a sleeping giant. Let her sleep, for when she wakes up, she will move the world.

Napoleon Bonaparte

im Rahmen eines Portfolios als eine liquide, alternative Kassaposition betrachten, welche mit einem Wechselkursrisiko zu Fiat-Geld behaftet ist. Ein direkter Vergleich zwischen der Anlageklasse Gold und der Anlageklasse Aktien erinnert uns an den sprichwörtlichen Apfel-Birnen-Vergleich. Unsere Analysen zeigen: Gold wirkt in Marktkrisen wie das bewährte italienische Catenaccio mit der Zuverlässigkeit eines Giorgio Chiellini in der Abwehr und der Sicherheit eines Gianluigi Buffon im Tor. **Während andere Anlagen schwanken, stabilisiert Gold das Portfolio mit vorhersehbarer Resilienz.**³

Ein weiteres Abrutschen der Aktienmärkte wäre wohl bei einem deutlichen Abkühlen der US-Wirtschaft, erst recht beim deutlichen Abgleiten der USA in eine Rezession zu erwarten. Eine markante Abkühlung der globalen Konjunktur scheint angesichts des Handelskonflikts, der noch dazu sehr erratisch von US-Seite geführt wird, mittlerweile wahrscheinlich. Schließlich ist für Wirtschaftstreibende Unsicherheit Gift. **Der IWF hat in seiner April-Prognose** die Wachstumsaussichten bereits deutlich nach unten revidiert.

In den vergangenen 16 Jahren wurde die Welt nur einmal – im Zuge der Corona-Pandemie – in eine Rezession gestürzt. Und dabei handelte es sich um eine atypische Rezession, die durch einen

Performance des S&P 500 vs. Gold in S&P 500-Bärenmärkten, 1929–2025

Datum des Höchststandes	Datum des Tiefstandes	S&P 500	Gold	Gold relativ zum S&P 500
16.09.1929	01.06.1932	-86,19%	0,29%	86,48%
02.08.1956	22.10.1957	-21,63%	-0,11%	21,52%
12.12.1961	26.06.1962	-27,97%	-0,06%	27,91%
09.02.1966	07.10.1966	-22,18%	0,00%	22,18%
29.11.1968	26.05.1970	-36,06%	-10,50%	25,56%
11.01.1973	03.10.1974	-48,20%	137,47%	185,67%
28.11.1980	09.08.1982	-27,27%	-45,78%	-18,51%
25.08.1987	20.10.1987	-35,94%	1,38%	37,32%
16.07.1990	11.10.1990	-20,36%	6,81%	27,17%
17.07.1998	08.10.1998	-22,29%	1,71%	24,00%
24.03.2000	10.10.2002	-50,50%	11,18%	61,68%
11.10.2007	06.03.2009	-57,69%	25,61%	83,30%
21.09.2018	26.12.2018	-20,21%	5,59%	25,80%
19.02.2020	23.03.2020	-35,41%	-3,63%	31,78%
03.01.2022	10.12.2022	-25,43%	-7,08%	18,35%
19.02.2025	08.04.2025*	-18,90%	1,75%	20,65%
	Durchschnitt	-34,76%	7,79%	42,55%
	Median	-27,62%	0,84%	28,46%

Quelle: Cornerstone Macro, Bloomberg, LSEG (*Niedrigster Schlusskurs seit 19.02.2025), Incrementum AG

externen Schock ausgelöst wurde. Der überwiegende Teil der Anleger unterschätzt aktuell die reale Wahrscheinlichkeit einer erneuten Rezession sowie deren potenzielle Auswirkungen auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen und die Bewertung der Aktienmärkte. Während Ökonomen die Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA per Ende April auf etwa 50% beziffern und die Polymarket-Wetten auf 64%, spiegeln die aktuellen Bewertungen an den US-Aktienmärkten unserer Einschätzung nach ein geringeres Risiko wider. Das aktuelle KGV des S&P 500 von 27,7 bewegt sich trotz der Kursrückgänge der ver-

gangenen Wochen noch immer deutlich über dem jahrzehntelangen Durchschnitt von 16,1.

Historisch hat sich gezeigt, dass Gold in Rezessionen und in Bärenmärkten des US-Aktienmarktes ein hervorragender Portfoliobaustein war. Umfangreiche Analysen haben wir hierzu im *In Gold We Trust*-Report 2023 im Kapitel „Der geldpolitische Showdown“ vorgenommen.

The Big Wave: Baut sich die nächste Inflationswelle auf?

Weiterhin schließen wir nicht aus, dass wie in den 1970er-Jahren eine zweite Inflationswelle droht. Wenn wir den Verlauf der Inflation der 1970er-Jahre als Orientierung für den künftigen Inflationsverlauf heranziehen, so kann die Vergangenheit weiterhin eine gute Indikation für die Zukunft bieten. Die Parallelität der Entwicklungen ist jedenfalls weiterhin frappant.

In den kommenden Monaten sehen wir allerdings noch überwiegend disinflationäre Tendenzen, insbesondere wegen des markanten Rückgangs der Ölpreise. Die deutliche Aufwertung der Währungen

US-CPI, yoy, 01/1966–12/1983 (lhs), und 08/2013–07/2031 (rhs)

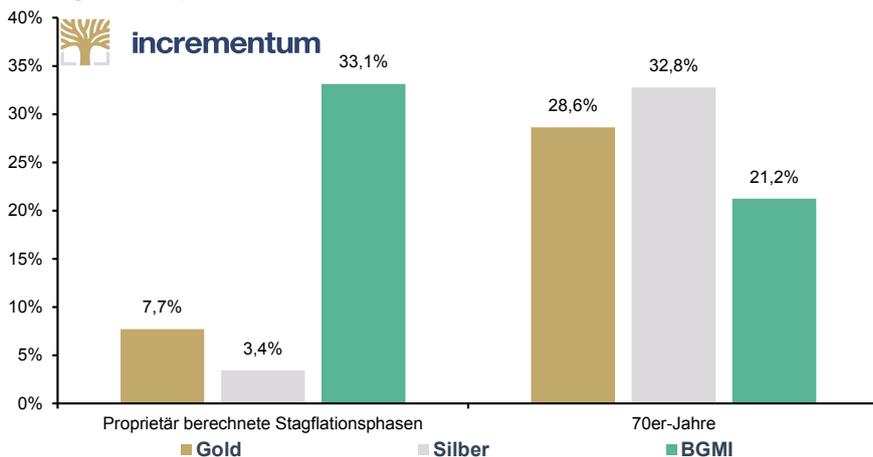


führender Industriestaaten gegenüber dem US-Dollar verstärkt den disinflationären Effekt in diesen Ländern.

Gebannt ist die Teuerungsgefahr deswegen noch nicht. Im Gegenteil: Obwohl Rezessionen, aber auch Einbrüche an den Kapitalmärkten disinflationär, mitunter sogar deflationär wirken, wird die Antwort darauf hochinflationär sein. Eine forsche Gegenreaktion der Federal Reserve scheint nur eine Frage der Zeit zu sein. **Welche Kaninchen könnten Zentralbanker und Politiker noch aus dem Hut zaubern?**

Mögliche Maßnahmen reichen von Yield Curve Control, erneutem QE bzw. QQE, finanzieller Repression und weiteren fiskalischen Stimuli bis hin zu MMT bzw. Helikoptergeld. Der Einsatz einer bzw. mehrerer dieser Instrumente ist eine ausgemachte Sache, wobei die weitere Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik unaufhaltsam voranschreiten wird. **Fest steht: Die nächsten Rettungsmaßnahmen werden zunehmend größere, aggressivere und abstrusere Züge annehmen.** Je länger und enger diese gefährliche Liebschaft zwischen Geld- und Fiskalpolitik anhält, desto größer die stagflationären Kräfte. **Unsere quantitativen Auswertungen zeigen, dass Gold, Silber und Minenaktien in einem stagflationären Umfeld eine hervorragende Performance erzielen.**⁴

Reale CAGR von Gold, Silber, und BGMI in proprietär berechneten Stagflationsperioden und 70er-Jahren, 01/1971–04/2025



Quelle: LSEG, goldchartsrus.com, Incrementum AG

Was darüber hinaus lange als akademisches Gedankenspiel galt, ist in den vergangenen Wochen plötzlich greifbarer geworden: Die Möglichkeit einer inflationären Welle durch Kapitalflucht aus dem US-Dollar. Sollte das Vertrauen in die US-Währung weiter erodieren, könnte sich ein Szenario entfalten, in dem Anleger aus dem US-Dollar in Sachwerte und alternative Reserve-Assets flüchten. Eine solche Bewegung würde die US-Importpreise beschleunigt nach oben treiben, die Inflationserwartungen anheizen und eine klassische Nachfrageinflation mit Elementen einer Währungskrise verknüpfen.

