

## In Gold We Trust-Report 2024

# „Das neue Gold-Playbook“

Am 17. Mai 2024 wurde der diesjährige – mittlerweile 18. – In Gold We Trust-Report im Rahmen einer internationalen und live im Internet übertragenen Pressekonferenz präsentiert. Autoren des Reports sind die beiden Fondsmanager Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek vom liechtensteinischen Vermögensverwalter Incrementum AG.

## Die Kernaussagen des In Gold We Trust-Reports 2024:

### Der Goldpreis ist ausgebrochen

Der Showdown im Goldpreis ist, wie im In Gold We Trust-Report 2023 angekündigt, eingetreten. Der Goldpreis durchbrach seine langfristigen Widerstände und hat zahlreiche neue Allzeithochs markiert. Allein seit Jahresbeginn sind beträchtliche Zugewinne von rund +13% in USD, +17% in EUR und +26% in JPY zu verbuchen.

### Die Realzinsen im USD sind nicht mehr der ultimative Faktor für den Goldpreis

Gemäß altem Gold-Playbook hätte der Goldpreis bei stark steigenden Realzinsen deutlich nachgeben müssen. Diese und etliche andere Gesetzmäßigkeiten waren zuletzt außer Kraft gesetzt. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass der westliche Finanzinvestor nicht mehr der marginale (Ver-)Käufer ist. Dies manifestiert sich u. a. in fallenden ETF-Beständen bei steigendem Goldpreis. Der globale Osten gewinnt dagegen immer mehr an Bedeutung.

### Notenbanken und Schwellenländer beeinflussen den Goldpreis zunehmend

Die Notenbanken, aber auch die stetig wachsende Nachfrage aus den Schwellenländern, insbesondere aus China, konnten die Nachfrageschwäche des Westens überkompensieren. Ein wesentlicher Grund, insbesondere für die anhaltend hohe Notenbanknachfrage, ist die Fortsetzung des geopolitischen Showdowns. Neben den militärischen Auseinandersetzungen spielt sich der Showdown zunehmend auch auf der geo-ökonomischen Ebene ab. Während in den 1960er-Jahren die USA einen „Gold Drain“ erlebten, erfährt der globale Osten gegenwärtig einen wahrhaften „Gold Gain“.

### Steigende Finanzierungskosten und die Grenzen der Schuldentragfähigkeit

Etwaige Reste fiskalischer Zurückhaltung wurden von den westlichen Staaten im Rahmen der Corona-Politik endgültig über Bord geworfen. Diese von den Autoren im Jahr 2021 als monetärer Klimawandel bezeichnete Entwicklung ist nach wie vor voll im Gange und hat sich auch nach Ende der Pandemie keineswegs umgekehrt.



Ronald-Peter Stöferle

Ronald-Peter Stöferle ist Partner der Incrementum AG und zuständig für Research und Portfolio Management.

Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den In Gold We Trust-Report publizierte.



Mark Valek

Mark Valek ist ebenfalls Partner der Incrementum AG, zuständig für Portfolio Management und Research.

Vor der Mitgründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments.

Das harsche Ende der Nullzinspolitik schlägt sich nun in stark steigenden Zinskosten für die hoch verschuldeten westlichen Staaten nieder. Die weiterhin restriktive Geldpolitik droht die Lage weiter zu verschärfen.

### Die Inflation bleibt erhöht

Auch wenn die Inflationsraten zuletzt zurückgekommen sind, befindet sich die Teuerung im Westen weiterhin über dem Inflationsziel. Aufgrund der zunehmenden fiskalischen Dominanz und der explodierenden Zinskosten ist nicht damit zu rechnen, dass die Teuerung seitens der Notenbanken entsprechend konsequent bekämpft werden kann. Das Aufkommen weiterer Inflationsswellen ist angesichts der langfristigen strukturellen Inflationstreiber wie der grünen Transformation, dem demographischen Wandel und der steigenden Kriegs- und Rüstungsausgaben ein realistisches Szenario.