Der US-Dollar könnte in diesem Szenario seine Rolle als sicherer Hafen verlieren und somit als Brandbeschleuniger

wirken. Damit würde sich das Inflationsrisiko nicht mehr primär aus Angebotsschocks oder Lohnspiralen speisen, sondern aus dem erodierenden Vertrauen in die US-Währung selbst.

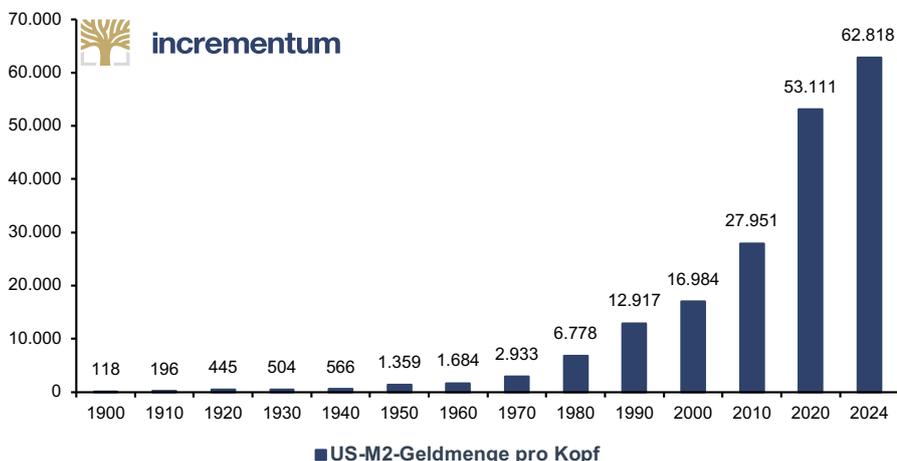
The Big Print: Gold als Profiteur der Fiat-Entwertung

Treue Leser wissen: Wir sind stets bemüht, die monetäre Funktion von Gold in den Vordergrund unserer Analysen zu stellen. Geld unterliegt denselben ökonomischen Grundprinzipien wie alle Güter: Sein Wert wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Das Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft von Geld hängt maßgeblich von der Erwartungshaltung hinsichtlich der Entwicklung des zukünftigen Geldangebotes ab.

Der Mechanismus ist klar: Steigt die Geldmenge stärker als das verfügbare Waren- und Dienstleistungsangebot, sinkt über kurz oder lang die Kaufkraft des Geldes. Dieses Grundgesetz der Ökonomie erklärt, warum Gold als natürliche Gegenposition zu ungedeckten Währungen fungiert: Das Angebot von Gold kann nicht willkürlich ausgeweitet werden.

Der Chart rechts verdeutlicht die Entwicklung eindrücklich: Während die US-Bevölkerung seit 1900 von 76 auf 342 Millionen um den Faktor 4,5 wuchs, explodierte die Geldmenge M2 von 9 Mrd. auf

US-M2-Geldmenge pro Kopf, in USD, 1900–2024



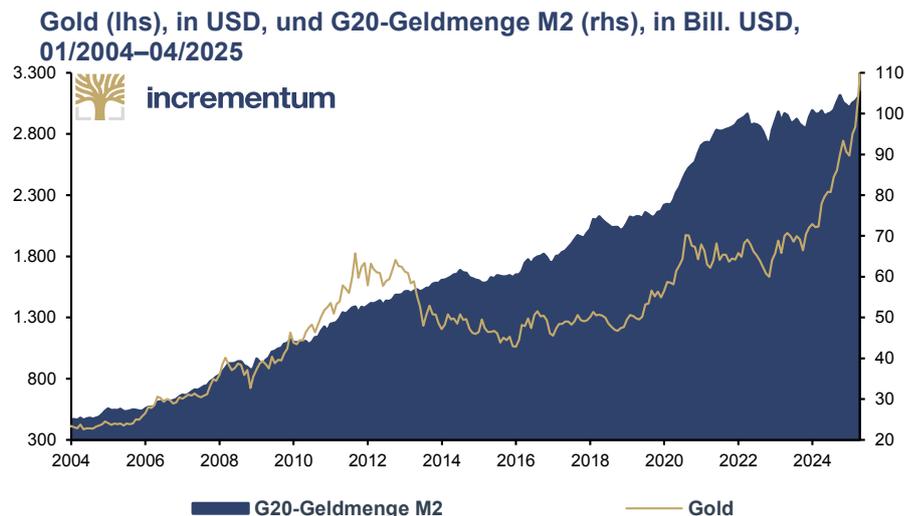
Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

21 Bill. USD um den Faktor 2.333. Pro Kopf bedeutet dies einen Anstieg um mehr als das 500-fache von 118 USD auf über 60.000 USD. Die Geldmenge hat sich somit aufgebläht wie die Muskeln eines Bodybuilders auf Steroiden – äußerlich imposant, doch mit fragiler Substanz.

Das Geldmengenwachstum ist langfristig der entscheidende Treiber des Goldpreises. Nach drei Jahren mit mitunter negativem Geldmengenwachstum legt die globale Geldmenge nun wieder rascher zu. Im langfristigen Durchschnitt ist M2 in den G20-Ländern um 7,4% pro Jahr gewachsen. Aktuell befindet sich das Geldmengenwachstum am unteren Ende der historischen Bandbreite. Dass es zu einer signifikanten Beschleunigung des Geldmengenwachstums kommen wird, ist die These unseres Freundes Larry Lepard in seinem empfehlenswerten Buch „The Big Print“. Wenn es tatsächlich zum Big Print kommt, wird dieser als zusätzlicher Katalysator für den Big Long wirken.

Der Schattengoldpreis für Gold

Im *In Gold We Trust*-Report bewahrten wir die Idee des *Schattengoldpreises (SGP)*⁵ auch in Zeiten, als die Reservfunktion von Gold so vergessen war wie viele Kultfilme der 1980er-Jahre. Doch wie *Top Gun* nach 36 Jahren findet auch Gold zunehmend zu-



Quelle: Charlie Morris, LSEG, Incrementum AG

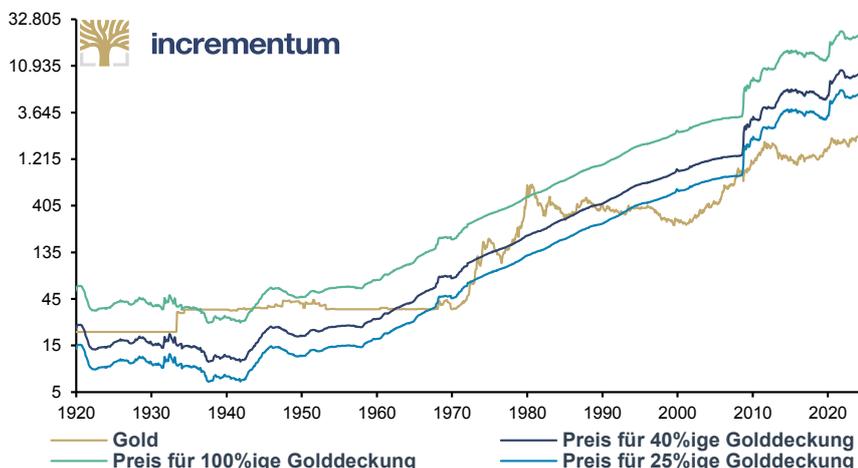
rück ins Rampenlicht. Der Schattengoldpreis bezeichnet den theoretischen Goldpreis bei einer vollständigen Golddeckung der Basisgeldmenge. **Theoretisch wäre bei Erreichen des Schattengoldpreises die Rückkehr zu einer vollgedeckten Goldwährung möglich.**

Diese Berechnungen sind keineswegs nur Gedankenspiel: Das Bretton-Woods-Abkommen kalkulierte auf diese Weise – US-Geldbasis dividiert durch US-Goldbestände – den Wechselkurs zwischen US-Dollar und Gold. Bei einem Goldpreis von 21.416 USD wäre die gesamte Geldbasis M0 des US-Dollars zu 100% mit den Goldreserven der Federal Reserve – genauer gesagt mit den zu Marktpreisen bewerteten Goldzer-

tifikaten – gedeckt. Im Euroraum wären es knapp 13.500 EUR. Würde man dieselbe Logik auf das breitere Geldmengenaggregat M2 anwenden, ergäbe sich für eine 100-prozentige Deckung beispielsweise ein Goldpreis von 82.223 USD für die USA bzw. von 29.101 CHF für die Schweiz.