### Zeit für breitere Diversifikation

Das neue Gold-Playbook legt Anlegern nahe, Edelmetalle und Realwerte in ihren Portfolios höher zu gewichten, solange es keine nachhaltige Stabilisierung bei der Schulden- und Inflationsentwicklung gibt. Die Autoren stellen eine modifizierte Variante des typischen gemischten 60/40-Portfolios vor, welche sich aus dem neuen Playbook ableitet. Diese besteht aus 60% Aktien und Anleihen sowie 40% alternativen Anlageklassen. Darunter sind physisches Sicherheits-Gold, Silber, Minenaktien, Rohstoffe, aber auch Bitcoin.

### Langfrist-Kursziel (2030) des Goldpreises von 4.800 USD bestätigt

Die Autoren halten an ihrer im Jahr 2020 präsentierten Goldpreisprognose von 4.800 USD bis Ende 2030 fest. Das Erreichen dieses Kursziels setzt eine annualisierte Rendite von knapp 12% voraus. Zum Vergleich: In den 2000er-Jahren betrug die Rendite über 14% p. a., während es in den 1970er-Jahren etwa 27% p. a. waren. Als Zwischenziel ergibt sich für das Jahresende 2024 gemäß Goldpreismodell ein Goldpreis von 2.665 USD.

### Gold ist der Ausbruch gelungen

Nach einigen Anläufen hat der Goldpreis im Frühjahr auch auf USD-Basis neue Allzeithochs markiert. Kurz nach der Veröffentlichung des letzten In Gold We Trust-Reports am 24. Mai 2023 setzte eine mehrmonatige Korrektur ein. Gold gab bis Anfang Oktober auf 1.820 USD nach. Als Folge der robusten Notenbanknachfrage, aufkeimender Zinssenkungsphantasien und einer starken Nachfrage aus Fernost gelang in Q4/2023 die Kehrtwende, was gleichzeitig der Startpunkt der fulminanten Rally im Frühjahr war. Nun, nachdem die bisherigen Widerstandslinien überwunden werden konnten, ist der Weg nach oben „frei“.

**incrementum**

Die Incrementum AG ist eine unabhängige Fonds- und Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.

Die Incrementum AG wurde im Jahr 2013 gegründet und ist vollständig im Eigentum der 5 Partner. Unabhängigkeit und Eigenständigkeit sind die Eckpfeiler unserer Philosophie.

Mit unseren Kunden und Mitarbeitern streben wir eine langfristige, nachhaltige und partnerschaftliche Beziehung an.





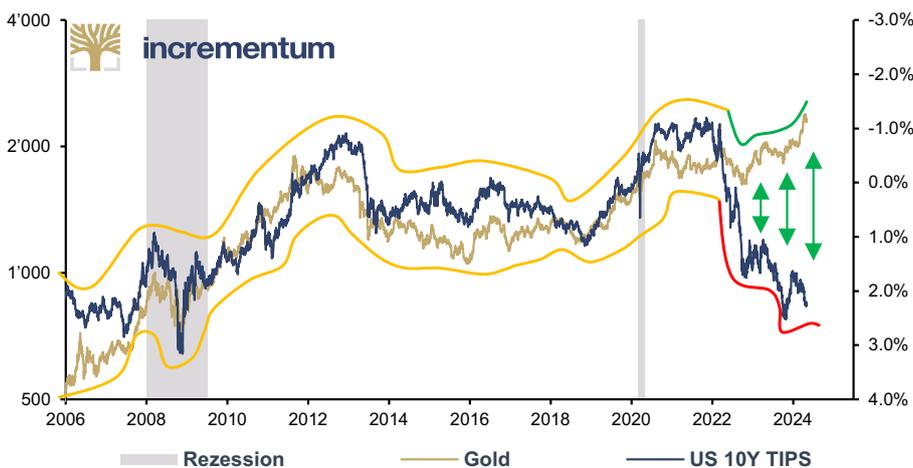
**Abb. 1: Gold Cup-and-Handle-Formation, in USD, 01/2000–04/2024**

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

„Der Goldpreis hat sich in den vergangenen 12 Monaten, besonders aber im Frühjahr bemerkenswert entwickelt. In allen führenden Währungen konnte Gold in den ersten vier Monaten dieses Jahres zweistellig zulegen, in Euro um 16,5%, in US-Dollar um 12,7%, in japanischen Yen sogar um 26,1%. Die Widerstandslinie von 2.000 USD, an der der Goldpreis zuvor mehrere Male gescheitert war, wurde pulverisiert“, so Ronald-Peter Stöferle.

### Die Realzinsen im USD sind nicht mehr der ultimative Faktor für den Goldpreis

Beachtlich am Timing der neuen Allzeithochs ist, dass diese in einem Umfeld eintraten, in dem laut bisherigem Gold-Playbook der Goldpreis eigentlich hätte fallen müssen. Steigende Realzinsen waren bislang nämlich Gift für den Goldpreis.



**Abb. 2: Gold (lhs, log), und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006–04/2024**

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG



Der knapp 440 Seiten starke In Gold We Trust-Report ist weltweit renommiert und wurde vom Wall Street Journal zum „Goldstandard aller Goldstudien“ geadelt. Die letztjährige Ausgabe wurde insgesamt mehr als 2 Millionen Mal heruntergeladen und geteilt. Damit ist der In Gold We Trust-Report die weltweit meistgelesene Goldstudie. Neben der deutschen und der englischen Version erscheint die jährliche Publikation seit mehreren Jahren auch auf Chinesisch und Spanisch.



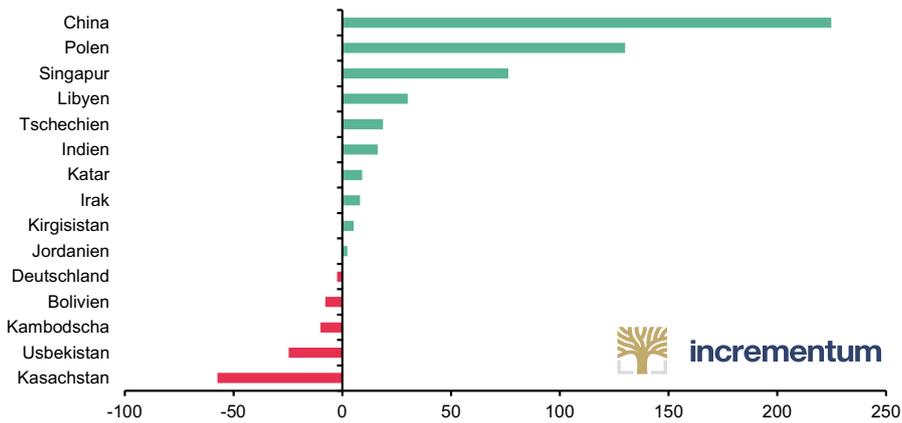
Diese Gesetzmäßigkeit ist keineswegs die einzige, die seit geraumer Zeit nicht mehr in gewohnter Weise als Erklärung für die Goldpreisentwicklung herangezogen werden kann. Vieles spricht dafür, dass das alte Regelwerk in wesentlichen Punkten obsolet wurde und es nun Zeit für ein neues Gold-Playbook ist.

### Der Goldpreis wird zunehmend vom Globalen Osten bestimmt

Ein weiterer Trend verfestigt sich: Der Goldpreis wird immer stärker im Osten bestimmt. Der Einfluss des Westens auf die Goldpreisbildung ist klar rückläufig. So hat die chinesische Zentralbank, die People’s Bank of China (PBoC), den Titel des größten einzelnen Goldkäufers zurückerobert. Sie meldete 2023 einen Anstieg ihrer Goldreserven um insgesamt 225 t, die größte Menge seit mindestens 1977. 2024 setzt sich der Trend fort. Mit den Zukäufen im März hat die PBoC bereits den 17. Monat in Folge ihre Goldreserven auf nun insgesamt 2.262 t aufgestockt.