Historisch betrachtet waren allerdings unterschiedliche Formen der Teildeckung die Regel. Im Federal Reserve Act von 1914 war etwa eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben. Um diese Vorgabe heutzutage zu realisieren, müsste der Goldpreis auf 8.566 USD steigen. Von 1945 bis 1971 war lediglich eine Deckung von 25% notwendig, was aktuell einem M0-Schattengoldpreis von 5.354 USD entspräche.

Goldpreis zur Deckung der Geldbasis (log), in USD, 01/1920–03/2025



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

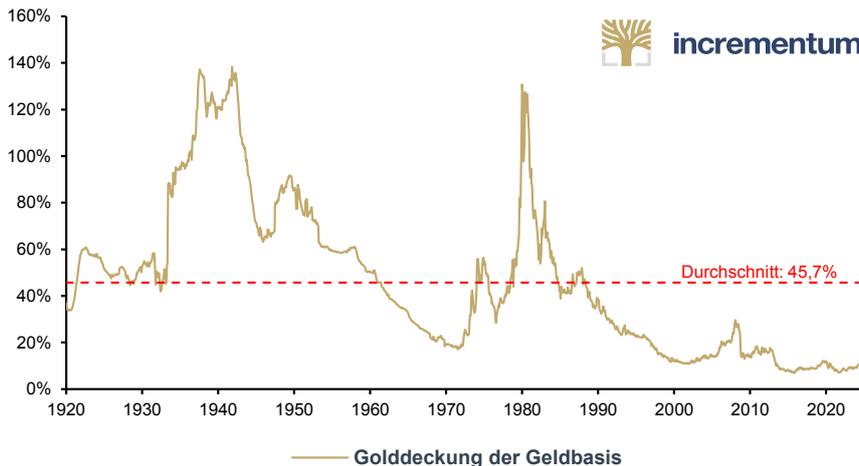
Gold and fiat are natural rivals. There is no louder alarm that a fiat currency is failing than when its value in terms of gold is going down.

Larry Lepard

Der Kehrwert des Schattengoldpreises auf Basis aktueller Marktpreise ergibt den Deckungsgrad der Geldbasis und bildet den Zustand der monetären Stabilität ab. Im Gold-Bullenmarkt der 2000er-Jahre verdreifachte sich die Golddeckung der Geldbasis von 10,8% auf 29,7%. Ein vergleichbarer Deckungsgrad heutzutage ergäbe sich erst, wenn sich der Goldpreis auf über 6.000 USD nahezu verdoppeln würde. Historisch erreichte die Golddeckung in den 1930er- und 1940er-Jahren sowie 1980 sogar Werte über 100%. Der Rekordwert von 131% aus dem Jahr 1980 entspräche gegenwärtig einem Goldpreis von rund 30.000 USD. **Aktuell liegt der Golddeckungsgrad der Geldbasis in den USA bei lediglich 14,5%. Salopp formuliert: Von jedem US-Dollar bestehen aktuell nur 14,5 Cent aus Gold, die restlichen 85,5% sind Luft.**

Der *internationale Schattengoldpreis* zeigt, wie hoch der Goldpreis sein müsste, wenn die Geldmengen (M0 oder M2) der führenden Währungsräume – USA, Eurozone, UK, Schweiz, Japan und China – entsprechend ihres Anteils am globalen BIP durch die Goldreserven der Zentralbanken gedeckt wären. Diese Betrachtung offenbart eindrucksvoll das Ausmaß der monetären Expansion: **Bei einer – zugegeben rein theoretischen – 100%-Deckung der breiten Geldmenge M2 läge der Goldpreis bei über 231.000 USD, selbst bei**

Golddeckung der Geldbasis, in %, 01/1920–03/2025



einer moderaten 25%-Deckung wären es rund 58.000 USD.

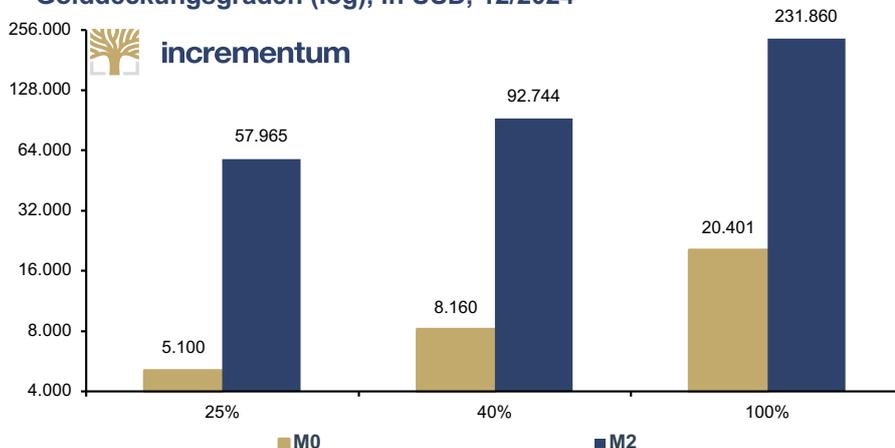
Die zuvor präsentierten Schattengoldpreise machen zweierlei sichtbar: erstens die enorme Überdehnung der heutigen Geldmengen im Verhältnis zur verfügbaren Goldmenge und zweitens das langfristige Aufwertungspotenzial von Gold, sollte es im Zuge einer Neuordnung des globalen Währungssystems tatsächlich durch eine Wiederherstellung der Goldeinlösungsverpflichtung direkt remonetisiert werden. **Der Schattengoldpreis dient somit als strategischer Kompass für Investoren, die Gold nicht als Rohstoff, sondern als monetären Anker verstehen.**

Quo vadis, aurum?

Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

Nach diesen theoretischen Überlegungen wollen wir nun wieder auf den harten Boden der Anlegerrealität zurückkehren. Jetzt, zur Halbzeit der goldenen Dekade, ist der passende Moment, um eine Zwischenbilanz zu ziehen. Im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade“ hatten wir unser proprietäres *Incrementum Goldpreismodell* präsentiert. Im Rahmen dieses Modells haben wir auf Basis historischer Daten unterschiedliche Szenarien hinsichtlich des Geldmengen-

Internationaler Schattengoldpreis* bei unterschiedlichen Golddeckungsgraden (log), in USD, 12/2024



Quelle: Trading Economics, Incrementum AG

*Berechnung basierend auf M0/M2 der USA, Eurozone, UK, Schweiz, Japan und China und anschließend BIP-gewichtet homogenisiert.

Solange das Schuldgeldsystem besteht, muss die Geldmenge wachsen, damit das System nicht kollabiert.

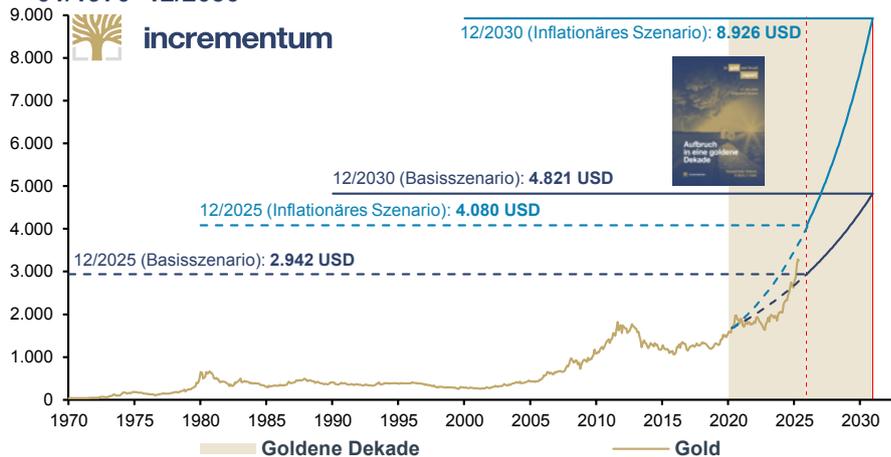
Thomas Mayer

wachstums und der impliziten Gold-Deckungsrate modelliert und diese mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet.