Am 17. Mai 2024 wurde der diesjährige – mittlerweile 18. – In Gold We Trust-Report im Rahmen einer internationalen und live im Internet übertragenen Pressekonferenz präsentiert.



**Abb. 3: Goldkäufe/-verkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2023\***

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

\*Daten bis 31.12.2023, sofern verfügbar

„Nicht nur die Zentralbank im Reich der Mitte erhöht ihre Goldbestände. Auch die Bevölkerung greift vermehrt zu Gold, da der jahrzehntlang als wichtigste Form der Altersvorsorge genutzte Immobiliensektor schwächelt. Innovative neue Anlageformen wie „Gold Beans“ erhöhen die Attraktivität privater Goldanlagen, gerade auch für jüngere Altersschichten“, so Mark Valek zum Goldrausch im Osten. Stöferle ergänzt: „Die ständig zunehmende Bedeutung der Goldmärkte außerhalb des Westens hat uns dazu veranlasst, in diesem In Gold We Trust-Report die entsprechenden Entwicklungen in den Vereinigten Arabischen Emiraten, insbesondere aber in Dubai zu beleuchten.“

## Steigende Finanzierungskosten und die Grenzen der Schuldentragfähigkeit

„Der von uns im Jahr 2021 so bezeichnete Monetäre Klimawandel ist nach wie vor voll im Gange und hat sich auch nach Ende der Pandemie keineswegs umgekehrt“, erklärt Stöferle. Zu kostspieligen Initiativen wie dem Inflation Reduction Act, dem Green New Deal und den stark steigenden Ausgaben eines infolge der demografischen Situation strukturell unterfinanzierten Sozialsystems kommt nun noch die Notwendigkeit, die Finanzierung der militärischen Nach- und Aufrüstung zu bewältigen. Zusätzlich verschlechtert sich die prekäre fiskalische Situation vieler Staaten wegen der anhaltend hohen Budgetdefizite und der zuletzt deutlich gestiegenen Refinanzierungskosten. Dabei rächt sich nun auch der erhebliche Anstieg der Staatsverschuldung im Gefolge der Corona-Pandemie. Im Vergleich zu Q4/2019, also dem Vorabend der Corona-Pandemie, ist der US-Schuldenstand um 11 Bill. USD oder rund 50% angestiegen. Und ein Ende des Schuldenrausches scheint nicht in Sicht.

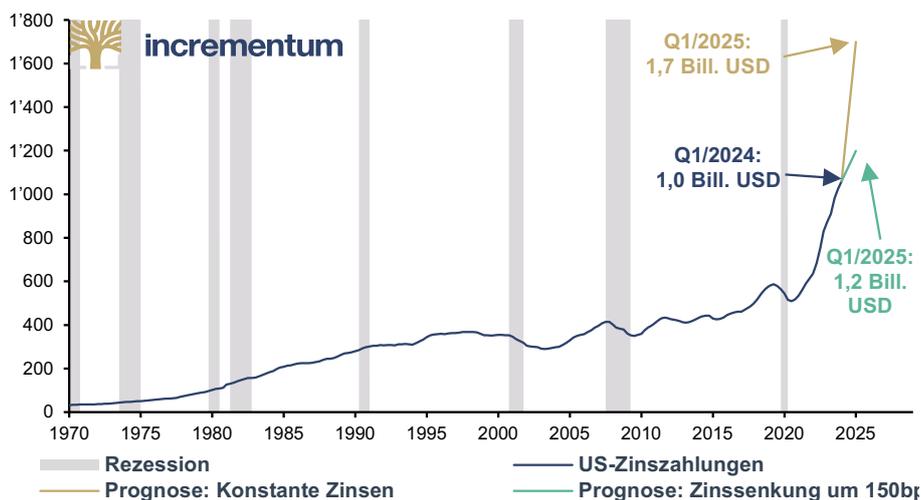


Abb. 4: US-Zinszahlungen, in Mrd. USD, 01/1970–01/2025e

Quelle: Quelle: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

## Die 10 Eckpunkte des neuen Gold-Playbooks

Die Neuordnung des internationalen Wirtschafts- und Machtgefüges, das Erreichen der Grenzen der Schuldentragfähigkeit und womöglich multiple Inflationswellen sorgen für eine Aufwertung des Goldes. Diese Phase wird aller Voraussicht nach noch länger andauern, bis sich eine Art neues Gleichgewicht etabliert haben wird.

**1. Die hohe inverse Korrelation zwischen US-Realrenditen und dem Goldpreis ist (vorerst) Geschichte.** Trotz der gestiegenen Realrenditen konnte der Goldpreisanstieg nicht gestoppt werden.

**2. Die Zentralbanken sind zu einem entscheidenden Faktor bei der Goldnachfrage geworden.** Die Nachfrage dieser Institutionen ist wenig preissensitiv. Die Zentralbanken dürften einen Boden unter den Goldpreis eingezogen haben.

**3. Die Militarisierung des Fiat-Geldes hat dauerhafte Konsequenzen.** Die Beschlagnahmung russischer Reserven sowie der Vermögenswerte russischer Oligarchen im Jahre 2022 war ein Weckruf für zahlreiche Staaten, aber auch reiche Private aus den Golfstaaten, Russland, China etc. (Luxus-)Immobilien in London, New York oder Vancouver waren stets bevorzugte Destinationen für Ersparnisse aus den Emerging Markets, dies hat sich seit 2022 geändert.

**4. Im Gegensatz zum Gold Drain der 1960er-Jahre in den USA findet nun ein Gold Gain der Emerging Markets statt.** China nimmt diesbezüglich eine Führungsrolle ein, ist aber längst nicht mehr alleine. Der westliche Finanzinvestor ist nicht mehr der marginale Käufer bzw. Verkäufer von Gold. Die Preissetzungsmacht am Goldmarkt verlagert sich immer stärker gen Osten.

**5. Monetärer Klimawandel und die Grenzen der Schulden Tragfähigkeit.** Die fiskalische Largesse hat die Schulden Tragfähigkeit der westlichen Staaten ernsthaft gefährdet. Die Explosion der Zinslast ist ein Vorbote hinsichtlich der Grenzen der Schulden Tragfähigkeit.

**6. Das neue Gold-Playbook im Kontext der Stagflation 2.0.** Die Great Moderation ist vorbei. Periodische Angebotschocks werden zusätzliche Inflationschwankungen verursachen.

**7. Das Ende des 60/40-Portfolios.** Eine positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, wie im Fall strukturell erhöhter Inflationsraten, bedeutet, dass Anleihen keinen Schutz bieten, wenn das Wachstum nachlässt.

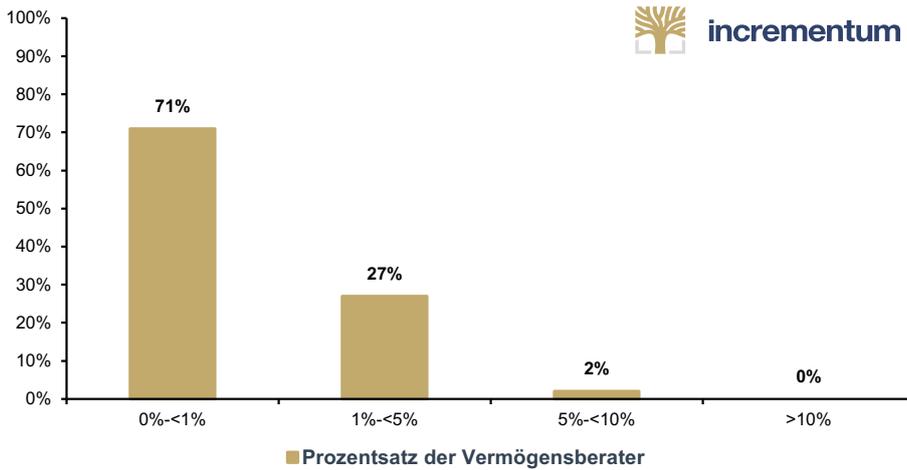
**8. Das neue Gold-Playbook der Notenbanker.** Der heilige Gral des 2%-Inflationszieles ist nicht mehr sakrosankt. Noch bevor die Marke nachhaltig wieder erreicht wurde, sprechen westliche Notenbanken offen von einem Kurswechsel zu einer weniger restriktiven Geldpolitik.