Das 2020 ausgerufene Dekadenkursziel von etwa 4.800 USD im Basisszenario, welches damals für viele Anleger und Analysten wie eine ferne Fata Morgana erschien, bildet mittlerweile konkrete Konturen aus. Mit Stichtag 30. April notiert der Goldpreis bereits deutlich oberhalb des rechnerischen Zwischenziels von 2.942 USD für Ende 2025. **Diesem Ziel liegt ausgehend vom heutigen Preisniveau „nur mehr“ ein durchschnittlicher jährlicher Goldpreisanstieg von 7% zugrunde.**

Angesichts der jüngsten Dynamik am Goldmarkt lohnt sich der Blick auf unser alternatives Szenario: Bereits im Jahr 2020 haben wir auf die Möglichkeit einer inflationären oder stagflationären Dekade wie in den 1970er-Jahren hingewiesen. Für dieses „Tail-Risk“-Szenario haben wir dem Goldpreis bis Ende des Jahrzehnts eine Preissteigerung auf etwa 8.900 USD zugeschrieben, was – ausgehend von den derzeitigen Preisniveaus – einem weiterhin beachtlichen Wachstum von rund 19% p.a. entspräche. Das rechnerische Zwischenziel für dieses Szenario liegt Ende 2025 bei 4.080 USD. **Aus heutiger Sicht erscheint ein realisierter Preis innerhalb der Bandbreite der beiden Szenarien bis zum Ende der**

Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Gold, in USD, 01/1970–12/2030



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Dekade realistisch. Der prognostizierte Korridor von 4.800 bis 8.900 USD hängt wesentlich davon ab, wie stark inflationär die nächsten fünf Jahre verlaufen.

The Big Rotation: Wie stark wird Performance-Gold glänzen?

Auch wenn Gold langsam wieder ins Rampenlicht rückt, lässt der große Goldrausch der westlichen Finanzinvestoren noch auf sich warten: Zwar verzeichneten in Q1/2025 Gold-ETFs mit Zuflüssen von 21,1 Mrd. USD den zweithöchsten je gemessenen Quartalswert in US-Dollar. Aufgrund des stark gestiegenen Goldpreises entspricht dies in Tonnen gemessen jedoch

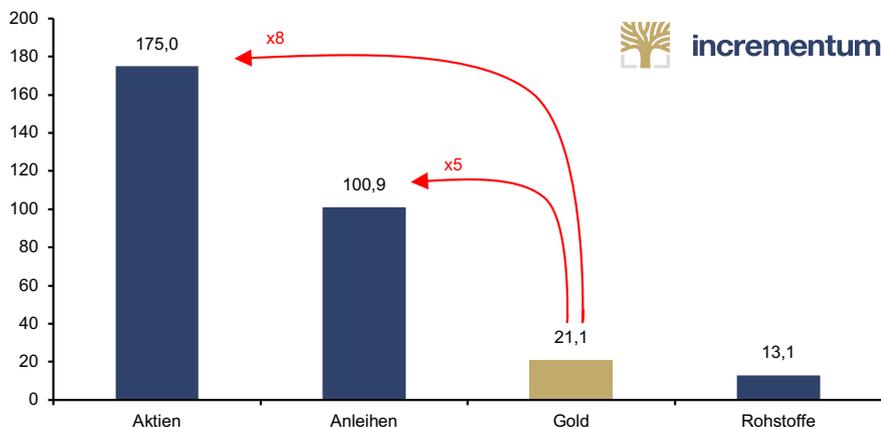
lediglich dem zehntgrößten Quartalszufluss der Geschichte. **Zudem bleiben die aktuellen Mittelzuflüsse in Gold-ETFs weiterhin deutlich hinter denen von Aktien- und Anleihen-ETFs zurück**, in etwa so weit zurück wie Österreich zur Pause beim legendären 0:9 gegen Spanien – oder, um es mit Toni Pfeffer zu sagen: „Hoch werd’ ma’s nimmer g’winna.“

Nicht nur für Gold sind wir weiter zursichtlich, wenngleich nach dem rasanten Kursanstieg in den vergangenen Quartalen eine größere Korrektur nicht auszuschließen ist. Vermehrt sehen wir nun Chancen bei jenen Assets, die wir in „Das neue Gold-Playbook“ unter dem Begriff **Performance-Gold** zusammengefasst hatten: **Silber, Minenaktien und auch Rohstoffe, die im Windschatten von Gold ebenfalls ins Rampenlicht getreten sind, wenn auch noch verhalten.**⁶

Ein Vergleich der bisherigen Entwicklung in der laufenden Dekade mit jenen der 1970er- und 2000er-Jahre lässt erkennen, dass insbesondere bei Silber und Minenaktien erhebliches Aufholpotenzial besteht.

Unsere These lautet: Gold agiert stets als Vorreiter. Silber, Minenaktien sowie Commodities folgen im Windschatten. Die Dynamik gleicht einem Staffellauf:

Zuflüsse in ETFs, in Mrd. USD, Q1/2025



Quelle: State Street Global Advisors, World Gold Council, Incrementum AG

Gold übernimmt die Startposition, legt das Tempo vor und zieht das Feld auseinander. Dann übernehmen Silber, Minenaktien und Commodities den Stab.

Silber

Das Gold/Silber-Ratio liegt per Ende April bei 100,9 und befindet sich damit im 100. Perzentil, einem Niveau, das sonst nur zu Beginn der Corona-Pandemie erreicht wurde. Der langfristige Median seit 1970 liegt bei 62,8, was die markante gegenwärtige Divergenz zusätzlich unterstreicht. Bereits in der Vergangenheit folgte auf ähnlich extreme Verhältnisse eine Out-performance von Silber.

Fundamental scheint für den kleinen Bruder des Goldes alles angerichtet zu sein: Silber verzeichnete 2024 zum vierten Mal in Folge ein Angebotsdefizit. Die Nachfrage überstieg das Angebot um 148,9 Mio. Unzen (Moz). Im Zeitraum von 2021 bis 2024 summierte sich das kumulierte Defizit auf 678 Moz, was dem Gegenwert von zehn Monaten globaler Minenproduktion entspricht. Für 2025 prognostiziert das Silver Institute ein weiteres Mal ein Angebotsdefizit, und zwar in Höhe von 117,6 Moz.

Dieser Mangel wird in erster Linie durch den anhaltenden Boom bei Photovoltaik-Anwendungen verursacht. Dieser ze-

Gold/Silber-Ratio, 01/1970–04/2025



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

ntrale Sektor der Energiewende, der von China dominiert wird, ist inzwischen nach Schmuck der zweitgrößte Nachfragetreiber für Silber und zeichnete 2024 für eine Nachfrage im Umfang von 197,6 Moz verantwortlich.

Darüber hinaus hat Silber in 6 der letzten 7 Haussephasen seit 1967 – gemessen an Hoch- und Tiefpunkten – eine bessere Performance als Gold erzielt. Dennoch blieb die Preisentwicklung des weißen Metalls bislang unter dem historischen Durchschnitt, was eine äußerst attraktive Investmentopportunität eröffnet, vorausgesetzt, Silber gelingt es nun endlich, sein Potenzial als *Performance-Gold* zu entfalten.

Die Investitionsnachfrage könnte sich 2025 zum eigentlichen Preistreiber für Silber entwickeln. Das explosive Wachstum indischer ETP-Bestände – mit 40% der privaten Anlagezuflüsse und 70 Moz Nettoinvestition – deutet aktuell auf einen Wandel der Marktdynamik hin.

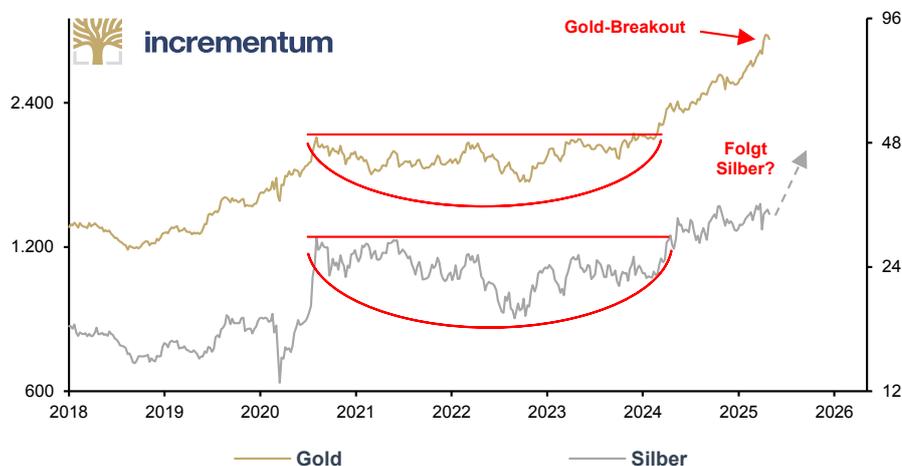
Minenaktien

Während der Goldpreis in den vergangenen Monaten unzählige neue Allzeithochs markierte, notiert der HUI knapp 40% unter seinem Allzeithoch von 635 im September 2011. Trotz eines Anstiegs des Goldpreises von 25,8% im Kalenderjahr 2024 legten GDJ und GDJ nur um 10,1% bzw. 14,9% zu. In den ersten vier Monaten 2025 fällt die Performance mit 42,5% (HUI), 44,5% (GDJ) und 43,6% (GDJ) zwar deutlich positiver aus, dennoch konnten sich die Minen noch nicht wirklich vom Goldpreis emanzipieren. Der oft postulierte Hebel von etwa 3:1 gegenüber dem Goldpreis konnte bisher nicht einmal annähernd realisiert werden.