**9. Sichere-Hafen-Anlagen werden Mangelware.** Die Liste der liquiden Safe-Haven-Assets wird kürzer. Neue und alte Safe-Haven-Assets gewinnen an Bedeutung.

**10. Nicht inflationierbare Anlagen wie Gold, Silber, Rohstoffe, aber auch Bitcoin spielen für Anleger eine zunehmend wichtige Rolle.**

## Die optimale Gold-Allokation

In weiten Teilen der westlichen Anlegerschaft herrscht eine geringe Goldaffinität, wie eine Studie der Bank of America kürzlich bestätigte. Tatsächlich haben 71% der US-Finanzberater eine geringe bis gar keine Goldallokation, d. h. weniger als 1 Prozent ihres Portfolios.

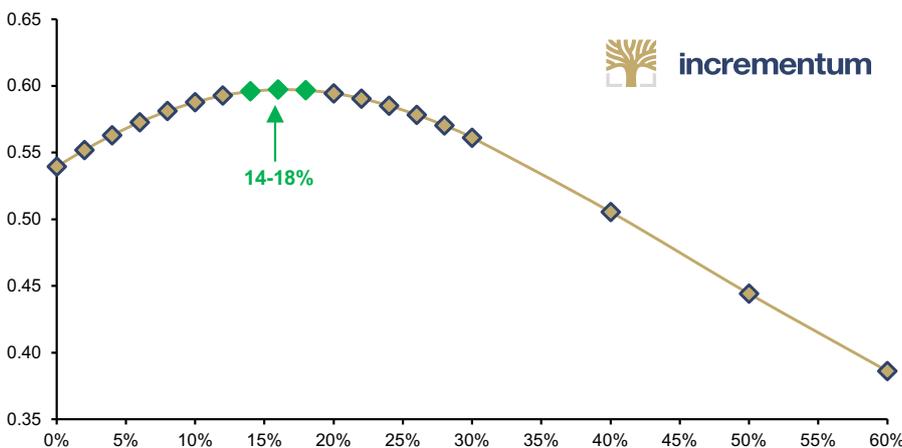


**Abb. 5: Gold-Allokation von Vermögensberatern, 2023**

Quelle: BofA Global Research, Crescat Capital, Incrementum AG

Die Bandbreite der in Studien vorgeschlagenen Gold-Allokation bewegt sich zwischen 10 und 19%, je nach Anlagezeitraum und den restlichen im Portfolio gehaltenen Assets. Selbst die geringste Allokation dieser Bandbreite liegt somit weit über dem Gold-Exposure einer Standard-Asset-Allocation. Basierend auf diesen Erkenntnissen haben wir die Auswirkungen verschiedener Goldallokationen in einem Aktien-/Anleihenportfolio analysiert.

Unsere Berechnungen zeigen, dass die Integration von Gold in ein Aktien-/Anleihen-Portfolio das Sharpe-Ratio klar positiv beeinflusst. Das Optimum wird in einem Allokationsbereich von 14–18% erreicht. Eine übermäßige Steigerung der Gold-Allokation führt hingegen zu einer Abnahme des Sharpe-Ratios.



**Abb. 6: Optimierung risikoadjustierter Renditen: Gold-Allokation (x-Achse), und Sharpe-**

**Ratio (y-Achse), 01/1970–04/2024, Quelle: Robert J. Shiller, Reuters Eikon, Incrementum AG**

## Minenaktien

Nach dem geglückten Ausbruch des Goldpreises ist nun die Zeit für Performance-Gold gekommen. Aktien sind jedoch kein einfaches Buy-and-hold-Investment, sondern verlangen ein aktives Management. Um eine fundierte, quantitative Investitionsentscheidung zu ermöglichen, wurde vom Vermögensverwalter das Incrementum Active Aurum-Signal entwickelt. Dieses Signal dient dazu, eine umfassende und systematische Analyse des Umfelds für Goldminenaktien aus verschiedenen Perspektiven durchzuführen. So soll ein günstiger Zeitpunkt für die Anpassung des Investitionsgrades im Portfolio bestimmt werden.