Ein Blick auf den Marktanteil der Minen-ETFs am gesamten ETF-Markt zeigt: Die Party hat noch nicht begonnen. Aktuell entfallen lediglich 0,27% aller in ETFs investierten Assets auf Goldminen-ETFs. Zum Höhepunkt im Jahre 2011 lag der Anteil noch bei 1,4% und damit 5-mal so hoch.

Während der GDJ bereits das Hoch aus

Gold (lhs, log), in USD, und Silber (rhs, log), in USD, 01/2018–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

dem Jahr 2020 überwunden hat, üben sich ETF-Anleger in Zurückhaltung. **Das verwaltete Vermögen des GDX liegt mit rund 15 Mrd. USD um 4 Mrd. USD unter dem Niveau von 2020.** Diese Diskrepanz zwischen Kursentwicklung und Kapitalbindung signalisiert, dass ein beträchtlicher Teil der ETF-Investoren weiterhin an der Seitenlinie verweilt.

Der negative Ruf des vergangenen Zyklus haftet der Branche weiterhin an – zu Unrecht, wie wir meinen.⁷ Denn inzwischen agieren viele Unternehmen deutlich konservativer und setzen ihren Fokus verstärkt auf Cashflow- sowie Margenoptimierung, was ihre Widerstandskraft gegenüber fallenden Goldpreisen erheblich steigert. Auch der Ölpreisrückgang erweist sich als zusätzlicher kostenseitiger Rückenwind. Die absolute wie auch relative Unterbewertung ist eklatant.

Dennoch bleibt der Mittelzufluss für neue Projekte unzureichend. Um Produktionslücken zu schließen, gewinnt die aktuelle M&A-Welle im Minensektor zunehmend an Dynamik. Jüngste Deals wie Lundin/Filo, Gold Fields/Osisko und Equinox/Calibre zeigen: Bisher konzentrieren sich die Zukäufe auf sinnvolle Mid-cap-Akquisitionen. Doch der wahre Gamechanger steht noch bevor – die nächste Phase werden Mega-Übernahmen der Large Caps sein, finanziert durch rekord-

Gold und HUI, 100 = 01/2000, 01/2000–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

hohe Margen und Free Cashflows, getrieben vom akuten Reserveersatzbedarf (42 Moz. jährlich) und sinkender Lagerstättenqualität. **Sinkende Zinsen werden den Sektor gleich doppelt begünstigen: durch niedrigere Kapitalkosten für die kapitalintensive Branche und die steigende Attraktivität von Goldminen-Dividenden.**

Innerhalb des Goldsektors zeigt sich nicht nur eine Divergenz zwischen Gold und Minenaktien, sondern auch von Large- und Small-Cap-Unternehmen. Das ist primär ein Ausdruck des zurückhaltenden Risikoappetits. Sollte der anhaltende Aufwärtstrend des Goldpreises die Aufmerksamkeit vermehrt auf die Bewertungs- und Performancepotenziale

im Minensektor lenken, **könnte dies im Rahmen eines Risk-on-Moves eine neue Phase relativer Stärke einleiten, speziell im Segment der Small- und Midcaps.** In einem solchen Szenario dürfte sich die seit 2010/2011 bestehende Lücke zwischen Large- und Small-Caps kontinuierlich schließen.

Rohstoffe

Der Rohstoff-Zyklus erlebt zurzeit eine strapaziöse Pause. Vor allem die jüngste Diskrepanz zwischen dem Gold- und Ölpreis ist auffällig. Zuletzt wirkte insbesondere die Unsicherheit um die neue Zollpolitik der USA belastend auf die Rohstoffpreise. **Historisch gesehen sind**

Marktanteil von Goldminen-ETFs* (lhs), und Gold/S&P 500-Ratio (rhs), 01/2006–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG
*Goldminen-ETFs AUM/Aller Aktien-ETFs AUM

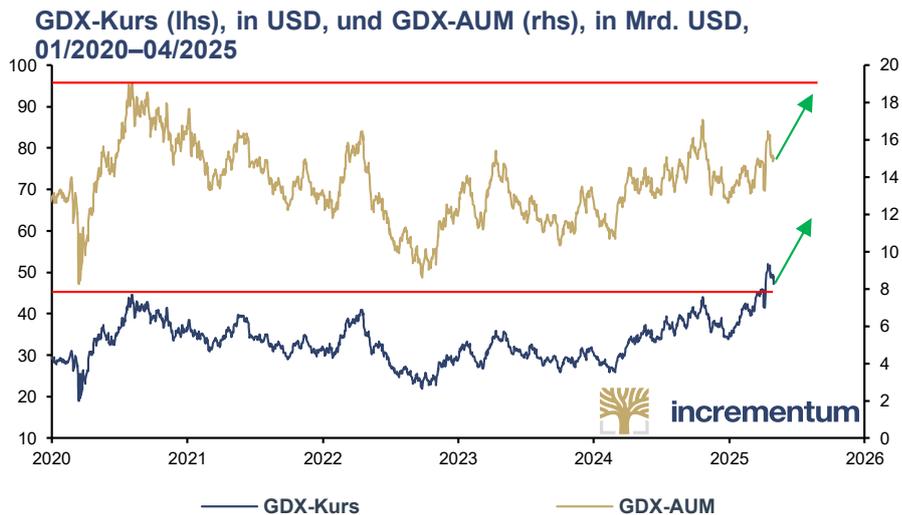
Money is being made on the delta between price and value.

Rick Rule

Phasen der Entkopplung des Gold- und Ölpreises durchaus normal, allerdings verlaufen Rohstoff-Superzyklen weitgehend synchron, wenn auch die jeweiligen Wendepunkte mitunter zeitlich verschoben sind. Anschaulich wird dies, wenn man jeweils die relative Performance von Gold und Öl dem S&P 500 gegenüberstellt.

Mittelfristig wird der Rohstoffmarkt die neuen geopolitischen Realitäten widerspiegeln: Während die USA ihre globale Führungsrolle reduzieren, bauen Europa, China und der Rest der Welt ihre Verteidigungs- und Energieinfrastruktur aus und treiben damit die Nachfrage nach strategischen Rohstoffen voran. In einer Welt, in der geopolitische Gewissheiten zerbröckeln, werden sowohl Nationen als auch Unternehmen gezwungen sein, strategische Ressourcen zu horten.

China beschleunigt diese Entwicklung durch gezieltes Decoupling: Der US-Exportanteil sank innerhalb weniger Jahre von 19,2% (2018) auf 14,7% (2024), während Peking beispielsweise 60% der globalen Förderung und 90% der Verarbeitung seltener Erden kontrolliert. Diese Dominanz wird durch gezielte Exportbeschränkungen, gerade auch für Exporte in die USA, weiter zementiert und schafft ein strukturelles Angebotsrisiko. **Rohstoffe sind zu einem geökonomischen**



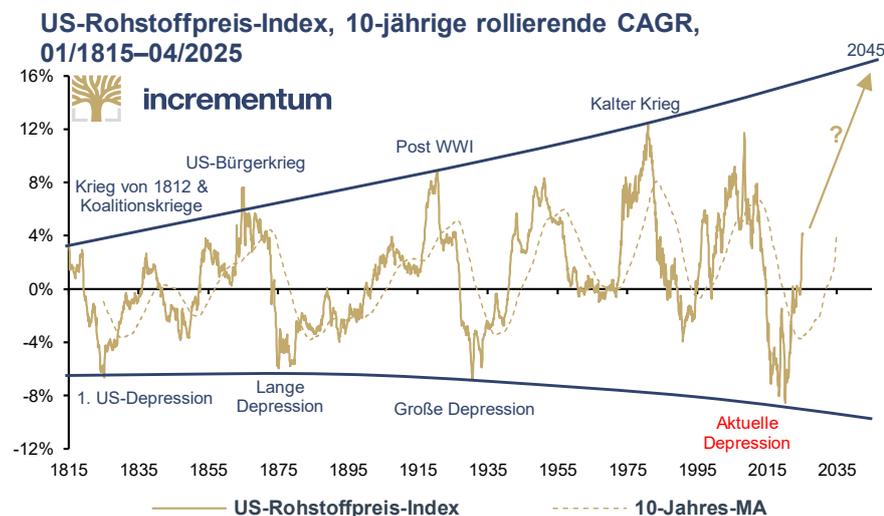
Machtinstrument geworden, als Waffe wie auch als Versicherungspolizze. Wer in diesem Umfeld erfolgreich investieren will, muss die neuen Machtstrukturen und die politische Schlüsselfunktion bestimmter Rohstoffe verstehen.

Aber auch kurzfristig gibt es mögliche bullische Auslöser: Eine Lockerung der Geldpolitik könnte den nächsten Aufschwung einleiten – begleitet von einem schwächeren US-Dollar und expansiven fiskal- und geldpolitischen Impulsen aus China. Zusätzlich verstärken eine wachsende Nachfrage aus der Rüstungsindustrie sowie Investitionen im Rahmen der grünen Transformation diesen Trend. Auf einer rollierenden Zehnjahres-Basis haben die Renditen jedenfalls noch deutlich Luft nach oben.

Bitcoin

Könnte auch Bitcoin als ein Gewinner aus der aktuellen Neusortierung der Welt(un)ordnung hervorgehen? Vor dem Hintergrund wachsender geopolitischer Spannungen scheinen die Vorteile einer dezentralen Kryptowährung wie Bitcoin auf der Hand zu liegen. Durch seine Unabhängigkeit von staatlicher Kontrolle und seine grenzüberschreitende Transaktionsfähigkeit böte Bitcoin tatsächlich eine Alternative zu traditionellen Währungen. **Spätestens mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Einführung einer strategischen Bitcoin-Reserve sind auch die USA auf staatlicher Ebene in das Rennen um digitales Gold eingestiegen.**⁸

Bis zu einer möglichen Wachablöse von Gold durch Bitcoin ist es allerdings noch ein weiter Weg. So beträgt die Marktkapitalisierung allen geförderten Goldes per 30. April ungefähr 23 Bill. USD – 217.465 Tonnen zum Preis von 3.288 USD pro Unze. Bei einem Preis von knapp 94.200 USD pro Bitcoin Ende April steht die Marktkapitalisierung von Bitcoin bei rund 1,9 Bill. USD. Das entspricht circa 8% der Marktkapitalisierung von Gold. Analog zu unserer Goldpreisprognose mit einem Zeithorizont bis Ende 2030 wäre es denkbar, dass Bitcoin bis da-



Quelle: Stifel Report, LSEG, Incrementum AG

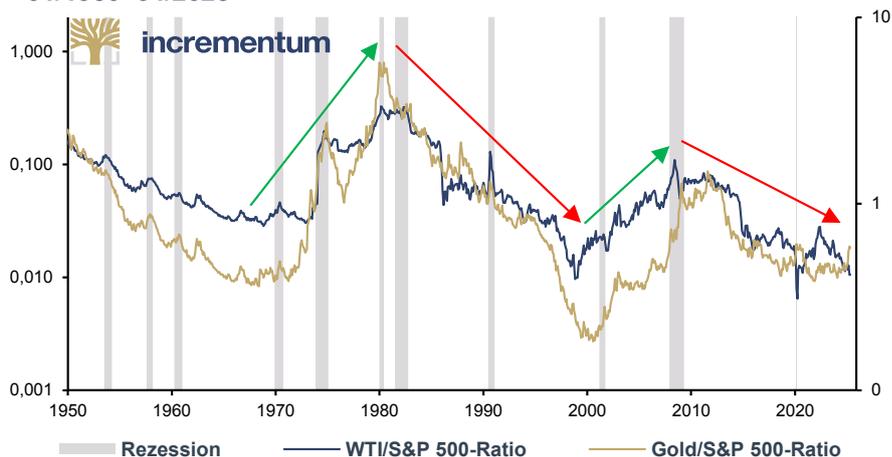
hin eine Marktkapitalisierung von 50% relativ zu Gold erreicht. Wenn wir nun von unserem konservativen Goldkursziel von etwa 4.800 USD ausgehen, so müsste Bitcoin auf etwa 900.000 USD steigen, um 50% der Marktkapitalisierung von Gold zu erreichen. Dies mag ambitioniert klingen, ist aber letztlich auf Grundlage der historischen Entwicklung der beiden Assets durchaus realistisch.

Dass Gold im Universum der nicht-inflationierbaren Assets einen Mitbewerber erhalten hat, muss nicht per se nachteilig sein. Nach dem Motto „Konkurrenz belebt das Geschäft“ ist es wahrscheinlich, dass mehr und mehr Anleger realisieren, dass eine kombinierte Veranlagung in Gold und Bitcoin risikoadjustiert der jeweiligen Einzelveranlagung überlegen ist. **Unser Credo lautet seit Jahren: „Gold für Stabilität, Bitcoin für Konvexität“.** Auch wenn die beiden Anlageklassen unterschiedlich sind, so ist der Kauf beider Assets eine aktive Entscheidung, der Fiat-Welt den Rücken zu kehren.⁹

The Big Correction: Welche Faktoren sprechen für eine Korrektur des Goldpreises?

Trotz des intakten langfristigen Aufwärtstrends ist gemäß unseren Analysen eine scharfe Korrektur bis in den Bereich von

WTI/S&P 500-Ratio (lhs, log), und Gold/S&P-500 Ratio (rhs, log), 01/1950–04/2025



Quelle: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

2.800 USD jederzeit möglich. Folgende Faktoren sprechen für eine temporäre Schwächephase:

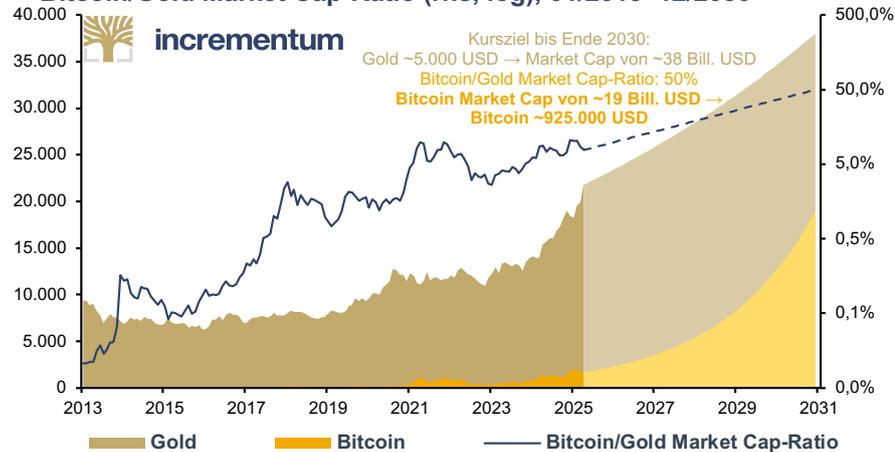
- **Zentralbanken als Schlüsselrisiko:** Ein unerwarteter Rückgang der Zentralbanknachfrage von derzeit im Schnitt 250 t pro Quartal könnte der Nachfrage strukturelle Unterstützung entziehen.
- **Investoren-De-Risking & Positionsabbau:** Breite Abverkäufe wie im Anschluss an den Liberation Day zeigen, wie schnell spekulative Positionen abgebaut werden. Gewinnmitnahmen auch großer Investoren sind ebenfalls nicht auszuschließen, insbesondere wenn sich die Volatilität

am US-Aktienmarkt verringert.

- **Rückgang der geopolitischen Prämie:** Eine Einigung im Ukraine-Krieg, eine Befriedigung der Situation im Nahen Osten und eine rasche Beendigung des Handelskriegs, insbesondere mit China, würde die jeweilige geopolitische Prämie deutlich verringern und den Goldpreis schwächen.
- **US-Wirtschaft stärker als erwartet:** Eine robuste US-Konjunktur könnte die Federal Reserve zu einem restriktiveren Zinskurs veranlassen.
- **Technische und sentimentgetriebene Risiken:** Das Sentiment ist bullish, die Positionierungen der Marktakteure teils extrem. Bleiben neue Impulse aus, droht ein Rückschlag durch Gewinnmitnahmen.
- **Stärkerer US-Dollar:** Der USD ist kurzfristig überverkauft, die Stimmungslage extrem negativ.

Die kurzfristige Markttechnik ist angespannt, eine Korrektur erscheint unserer Meinung nach nicht unrealistisch. Auch ein temporärer Seitwärtsmarkt wäre im Rahmen einer preislichen Konsolidierung durchaus denkbar und wäre für den Bullmarkt letztlich gesund. **Der mittel- bis langfristige Big-Long-Case für Gold würde dadurch keineswegs gefährdet.**

Marktkapitalisierung von Gold und Bitcoin (lhs), in Mrd. USD, und Bitcoin/Gold Market Cap-Ratio (rhs, log), 01/2013–12/2030*



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

*Basierend auf dem erwarteten Bitcoin-Bestand Ende 2030 und Gold-Bestand Ende 2030 unter der Annahme eines jährlichen Angebotswachstums von 1,5%.

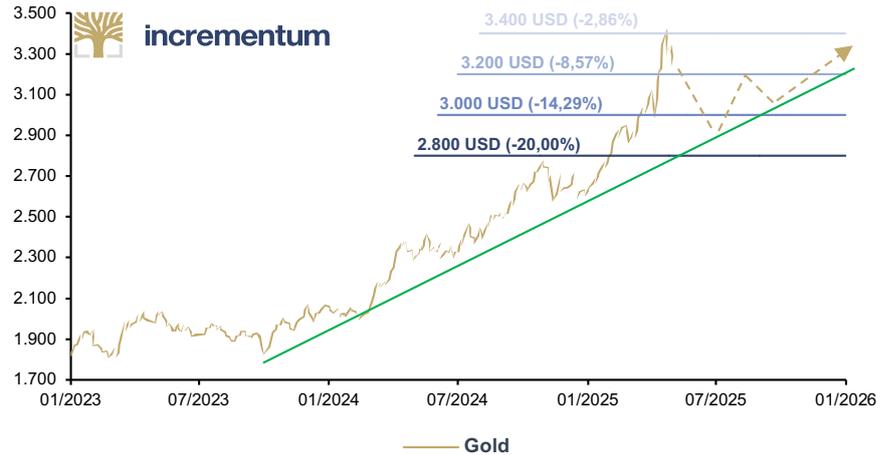
The Big Long: Der Aufstieg des goldenen Schwans?

The Big Short war eine strategische Investmententscheidung gegen ein dysfunktionales Finanzsystem, das sich in einer finalen Phase irrationalen Überschwangs befand. ***The Big Long* ist eine strategische Investmententscheidung, die auf mehreren, sich verstärkenden Säulen beruht:**

- der unumgänglichen Neustrukturierung des globalen Finanz- und Währungssystems angesichts tiefer politischer und ökonomischer Verwerfungen.
- einer inflationistischen Grundhaltung von Regierungen und Zentralbanken, dem monetären Klimawandel.
- dem wirtschaftlichen Aufschwung goldaffiner Regionen, insbesondere in Asien und im arabischen Raum.
- der Reallokation von Kapital hinaus aus US-Assets (USD, US-Techtitel, US-Treasuries), die Gold über viele Jahre hinweg die Show gestohlen haben.
- der nun erwarteten Outperformance von Performance-Gold, also Silber, Minenaktien und auch Rohstoffen.

Die Parallele zu *The Big Short* ist kein Zufall: Wie einst die Underdog-Investoren rund um Michael Burry profitieren heute jene, die fundamentale Marktverzerrungen erkennen und den Big Long wagen – darunter viele Leser des In Gold We Trust-Reports. Diese in der Tradition der Österreichischen Schule der Nationalökonomie denkenden Investoren wurden jahrzehntelang als *Goldbugs* belächelt. **Die Chrysophilen und Sound-Money-Befürworter sehen ihre Thesen durch die aktuellen Marktentwicklungen bestätigt.**

Gold, in USD, 01/2023–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

Gold, der älteste Wertspeicher der Menschheit, sendet klar sichtbare Signale. Die außerordentliche Goldpreiserally der vergangenen Quartale könnte aber mehr sein als nur ein Reflex auf Krisen und Ängste; sie könnte der erste Vorbote eines *Golden-Swan*-Moments sein: ein seltenes, aber positives Signal für Gold im Strudel globaler Verwerfungen. Während das bestehende Währungs- und Finanzsystem zunehmend an Glaubwürdigkeit verliert, wächst die Wahrscheinlichkeit, dass Gold seine angestammte Rolle als monetäres Gut womöglich in der Form eines überstaatlichen Settlement-Assets wiedererlangt, nicht als politisches Machtinstrument, sondern als neutrale, schuldfreie Basis für Handel, Austausch und Vertrauen. **Ein monetärer Anker, der die Grundlage für eine ruhigere, stabilere und friedlichere Epoche schaffen könnte.**

Wie auch immer es kommen wird, für uns steht angesichts der (geo-)politischen wie ökonomischen Großwetterlage fest:

IN GOLD WE TRUST

Endnoten

- 1 Siehe auch „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“, *In Gold We Trust-Report 2023*
- 2 Siehe das Kapitel „Wenn das Gold nach Hause kommt: Strategien der Zentralbank-Repatriierung“ im *In Gold We Trust-Report 2025 „The Big Long“*
- 3 Siehe „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“, *In Gold We Trust-Report 2024*; „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, *In Gold We Trust-Report 2019*
- 4 Siehe insbesondere „Stagflation 2.0“, *In Gold We Trust-Report 2022*
- 5 Siehe „Mögliche Kursziele für den Goldpreis“, *In Gold We Trust-Report 2011*; siehe auch „Portfolioeigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2018*
- 6 Siehe Kapitel „1970er, 2000er, 2020er...: Ein Déjà-vu in zwei Akten – zweiter Akt“ im *In Gold We Trust-Report 2025 „The Big Long“*, sowie „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“, *In Gold We Trust-Report 2024*
- 7 Siehe Kapitel „Wachsen oder sparen? Die Gretchenfrage für Goldminenunternehmen“ und „Minenaktien – Ist es nun Zeit für Performance-Gold?“ in diesem *In Gold We Trust-Report*
- 8 Siehe Kapitel „Ein monetärer Wendepunkt: Bitcoins Aufstieg zur strategischen Reservewährung“ im *In Gold We Trust-Report 2025 „The Big Long“*
- 9 Nähere Informationen zu unseren Anlagestrategien finden Sie unter www.incrementum.li/investmentfonds. Für die Bitcoin-Freunde bieten wir auch eine quartalsweise Publikation, den Bitcoin-Kompass, kostenfrei zum Download an: www.incrementum.li/btc-kompass.

Do You Have Enough Non-Debt Money?

Ray Dalio

Über uns



Ronald-Peter Stöferle, CMT

Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner der Incrementum AG.

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

2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“ und 2019 „*Die Nullzinsfälle*“. Er ist *Member of the Board* von *Tudor Gold* und *Goldstorm Metals*. Zudem ist er seit 2020 Advisor für die *VON GREYERZ AG* und seit 2024 Member of the Advisory Board von *Monetary Metals*.



Mark J. Valek, CAIA

Mark J. Valek ist Partner der Incrementum AG.

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

2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“. Seit 2024 fungiert Mark Valek als Member of the Advisory Board von *Monetary Metals*.



Incrementum AG

Die *Incrementum AG* ist ein **eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein**. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems. Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die *Sound Money Capital AG* übertragen. Weiterhin wird der *In Gold We Trust*-Report in gewohnter Weise mit der Marke *Incrementum* co-gebrandet.
www.incrementum.li

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Report 2025:

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Rudi Bednarek, Daniel Gomes Luis, David Waugh, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Katharina Vesely, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Anton Kiener, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Velina Tchakarova, Dietmar Knoll, Louis-Vincent Gave, Luke Gromen, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Heinz Peter Putz, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, Silver Institute, dem World Gold Council, Mining Visuals, dem gesamten *Incrementum*-Team sowie unseren Familien!

Das In Gold We Trust-Team



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirschnig
*Quantitative Analyse
& Charts*



Lois Hasenauer-Ebner
*Quantitative Analyse
& Charts*



Jeannine Grassinger
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Medien



Peter Árendáš
Autor



Rudi Bednarek
Autor



Ted Butler
Autor



Daniel Gomes Luis
Autor



Florian Grummes
Autor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat Deutsch



Handre van Heerden
Autor



Philip Hurtado
Lektorat Spanisch



Nikolaus Jilch
Autor



Theresa Kammel
Autorin



Ronan Manly
Autor



Trey Reik
Autor



Charley Sweet
Lektorat Englisch



Nic Tartaglia
Autor



Marc Waldhausen
Autor



David Waugh
Autor

Premium-Partner



Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein in Kanada ansässiges Goldminenunternehmen und der drittgrößte Goldproduzent der Welt. Das Unternehmen fördert Edelmetalle in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko und verfügt über eine Reihe hochwertiger Explorations- und Entwicklungsprojekte.

www.agnicoeagle.com



Dolly Varden Silver

Dolly Varden Silver exploriert hochgradiges Silber und Gold im Golden Triangle von British Columbia. Das im Eigentum des Unternehmens stehende Projekt Kitsault Valley hat historisch hochgradige Minen, ein beträchtliches Potenzial an Entdeckungen und eine starke Unterstützung durch wichtige Investoren wie Hecla Mining, Eric Sprott und Fidelity.

www.dollyvardensilver.com



Asante Gold

Asante Gold hat sein Fördervolumen von über 400.000 Unzen pro Jahr durch organisches Wachstum und gezielte Übernahmen entwickelt. Wir setzen auf eine verantwortungsvolle Entwicklung und streben danach, Ghanas führender Goldproduzent und favorisierter Arbeitgeber zu sein.

www.asantegold.com



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



Barrick

Barrick ist ein globales Gold- und Kupferminenunternehmen, das in den ertragreichsten Gold- und Kupfergebieten der Welt tätig ist und sich auf marginstarke, langlebige Investments konzentriert. Das Unternehmen betreibt sechs der führenden Tier-1-Goldminen und verfügt über eine der umfangreichsten Projektpipelines.

www.barrick.com



EMX

Globale Royalties. Echte Ergebnisse. EMX erzielte 2024 \$33,1 Mio. Umsatz und \$19,2 Mio. EBITDA – getragen von Gold, Kupfer und einem Portfolio mit langfristigen Wachstumspotenzial.

www.emxroyalty.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



Endeavour Mining

Endeavour Mining (LSE:EDV, TSX:EDV, OTCQX:EDVMF) ist ein weltweit führender Goldproduzent, der sich für einen verantwortungsvollen Bergbau einsetzt und für die Menschen und die Gesellschaft einen Mehrwert schafft.

www.endeavourmining.com



Cerro de Pasco Resources

Cerro de Pasco Resources konzentriert sich auf die Entwicklung der 100% unternehmenseigenen Bergbaukonzession El Metalurgista, die silberreiche Mineralrückstände und Halden aus einem Jahrhundert Abbau in Cerro de Pasco, Zentralperu, umfasst.

www.pascoresources.com



Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßes Edelmetallunternehmen mit Projekten in Mexiko, Chile und den USA. Es betreibt zwei Minen in Mexiko und eine dritte, Terronera, soll im zweiten Quartal 2025 in Betrieb genommen werden.

www.edrsilver.com

Premium-Partner



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



Hecla Mining

Die 1891 gegründete Hecla Mining Company (NYSE: HL) ist der größte Silberproduzent in den Vereinigten Staaten und Kanada. Das Unternehmen betreibt nicht nur Minen in Alaska, Idaho und Quebec, sondern entwickelt auch eine Mine im Yukon und besitzt eine Reihe von Explorations- und Vorentwicklungsprojekten in erstklassigen Silber- und Goldabbaugebieten in ganz Nordamerika.

www.hecla.com



First Mining Gold

First Mining ist ein Gold-Developer und entwickelt zwei der größten Goldprojekte in Kanada: das Springpole-Projekt im Nordwesten Ontarios und das Duparquet-Projekt in Quebec.

www.firstmininggold.com



McEwen Mining

McEwen Mining, ein Gold- und Silberproduzent, besitzt 46% des Kupferprojekts Los Azules. Unter der Leitung von Rob McEwen (\$205 Mio. Investition, \$1/Jahr Gehalt) konzentrieren wir uns auf Wachstum und Produktivität, um Shareholder-Value zu generieren.

www.mcewenmining.com



flexgold

flexgold ist die smarte Art, in physische Edelmetalle zu investieren, so flexibel und transparent wie nie zuvor. Damit setzt flexgold den neuen Goldstandard für Vertrauen, Sicherheit und Transparenz.

www.flexgold.com



Minera Alamos

Minera Alamos ist ein Goldproduzent, der seine zu 100% unternehmenseigene Santana-Mine in Sonora (Mexiko) hochfährt. Das Unternehmen besitzt auch das Projekt Cerro de Oro (Zacatecas), das sich in der Genehmigungsphase befindet, sowie das Projekt La Fortuna (Durango) mit einer positiven PEA und wichtigen Genehmigungen, die bereits erteilt wurden. Derzeit treibt das Team die Wiederinbetriebnahme der neu erworbenen Copperstone-Mine in Arizona (USA) voran.

www.mineraalamos.com



Fortuna Mining

Fortuna Mining ist ein kanadischer Edelmetallproduzent mit Minen und Explorationsaktivitäten in Argentinien, Burkina Faso, Elfenbeinküste, Mexiko, Peru und Senegal. Wir schaffen gemeinsamen Mehrwert für unsere Stakeholder durch effiziente Produktion, Umweltschutz und soziale Verantwortung.

www.fortunamining.com



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



Harmony

Harmony, Südafrikas größter Goldproduzent nach Fördermenge, erweitert seine hochwertigen Untertage- und margenstarken Tagebaubetriebe und treibt gleichzeitig das Eva-Copper-Projekt in Queensland, Australien, sowie das Tier-1-Kupfer/Gold-Projekt Wafi-Golpu in Papua-Neuguinea voran.

www.harmony.co.za



Newmont

Newmont ist das weltweit führende Goldunternehmen und ein Produzent von Kupfer, Zink, Blei und Silber mit einem erstklassigen Portfolio in Afrika, Australien, Lateinamerika, Nordamerika und Papua-Neuguinea.

www.newmont.com

NORTHPEAK**North Peak**

North Peak, das von den Gründern von Kirkland Lake Gold und Rupert Resources unterstützt wird, erschließt das vollständig genehmigte Grundstück Prospect Mountain im unerforschten Zentrum des bekannt hochgradigen Gold- und Polymetallbergbaugebiets Eureka in Nevada, USA.

www.northpeakresources.com

**Pan American Silver**

Pan American Silver verfügt über ein breit gefächertes Portfolio an Silber- und Goldminen in Nord- und Südamerika, in denen wir seit über 30 Jahren tätig sind und uns einen hervorragenden Ruf in Bezug auf Nachhaltigkeit, operative Exzellenz und finanzielle Disziplin erworben haben. (NYSE/TSX: PAAS)

www.panamericansilver.com

**Royal Gold**

Royal Gold ist ein margenstarkes Edelmetallunternehmen, das einen starken Cashflow aus einem großen und gut diversifizierten Portfolio von Stream- und Royalty-Beteiligungen in bergbaufreundlichen Jurisdiktionen generiert.

www.royalgold.com

**Silver Bullion**

Silver Bullion wurde 2009 gegründet und ist ein Edelmetallhändler mit Sitz in Singapur, der Lagerung, Überprüfungen und Vermögensschutz in The Reserve, einem der größten privaten Tresore der Welt, anbietet.

www.silverbullion.com.sg

Sprott**Sprott**

Sprott ist ein weltweit führender Anbieter von Investments in Edelmetalle und strategische Metalle und verfügt über langjährige Expertise in der Minenbranche. Wir bieten Investments in Gold, Silber, Platin und Palladium und verwalten den weltweit größten physischen Uran-Trust.

www.sprott.com

**Tudor Gold**

TUDOR GOLD Corp. ist ein Explorationsunternehmen im Golden Triangle in B.C., Kanada, das das Projekt Treaty Creek mit einer nachgewiesenen Ressource von 27,9 Moz AuEQ @ 1,19 g/t AuEQ, einschließlich 6,0 Moz AuEQ @ 1,25 g/t AuEQ an abgeleiteten Ressourcen, vorantreibt.

www.tudor-gold.com

**U.S. Gold**

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

www.usgoldcorp.com

**VON GREYERZ**

VON GREYERZ bietet maßgeschneiderte Lösungen für den persönlichen Goldbesitz, den Transport von Edelmetallen und die sichere Lagerung in Schweizer Tresoren – Kunden in über 90 Ländern vertrauen uns seit mehr als 25 Jahren.

www.vongreyerz.gold/de

Seit 2013

Ihr Vermögen in verlässlichen Händen

Vermögensverwaltung. Fondsmanagement. Incrementum.



incrementum

www.incrementum.li





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: 2025 Sound Money Capital AG. All rights reserved.