Das Timing für eine Portfolio-Umstellung, die den Regeländerungen im neuen Gold-Playbook gerecht werden, erscheint momentan attraktiv. Goldminenaktien könnten als Performance-Gold vom positiveren Sentiment im Goldmarkt überproportional profitieren, unter anderem weil der Kostendruck zuletzt etwas nachgelassen hat. Dass nun die Zeit für Goldminenaktien gekommen sein könnte, zeigt sich auch daran, dass das Incrementum Active Aurum-Signal seit Dezember 2023 eine offensive Positionierung empfiehlt.

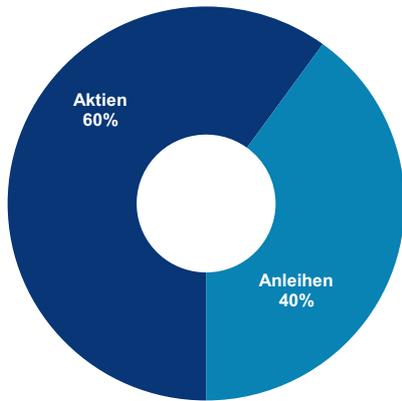
„Eine aktive Aktien-Strategie mithilfe unseres neuen, proprietären Incrementum Active Aurum-Signals ist aus unserer Sicht einer passiven Strategie sowohl aus Performance- als auch aus Risikosicht deutlich überlegen“, so Fondsmanager Stöferle.

## Das neue 60/40-Portfolio

Auch wenn das Nullzinsterrain verlassen wurde und tatsächlich wieder erwähnenswerte nominelle Renditen auf Anleihen zu lukrieren sind, sollte man sich nicht unkritisch der Nominalzins-Verlockung hingeben. Vor allem dann, wenn man an Zinspapiere mit längeren Laufzeiten denkt, welche aktuell nach wie vor deutlich schlechter rentieren als kurzfristige Veranlagungen.

Die beiden Fondsmanager bleiben der Anlageklasse (Staats-)Anleihen gegenüber weiterhin kritisch eingestellt. Schlagworte wie „Anything but Bonds“ oder auch De-Bondization – analog zu De-Dollarization – sind Ausdruck der sich ausbreitenden Skepsis insbesondere gegenüber fix-verzinsten Staatsanleihen. Dieser Prozess der Abwendung von diesem Anlageinstrument, das über Jahrzehnte als die sichere Anlage schlechthin galt, wird die Logik der Veranlagung grundlegend verändern. Eine entsprechende Berücksichtigung dessen sollte sich somit auch in traditionellen, gemischten Portfolios wie dem so genannten 60/40-Portfolio widerspiegeln.

Das alte 60/40-Portfolio



Das neue 60/40-Portfolio

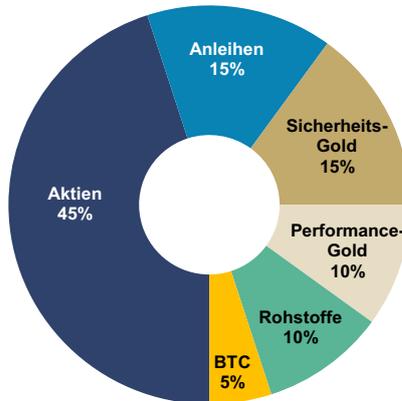


Abb. 7: Das alte und das neue 60/40-Portfolio, Quelle: Incrementum AG

„Angesichts der Neuordnung des internationalen Wirtschafts- und Machtgefüges, dem Erreichen der Grenzen der Schuldenfähigkeit und möglichen weiteren Inflationen ist es unserer Überzeugung nach empfehlenswert, eine Erhöhung des Anteils sowohl von Sicherheits-Gold als auch von Performance-Gold in Betracht zu ziehen. Daher haben wir eine Neuinterpretation des 60/40-Portfolios vorgenommen“, führt Fondsmanager Mark Valek aus. Für langfristig orientierte Anleger sieht es folgende Allokation vor:

Unter Sicherheits-Gold ist sicher verwahrtes physisches Gold zu verstehen, das als werthaltiger Notgroschen gehalten wird. Unter Performance-Gold verstehen wird hingegen Investments in Goldminenaktien, aber auch in Silber und Silberminenaktien. Diese Investitionen sollen einen höheren Ertrag bringen als physisches Gold, weisen aber auch eine entsprechend höhere Volatilität auf.

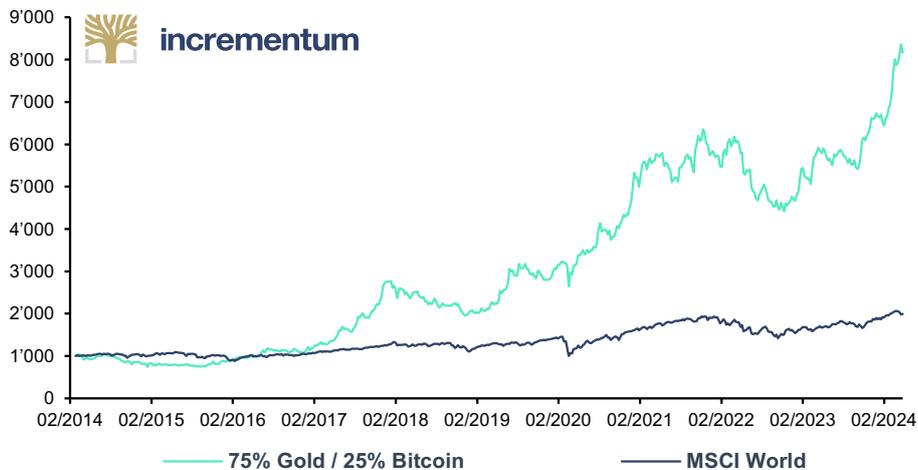


Abb. 8: 75% Gold / 25% Bitcoin\*, und MSCI World, 1,000 = 02/2014, 02/2014–04/2024

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

\*Wöchentliches Rebalancing

Neben Gold gibt es weitere Profiteure des neuen Regelwerks: Rohstoffe, die vom Bauernopfer zum Stabilitätsanker im Portfolio aufgestiegen sind, und Bitcoin als neue Spielfigur, die sich am Spielfeld etabliert.

„Unser Credo lautet seit Jahren: Gold und Bitcoin – gemeinsam stärker. Auch wenn die beiden Anlageklassen unterschiedlich sind, so ist eine Veranlagung in beiden Assets eine aktive Entscheidung, der Fiat-Welt den Rücken zuzukehren“, merkt Valek an.

## Ausblick

Auch in diesem Jahr wagen die beiden Fondsmanager eine Goldpreisprognose. „Wir bestätigen unser langfristiges Goldpreisziel, das wir im In Gold We Trust-Report 2020 basierend auf unserem proprietären Goldpreismodell berechnet haben. Dieses liegt im Basisszenario am Ende der Dekade bei 4.800 USD. Dies entspricht einer annualisierten Rendite von etwas über 12% p. a. bis zum Dezember 2030. Zum Vergleich, in den 2000er-Jahren lag die annualisierte Rendite bei knapp 14,5%, in den für Gold vergleichsweise renditearmen 2010er-Jahren lag der Wert bei 3,3%“, erklärt Valek und fügt hinzu: „Als Zwischenziel für das Jahresende 2024 ergibt sich auf Grundlage unserer Goldpreismodells ein Goldpreis von 2.665 USD.“



**Abb. 9:** Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Tatsächlicher und prognostizierter Goldpreis, in USD, 01/1970–12/2030, Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG