DER FONDS ANALYST

Professionelle Investmentstrategien mit den weltweit besten Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds
Eine Publikation der Greiff Research Institut GmbH

Nr. 18 vom 1. September 2025
Erscheinungsweise: 14-tägig
25. Jahrgang

Liebe Leserinnen und Leser,

wenn man sich die Performance-Ranglisten aller Aktienfonds, über alle Peergroups hinweg, seit Jahresbeginn anschaut, so dominieren zwei Bereiche: Europäischer Bankensektor sowie Gold(minen). In dieser Ausgabe widmen wir uns unter anderem intensiver dem Goldsektor, der nach einer längeren Durststrecke nun endlich Fahrt aufnimmt. Handelt es sich dabei eventuell nur um ein Strohfeuer? Wo liegt der Goldpreis in den nächsten Jahren? Wir haben uns mit zwei ausgewiesenen Goldexperten zum Interview verabredet, um genau diese und weitere Fragen zu klären. Da das Thema brandaktuell ist und die Aussichten für Gold im wahrsten Sinne des Wortes glänzend sind, gab es viele Fragen und entsprechend viele Antworten. Aus diesem Grund werden wir das Interview in zwei Teilen veröffentlichen, beginnend nun mit dem ersten Part:

Die Interview-Partner

Dabei handelt es sich um Joachim Berlenbach und Ronald-Peter Stoeferle. Berlenbach managt unter anderem den **Earth Gold Fund (WKN A0Q2SD)** und Stoeferle ist unter anderem verantwortlich für den **Incrementum Active Gold Fund (A4032M).** Beide Fonds haben wir bereits in einer der früheren Ausgaben im Detail vorgestellt, abrufbar in unserem Online-Archiv.

Welche Anlagestrategie verfolgen Sie mit Ihrem Goldfonds?

Berlenbach: *Der **Earth Gold Fund UI** konzentriert sich auf Aktien aus dem Edelmetallsektor – primär auf Gold- und Silberunternehmen, mit der Möglichkeit, selektiv auch Platin-Aktien beizumischen. Im Zentrum stehen unterbewertete Titel mit attraktivem Aufholpotenzial. Unsere Anlagestrategie basiert auf einer fundierten Kombination technischer und finanzieller Analyse. Besonders hervorzuheben ist die technische Fachkompetenz unseres Analystenteams, das aus Geologen, Bergbauingenieuren und Geophysikern mit operativer Erfahrung besteht – eine Expertise, die in der Branche selten zu finden ist.*

Stoeferle: Der ***Incrementum Active Gold Fund*** verfolgt einen aktiven Multi-Asset-Ansatz im Edelmetallsektor. Ziel ist eine Outperformance gegenüber dem Goldpreis bei gleichzeitig deutlich niedrigerer Volatilität als reine Minenaktienfonds. Das Investmentuniversum umfasst Edelmetalle via Metallkonten und ETCs (Gold und Silber), Gold- und Silberminenaktien, Royalty & Streaming-Gesellschaften, Unternehmensanleihen und Aktienoptionen und Warrants aus Private Placements. Die Allokation wird dynamisch über das proprietäre Incrementum Active Aurum Signal gesteuert, das fundamentale und zyklische Faktoren integriert. Der Investmentprozess kombiniert Fundamentalanalyse mit einem antizyklischen Markttiming – wie Gold mit GPS. Wichtig ist uns zu betonen, dass Minenaktien ganz klar „Top Down" gesteuert werden müssen, insofern haben wir den Fonds so aufgesetzt, dass wir extrem flexibel agieren können. Über den Zyklus gerechnet erwarten wir so eine deutliche Outperformance gegenüber herkömmlichen Goldaktienfonds.

Wie hoch ist der physische Goldanteil im Fonds?

Berlenbach: *Der Fonds investiert grundsätzlich nicht in physisches Gold. Stattdessen liegt der Fokus ausschließlich auf Aktien von Produzenten, Entwicklungsunternehmen/Developern und Explorationsfirmen im Edelmetallsektor.*

Stoeferle: *Der Fonds hält kein direktes physisches Gold in Tresoren, dies ist innerhalb von UCITS-Fonds nicht erlaubt. Über ETFs und Metallkonten besteht jedoch ein indirektes physisches Exposure. Im Fokus steht „Performance-Gold" – also renditestarke Anlageformen entlang der Wertschöpfungskette Gold.*

Wie beurteilen Sie die Rolle von Goldminenaktien im Vergleich zu physischem Gold?

Berlenbach: *Goldminenaktien fungieren als gehebelte Spielart des Goldmarkts: Sobald der Goldpreis steigt, profitieren Minenunternehmen überproportional – da viele Produktionskosten fix sind, fließt ein hoher Anteil des Mehrerlöses direkt in den Gewinn. Ein operatives Hebelverhältnis von 2- bis 3-fach ist möglich. Ein Beispiel: Liegen die Kosten bei USD 1.400/oz und der Preis steigt von USD 1.900 auf USD 2.400, verdoppeln sich die Gewinnmargen beim Produzenten – aus USD 500 werden USD 1.000/oz. Historien zeigen: In Bullenmärkten haben Minenaktien oft stärker performt als das Edelmetall selbst. Zwischen 2000 und 2011 stieg der Goldpreis um etwa 550 %, während Goldminenaktien um 690 % zulegten. Auch seit 2015 legten Mining-ETFs kräftiger zu: +182 % vs. +78 % beim Gold. Eine solche Outperformance beobachten wir auch aktuell wieder: Der GDX, ein Goldminen ETF, hat begonnen, physisches Gold signifikant zu outperformen. Aber Vorsicht: Der Hebel gilt natürlich für beide Richtungen.*

Stoeferle: *Physisches Gold ist der stabile Anker – Minenaktien sind der Hebel. Seit 2020 ist Gold in USD um 92 % gestiegen, viele Minenaktien hinken aber noch deutlich hinterher. Das Catch-up-Potenzial ist beträchtlich, besonders bei Small- und Mid-Caps. Oder anders gesagt: Gold ist der Ronald Koeman, Minen sind der Lamine Yamal.*

Wie gehen Sie mit der Volatilität im Goldsektor um?

Berlenbach: *Die Volatilität im Goldsektor ist bekanntlich hoch – sie ergibt sich aus schwankenden Rohstoffpreisen, geopolitischen Risiken, operativen Unsicherheiten sowie marktspezifischer Spekulation. Unser Umgang damit basiert auf einer konsequenten Diversifikationsstrategie, die über mehrere Dimensionen*

Wichtiger Hinweis: Zu möglichen Risiken und Interessenkonflikten bei den vorgestellten Anlagen beachten Sie bitte unseren Disclaimer auf der letzten Seite und unter www.derfondsanalyst.de

Greiff Research Institut GmbH
Munzinger Straße 5a
D-79111 Freiburg im Breisgau

www.derfondsanalyst.de
info@greiff-research.de
Tel. +49 761 76 76 95-0
Fax +49 761 76 76 95-59

hinweg greift.

Wir investieren gezielt in eine Mischung aus kleineren und größeren Unternehmen. Während große Produzenten in der Regel stabile Cashflows und Dividenden bieten und damit eine gewisse Grundstabilität ins Portfolio bringen, sorgen kleinere Explorations- und Entwicklungsfirmen für unternehmerisches Wachstumspotenzial und Performancehebel. Insbesondere Developer – also Unternehmen, die sich in der Umsetzungsphase eines Projekts befinden – bieten oft ein attraktives Rendite-Risiko-Profil: Sie haben bereits Substanz durch Entdeckungen aufgebaut und sind auf dem Weg in die Produktion, wodurch sich das operative Risiko deutlich reduziert, Stichwort „de-risking".

Ein weiterer zentraler Baustein ist die geografische Streuung. Wir investieren weltweit mit einem Fokus auf Regionen wie Südamerika, Afrika, Nordamerika und Australasien. Diese Diversifikation verringert die Abhängigkeit von lokalen politischen oder regulatorischen Entwicklungen und glättet regionale Konjunkturschwankungen. Darüber hinaus balancieren wir die Exposures gezielt zwischen Ländern mit etablierten Rechtsrahmen und solchen mit höheren Risiken, aber auch größerem Alpha-Potenzial.

Neben dieser strukturellen Diversifikation setzen wir auch auf aktives Risikomanagement. Dazu gehört ein diszipliniertes Positionsmanagement, bei dem risikoreichere Titel bewusst kleiner gewichtet werden.

Gleichzeitig achten wir auf eine möglichst geringe Korrelation zwischen den Portfoliopositionen, was in Phasen starker Marktausschläge zu einer Dämpfung der Gesamtschwankung führen kann.

In bestimmten Marktphasen nutzen wir zudem Liquiditätsreserven, um antizyklisch in überverkaufte Titel zu investieren. In Einzelfällen kann auch auf Absicherungsstrategien wie Gold-Futures zurückgegriffen werden, um systematische Risiken temporär zu reduzieren – immer unter Berücksichtigung des regulatorischen Rahmens.

Stoeferle: *Wir gehen mit der Volatilität um einerseits durch aktives Beta-Management und andererseits durch eine aktive Positionierung innerhalb der Sub-Assetklassen des Edelmetallsektors. Unser Aurum-Signal erlaubt es, in bullischen Phasen offensiv zu investieren – und in schwachen Märkten defensiv zu agieren. Das Ziel dabei ist die Erzielung einer besseren risikoadjustierten Performance als klassische Minenfonds. Darüber hinaus werden Optionen über Covered-Call Strategien zur Renditesteigerung eingesetzt.*

Beeinflussen makroökonomische Faktoren Ihre Allokationsentscheidungen im Fonds?

Berlenbach: *Ja, makroökonomische Entwicklungen fließen direkt in unsere Allokation ein. Steigt etwa der Silberpreis durch die stark zunehmende Nachfrage aus der Photovoltaik – mittlerweile über 230 Mio. Unzen jährlich – erhöhen wir gezielt unsere Gewichtung im Silberbereich. Auch geopolitische Trends berücksichtigen wir: So evaluieren wir beispielsweise eine stärkere Gewichtung von nordamerikanischen Produzenten, sollte es im Zuge der Trump-Zölle zu handelspolitischen Spannungen kommen. Solche Faktoren fließen laufend in unser Portfoliomanagement ein, um frühzeitig auf strukturelle Veränderungen reagieren zu können.*

Stoeferle: *Absolut. Die Fondsallokation wird maßgeblich durch eine Vielzahl makroökonomischer Einflussfaktoren bestimmt. Darunter fallen beispielsweise die relative Preisentwicklung von Energiepreisen vs. Goldpreisen, Inflationserwartungen, die Entwicklung der Realzinsen sowie die Zentralbankpolitik.*

Wie unterscheidet sich Ihr Fonds von anderen Goldfonds am Markt?

Berlenbach: *Unsere besondere Stärke liegt in der tiefen fachlichen Expertise unseres Analystenteams – technisch wie finanzmarktseitig. Diese Kombination ist selten und ermöglicht fundierte Investmententscheidungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette des Goldsektors. Die aktuell noch überschaubare Fondsgröße erlaubt uns zudem, flexibel und selektiv in kleinere, oft unterbewertete Unternehmen zu investieren, die von großen Fonds meist nicht abgedeckt werden – ein strategischer Vorteil, der sich positiv auf die Performance auswirkt.*

Stoeferle: *Der Fonds verfolgt einen außergewöhnlich aktiven Investmentprozess, bei dem Top-down-Faktoren wie Makrodaten systematisch in die Entscheidungsfindung einfließen. Das Aktien-Exposure wird aktiv über ein proprietäres Signal gesteuert. Der Fonds kann das Aktienexposure im defensiven Fall auf bis zu 25 % reduzieren und im offensiven Fall auf bis zu 100 % erhöhen. Aufgrund seiner Größe ist der Fonds in der Lage, Small- und Mid-Cap-Minenaktien deutlich zu übergewichten – etwas, das größeren Minenfonds aufgrund ihres Volumens in der Regel nicht möglich ist. Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist das breite Anlageuniversum: Aktien, Anleihen, Warrants, Optionen. Zudem haben wir ein tiefes Marktverständnis für Zyklen im Gold- und Minensektor.*

Für wen eignet sich ihr Fonds? Wie sehen Sie die Rolle von Gold im gemischten Portfolio eines Privatanlegers?

Berlenbach: *Unser Fonds eignet sich für Anleger, die an steigende Gold- und Silberpreise glauben und ihre Renditechancen in einem Edelmetall-Bullenmarkt aktiv nutzen möchten. Als spezialisierter Aktienfonds bietet er nicht nur einen positiven Hebel auf steigende Metallpreise, sondern auch Diversifikation gegenüber klassischen Aktienmärkten. Im gemischten Portfolio kann er eine wertvolle strategische Beimischung sein – insbesondere für Privatanleger, die eine inflationsgeschützte, rohstoffbasierte Komponente mit hohem Renditepotenzial suchen.*

Stoeferle: *Unser Fonds eignet sich für alle, die Gold nicht nur als Versicherung, sondern auch als renditefähigen Bestandteil im Portfolio verstehen. Besonders geeignet ist der Fonds für Anleger mit mittelfristigem Horizont, die nach Alternativen zum klassischen 60/40-Portfolio suchen. Unser Vorschlag lautet: 10–15 % Performance-Gold im neuen „Real Assets Core".*

Makro-Perspektiven

Earth Gold Fund UI

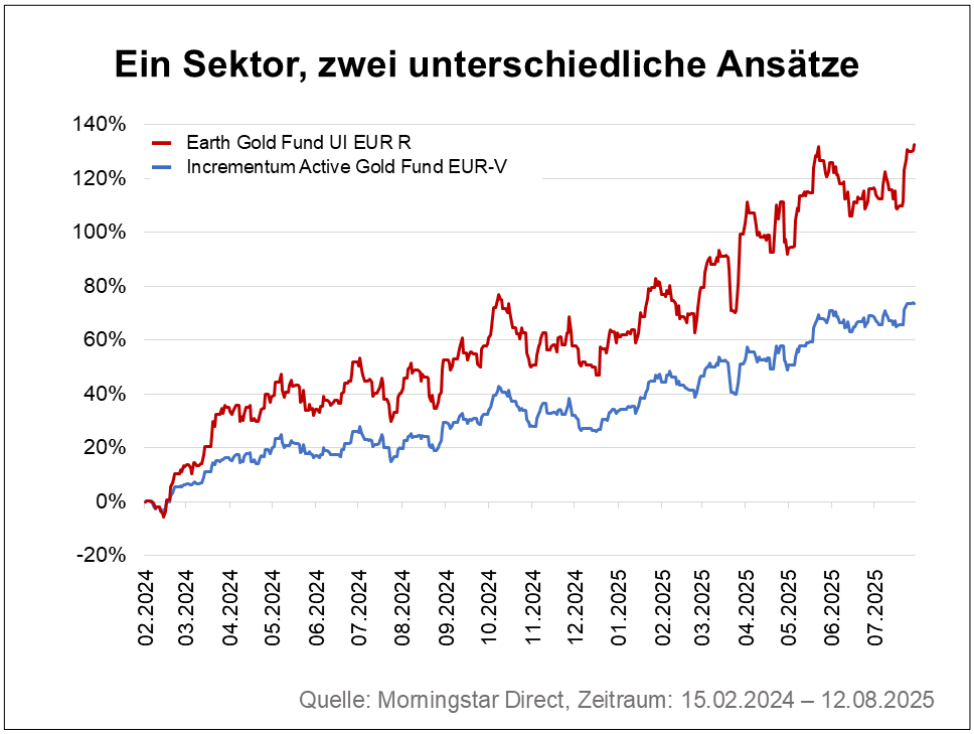
WKN	A0Q2SD
Auflagedatum	01.07.2008
Fondsvolumen	ca. 275 Mio. Euro
Verantwortlich	Earth Resource Investments
Peergroup	Equity Precious Metals
Kontakt	https://www.partnerlounge.de/fonds/earth-gold-fund-ui/

Soviel zu den Fonds, kommen wir nun zu den weiteren Aussichten im Gold-Sektor. Viele Anleger fragen sich, ob sich jetzt ein Einstieg noch lohnt, oder ob der Zug bereits abgefahren ist. Welche Argumente sprechen dafür, dass der Goldpreis weiter ansteigt und dadurch Goldminenaktien weiteren Rückenwind

verleiht? Auch hier haben wir bei Berlenbach und Stoeferle nachgehakt und sehr interessante Ein- und Ausblicke erhalten:

Wie schätzen Sie die mittel- bis langfristige Preisentwicklung von Gold ein?

Berlenbach: *Wir schätzen die mittel- bis längerfristige Preisentwicklung von Gold als äußerst positiv ein und haben in unserer langjährigen Erfahrung im Gold- und Rohstoffsektor selten einen derart starken Rückenwind für steigende Goldpreise erlebt. Die Gründe für unsere optimistische Einschätzung sind vielfältig: Zunehmende geopolitische Risiken – etwa die Konflikte im Nahen Osten im Iran, in Israel und dem Gazastreifen, der Ukraine-Krieg sowie die Spannungen zwischen China und den USA – erhöhen historisch betrachtet die Nachfrage nach sogenannten „Safe-Haven"-Assets wie Gold. Derzeit gibt es keine Anzeichen für eine nachhaltige Entspannung dieser Spannungsfelder – im Gegenteil: Wir erwarten eine zunehmende Flucht in sichere Häfen, insbesondere da die physische Goldnachfrage über das vergangene Jahrzehnt auf historisch niedrigem Niveau lag.*



Ein weiterer zentraler Faktor ist die globale De-Dollarisierung, insbesondere durch die verstärkten Goldkäufe von Zentralbanken. China – traditionell einer der größten Käufer von US-Treasuries – reduziert seine Bestände an US-Staatsanleihen deutlich, während es gleichzeitig in Rekordmengen Gold akkumuliert. Auch zahlreiche andere Zentralbanken weltweit stocken ihre Reserven spürbar auf. Retail-Investoren im Westen sind bislang nur zögerlich auf diesen Trend aufgesprungen – das dürfte sich jedoch bald ändern. Bei gleichzeitig wachsender Nachfrage und begrenztem Angebot – denn im Gegensatz zu Papierwährungen kann Gold bekanntlich nicht „gedruckt" werden – sehen wir die aktuelle Goldhausse erst am Anfang. Erste ETF-Zuflüsse deuten bereits darauf hin, dass auch Privatanleger in der westlichen Welt begonnen haben, Gold verstärkt in ihre Portfolios aufzunehmen. Doch das Potenzial in diesem Segment ist bei Weitem noch nicht ausgeschöpft.

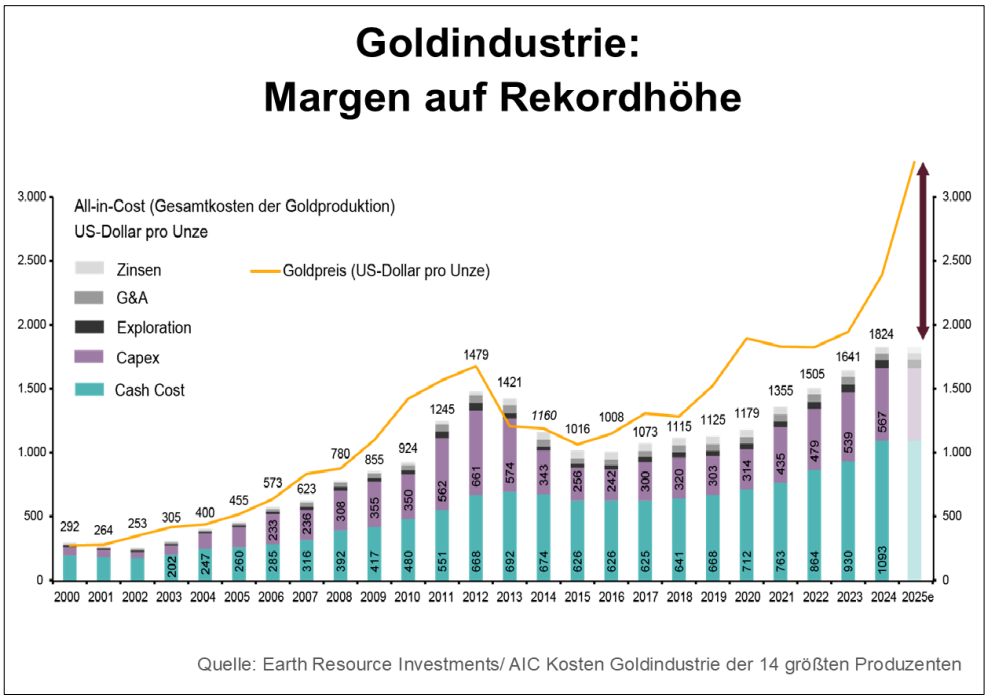
***Stoeferle:** Unsere Modelle ergeben im Basisszenario 2030 einen Goldpreis von USD 4.800/oz, und sollte ein Inflationsszenario eintreten sind bis zu USD 8.900/oz möglich. Gold verzeichnete 2024 allein 43 neue Allzeithochs, 22 weitere im ersten Quartal 2025. Damit steht das Metall an der Schwelle zur öffentlichen Euphoriephase – ganz nach Dow Theory.*

Welche makroökonomischen Faktoren sehen Sie mittel- bis langfristig als wichtigste Treiber für den Goldpreis?

Berlenbach: *Einer der zentralen makroökonomischen Faktoren ist die zunehmende globale, insbesondere aber die US-amerikanische Staatsverschuldung. Diese liegt aktuell bei rund 124 % des Bruttoinlandsprodukts – ein historisch hohes Niveau, das zuletzt während des Zweiten Weltkriegs erreicht wurde. Auch in Europa wachsen die fiskalischen Defizite – Deutschland, Frankreich und andere EU-Staaten bewegen sich in Richtung strukturell erhöhter Verschuldung. Im Zuge dessen schwindet bei vielen Investoren das Vertrauen in die langfristige Stabilität dieser Fiat-Währungen. Es wächst die Sorge, dass Staaten mittelfristig versuchen könnten, ihre Schulden durch expansive Geldpolitik zu entwerten – also durch Inflation. Gold dagegen ist ein nicht beliebig vermehrbares Real-Asset. Es lässt sich nicht „drucken" und wird daher zunehmend als alternative Währung und sicherer Wertspeicher geschätzt – besonders in Zeiten monetärer Instabilität.*

Steigende Inflation und wachsende Unsicherheit über den Kurs des US-Dollars erhöhen zudem das Risiko, dass die Kreditwürdigkeit der USA erneut herabgestuft wird – wie zuletzt 2023. Eine solche Rating-Abwertung würde die Refinanzierungskosten weiter in die Höhe treiben und könnte eine Abwärtsspirale aus sinkendem Vertrauen, steigenden Zinsen und Kapitalflucht in Gang setzen. In einem solchen Umfeld – geprägt von negativen Realzinsen, also wenn die Inflation die Nominalzinsen übersteigt – gewinnt Gold weiter an Attraktivität als inflationsgeschützter Vermögenswert.

Stoeferle: *Da sind zum einen die Zentralbankkäufe: Letztes Jahr wurden 1.086 Tonnen gekauf,t und damit waren es das dritte Jahr in Folge mehr als 1.000 Tonnen. Zudem muss man in dem Zusammenhang auch die US-Staatsverschuldung nennen: Die USA gaben im Februar 2024 mit rund 306 Mrd. USD mehr Zinsen aus als sie einnahmen (296 Mrd. USD). Auch die Inflation kann eine tragende Rolle einnehmen, denn die Kernraten sind recht „sticky", und nächste Inflationswelle baut sich gerade auf. Zu guter Letzt sind die De-Dollarisierung und geopolitischen Blöcke (BRICS+) zu nennen. Gold ist als neutrales Reserve-Asset der Profiteur einer Welt, in der Vertrauen schwindet und Schulden wachsen.*



Quelle: Earth Resource Investments/ AIC Kosten Goldindustrie der 14 größten Produzenten

Welche Auswirkungen hat die geopolitische Unsicherheit (z. B. Kriege, Handelskonflikte) auf den Goldpreis aus Ihrer Sicht?

Berlenbach: *Gold ist traditionell ein „safe-haven Asset". In Zeiten steigender geopolitischer Unruhe, aber auch finanzieller Umbrüche ist Gold immer ein Zufluchtsort gewesen. Das wird sich in der aktuellen Umbruchsphase (Stichwort „De-Dollarisierung") auch nicht ändern.*

Stoeferle: *Kriege, Sanktionen, Handelszölle, Embargos – all das treibt Gold. Hier ein Beispiel: Die USA importierten 2024 über 2.000 t Gold – ein Rekord. Wir nennen das: geopolitische „Gold-Hamsterei".*

Wie bewerten Sie die wachsende Nachfrage nach Gold in Schwellenländern, insbesondere China und Indien?

Berlenbach: *Zunehmend, es wird mehr Gold gekauft. Als Käufer treten zum Beispiel Zentralbanken auf, aber auch Retailkäufer in China.*

Stoeferle: *China und Indien verantworten über 50 % der globalen Schmuck- und Investmentnachfrage. Chinas Zentralbank erhöhte 2024 ihre Bestände um über 300 t. Die Shanghai Gold Exchange gewinnt global an Bedeutung, und Indien importiert traditionell über 800 t Gold pro Jahr, Tendenz steigend. Asien denkt langfristig – und das zunehmend auch in Gold.*

Sehen Sie eine zunehmende Bedeutung von Zentralbankkäufen für den Goldpreis?

Berlenbach: *Ja, auf alle Fälle, wie bei der Frage betreffend die Preisentwicklung des Goldpreises bereits ausführlicher dargestellt.*

Stoeferle: *Seit 2009 sind Zentralbanken Nettokäufer, seit 2022 massiv. Warum das so ist, ist für mich klar: Es besteht ein Misstrauen gegenüber den USD-Reserven nach dem Einfrieren russischer Guthaben. Gold ist der letzte verbleibende Reservewert ohne Gegenparteirisiko. Man könnte auch sagen: Die Notenbanken wissen, dass der große Reset kommt – und kaufen Gold, bevor es andere tun.*

Incrementum Active Gold Fund

WKN	*A4032M*
Auflagedatum	*15.02.2024*
Fondsvolumen	*ca. 12 Mio. Euro*
Verantwortlich	*Incrementum AG*
Peergroup	*Equity Precious Metals*
Kontakt	*https://www.incrementum.li/investmentfonds/incrementum-active-gold-fund/*

Wie nachhaltig ist das aktuelle Produktionsniveau im Goldbergbau?

Berlenbach: *Die Nachhaltigkeit des aktuellen Produktionsniveaus im Goldbergbau ist zunehmend fraglich – sowohl aus geologischer als auch aus ökonomischer und geopolitischer Sicht. Die leicht zugänglichen Lagerstätten, also die „low-hanging fruits", sind weitgehend entdeckt und ausgebeutet worden. Neue Vorkommen sind seltener geworden, schwieriger zu erschließen und liegen häufig in geologisch oder geographisch anspruchsvollen Regionen. Gleichzeitig sinken die durchschnittlichen Goldgehalte in den Erzen seit Jahren kontinuierlich. Um dies zu kompensieren, müssen künftige Lagerstätten wesentlich größer dimensioniert sein, um sogenannte „economies of scale" zu erreichen. Die Entwicklung neuer Großprojekte ist jedoch mit erheblichen Investitionen verbunden. Aus all diesen und weiteren Gründen muss der langfristige Goldpreis über der sogenannten Hurdle Rate liegen, damit sich neue Investitionen überhaupt rechnen. Die Zahl wirklich großer neuer Lagerstätten ist deutlich rückläufig. Mein Fazit: Das derzeitige Produktionsniveau ist langfristig nicht nachhaltig. Es deutet sich vielmehr eine strukturelle Knappheit auf der Angebotsseite an – ein Faktor, der zusammen mit einer robusten Nachfrageentwicklung, unter anderem durch Zentralbankkäufe und Nachfrage aus Schwellenländern, mittelfristig preisstützend wirken dürfte.*

Stoeferle: *Die Größenordnung neuer Funde ist auf einem historisch niedrigen Niveau. Eine große Rolle spielen zudem die „All-in Sustaining Costs", die derzeit bei mehr als 1.500 USD/oz liegen. Darüber hinaus nehmen die ESG- und politischen Risiken zu, und Zulassungsverfahren, z.B. in Peru oder Kanada, dauern 8–15 Jahre. Mein Fazit lautet: Gold ist knapp, und es wird knapper.*

Wie bewerten Sie den Einfluss großer Gold-ETFs auf den Markt? Stabilisieren oder verzerren sie den Preis?

Berlenbach: *Gold ETFs haben teilweise hohe Liquidität, wie beispielsweise der SPDR Gold Shares ETF. Dadurch können sie den Markt durchaus verzerren, zum Beispiel während Zeiten steigender Realzinsen.*

Stöferle: *Gold-ETFs haben zweifellos zur Demokratisierung des Goldmarkts beigetragen, indem sie Gold liquider und zugänglicher gemacht haben – gerade für westliche Finanz-Investoren. Dennoch muss man festhalten: ETF-Bestände sind volatil, wie*

man an den massiven Outflows 2022–2023 gesehen hat versus erster Rückkehr westlicher Nachfrage seit 2024. Gold ist von strategischen Händen in zittrige gewechselt und jetzt zurück. Die physische Nachfrage ist heute der wahre Preissetzer, nicht mehr ETF-Flows alleine. Die COMEX-Prämien mit +68 USD zum London-Fix zeigen, dass physisches Gold gefragter ist denn je. Die Zentralbanken kaufen, ETFs handeln: Der ETF-Markt ist wie ein Spiegel für westliches Sentiment, aber nicht der Motor des Goldpreises. Gold-ETFs sind ein Thermometer – keine Heizung.

Wie beurteilen Sie die Auswirkungen digitaler Währungen (CBDCs oder Bitcoin) auf die Rolle von Gold als Wertaufbewahrungsmittel?

Berlenbach: *Dazu fehlt mir die nötige Expertise.*

Stöferle: *CBDCs ist digitales Fiat-Geld mit Totalüberwachung. Wenn hier das Vertrauen fehlt, hilft auch eine Blockchain nicht. Das ist in meinen Augen kein Fortschritt, sondern „Fiat 2.0" mit Social Score. Anders sehe ich es bei Bitcoin: Dabei handelt es sich um ein neutrales, zensurresistentes Asset, ähnlich wie Gold. Viele Länder wie beispielsweise El Salvador halten bereits Bitcoin-Reserven. Gold ist die Stabilität, Bitcoin die Konvexität. Beide profitieren vom Vertrauensverlust ins bestehende Währungssystem. Man könnte auch sagen: Gold ist die Arche, Bitcoin der Rettungsring – beide schwimmen auf demselben Meer der monetären Erosion.*

In der Vergangenheit haben viele Unternehmen ihre Produktion auf Termin verkauft und dann nicht mehr von steigenden Preisen profitiert. Wie sind die Hegdequoten der Goldförderer derzeit?

Berlenbach: *Hedging ist bei Goldproduzenten heute kaum noch ein Thema. Die meisten Unternehmen verzichten bewusst darauf, ihre Produktion im Voraus zu festen Preisen zu verkaufen, um vollständig ansteigenden Goldpreisen partizipieren zu können. Nur in Ausnahmefällen – etwa auf Forderung von finanzierenden Banken – werden begrenzte Hedgepositionen eingegangen; die globale Hedgequote liegt aktuell deutlich unter 10 % der Jahresproduktion.*

Stöferle: *In den 2010er-Jahren haben viele Produzenten zu früh gehedged – und die Hausse verpasst. Aktuell sind die Hedgequoten historisch niedrig. Denn nur noch rund 1,5 % der globalen Produktion ist gehedged – ein Tiefstand seit Beginn der Erhebungen. Die Miners setzen auf Preissteigerungen und nicht auf Preisabsicherung, vor allem zu beobachten bei Juniors und Mid-Tiers. Die Gründe liegen auf der Hand: Es ist ein spürbares Vertrauen in die Hausse vorhanden, Investoren verlangen einen Hebel auf den Goldpreis und Kapitalmärkte honorieren „unhedged". Unser Active Aurum Signal blinkt auf „Offense"*

Kommen wir zum kleinen Bruder von Gold: Die Gold/Silber Ratio ist wieder sehr hoch. Sehen Sie Aufholpotenzial bei Silber?

Berlenbach: *Auf jeden Fall. Silber hat aus unserer Sicht klares Aufholpotenzial. Neben seiner Funktion als Edelmetall gewinnt es durch seine hervorragenden Leitungseigenschaften zunehmend an Bedeutung in industriellen Anwendungen, insbesondere in der Photovoltaik, wo bereits rund 25 % der weltweiten Silberproduktion eingesetzt werden. Angesichts wachsender technologischer Nachfrage und einer historisch hohen Gold/Silber-Ratio erwarten wir mittelfristig eine Outperformance des Silberpreises gegenüber Gold.*

Stöferle: *Ja, unbedingt. Die Gold/Silber-Ratio liegt bei >85, und Silber hatte vier Jahre in Folge ein Angebotsdefizit. Aus der Industrie kommt eine hohe Nachfrage nach Silber aus den Sektoren Solar, Halbleiter sowie AI. Unser Preisziel für die nächste Phase liegt bei $ 46/oz (+/– $ 3). Silber ist nicht der kleine Bruder von Gold – es ist der turboaufgeladene Cousin.*

Es gibt viele Anlageangebote in sogenanntem Papiergold. Können Sie sagen, um wieviel diese Papierkontrakte die tatsächliche verfügbare Goldmenge übersteigen? Können die Herausgeber dieser „Goldzertifikate" tatsächlich liefern, wenn es darauf ankommt?

Berlenbach: *Genaue Zahlen habe ich nicht, habe aber gehört, dass Kontrakte an den Terminbörsen wie zum Beispiel an der COMEX das 50–100-fache des physisch gehandelten Goldes betragen soll.*

Stöferle: *Die Anzahl der offenen Papierkontrakte, vor allem Futures und Optionen, übersteigt die physisch verfügbare Menge um ein Vielfaches. Papiergold ist ein Versprechen – physisches Gold ist der Beweis.*

Ronald Stöferle:
„Wir stehen nicht vor dem Goldbullenmarkt – wir sind mittendrin"

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 18.08.2020 – 18.08.2025

Sie sind nun schon einige Jahre an den Finanzmärkten aktiv und haben schon viel erlebt. Haben Sie in Ihrer Laufbahn schon mal eine Phase erlebt, in der das Umfeld und die Rahmenbedingungen ähnlich attraktiv waren wie heute?

Berlenbach: *Nein, in der Tat habe ich in all den Jahren an den Finanzmärkten noch nie ein derart günstiges Umfeld für Gold und Edelmetalle erlebt wie heute. Besonders die zunehmende De-Dollarisierung im globalen*

Währungssystem wirkt als struktureller Katalysator und verleiht dem Goldmarkt eine ganz neue Dynamik. Goldminenaktien erscheinen dabei sogar noch attraktiver, da sie durch ihren operativen Hebel auf den Goldpreis ein überproportionales Potenzial bieten – wir sehen den Sektor aktuell an einem idealen Einstiegspunkt mit langfristiger Perspektive.

Stöferle: *Noch nie war die Kombination aus explodierenden Schulden (+56 % in 5 Jahren), zentralbankseitiger Goldnachfrage (3 Jahre >1.000 t) und einem monetärem Vertrauensverlust so explosiv. Dabei werden Erinnerungen an die 1970er & 2000er wach, aber diesmal ist es globaler, fundamentaler, irreversibler. Was hinzukommt: Gold hat 43 Allzeithochs in 2024 erreicht, dennoch bleibt die institutionelle Allokation unter 1 %. Ich sehe das so: Wir stehen nicht vor dem Goldbullenmarkt – wir sind mittendrin. Die Masse hat es nur noch nicht bemerkt.*

Trotz aller „Euphorie" und des positiven Umfelds: Wer oder was könnte dem Goldpreis oder den Goldminen in die Suppe spucken und dafür sorgen, dass das immense Potenzial nicht vollends zur Entfaltung kommt oder gar für rückläufige Kurse sorgt?

Berlenbach: *Bei unvorhersehbaren geopolitischen Extremszenarien wie einem globalen Krieg oder großflächigen Hungerkatastrophen dürfte die Nachfrage nach Gold kurzfristig in den Hintergrund treten – die Menschen hätten dann andere Probleme. Auch stark steigende Realzinsen oder ein plötzlicher Vertrauensschub in Fiat-Währungen könnten den Goldpreis belasten. Wir sehen den Trend jedoch eher in Richtung eines fragiler werdenden Währungssystems und tendenziell fallender Realzinsen. Im Minensektor könnten unerwartete Kostenexplosionen – etwa durch Energiepreise, politische Eingriffe oder ESG-Auflagen – die Kursentwicklung einzelner Titel beeinträchtigen. Genau deshalb ist gezieltes Stockpicking im Goldminenbereich entscheidend, um Qualität von Risiko klar zu unterscheiden.*

Stöferle: *Es kann sicherlich eine technische Verschnaufpause geben. Anhand der Charts erkennt man, dass wir eine kurzfristige Überkauft-Situation haben. Zudem ist eine temporäre saisonale Schwäche und ein starker USD-Impuls möglich. Ein Rücksetzer bis USD 2.800 wäre technisch nicht unlogisch, auch wenn fundamentale Käufer wie Zentralbanken und asiatische Länder tiefer einsammeln. Ansteigende Zinsen sowie eine US-Dollar-Stärke könnten ebenfalls störend sein. Eine geopolitische Entspannung, also ein echter Russland-Ukraine-Frieden, würde die Risikoprämie kürzen. IGWT25 sieht das aber als sehr unwahrscheinlich. Politische Eingriffe wie Import-/Exportrestriktionen in Schlüsselmärkten wie Indien oder China könnten die Nachfrage bremsen. Was sich auch bremsend auf den Goldpreis auswirken könnte, sind fehlende westliche Institutionen. Der große Zufluss von US- und EU-Pensionskassen steht noch aus. Bleibt er aus, kommt der Bullenlauf zwar, aber eben gemächlicher. Selbst der größte Sturm hat Flauten – wichtig ist, das Segel nicht einzuholen.*

Der Goldpreis notiert um das All-Time-High und auch ausgewählte Minenwerte konnten in den letzten Wochen kräftig zulegen. Ist da überhaupt noch Potenzial für weitere Kurssteigerungen vorhanden?

Berlenbach: *Ich bin fest davon überzeugt, dass wir uns erst am Anfang eines strukturellen Bull Runs im Gold- und Goldminensektor befinden – und nicht etwa am Ende. In der Tat notiert der Goldpreis um sein Allzeithoch, doch viele fundamentale Faktoren deuten darauf hin, dass der Preis weiter steigen wird. Bei den Produzenten liegen die Free-Cash-Flow-Margen auf historischen Rekordständen, teils sogar über 50 %. Dies ist in den Aktienkursen noch gar nicht eingepreist (siehe Grafik Seite 2). Gleichzeitig zeigt sich die Branche heute so diszipliniert wie selten zuvor: Statt in teure Expansionen zu investieren, konzentrieren sich viele Unternehmen auf Dividenden, Aktienrückkäufe und Schuldenabbau – eine neue Qualität in der Kapitalallokation. Und zusätzlich zu all den oben genannten Kräften, die den Goldpreis nach oben ziehen: Viele institutionelle Investoren sind bislang noch untergewichtet im Sektor – sobald Kapitalflüsse zurückkehren, könnte eine Neubewertung der Goldaktien auf breiter Front einsetzen.*

Stöferle: *Wenn man es in einem historischen Kontext sieht: Wir sahen 76 All Time Highs seit 2020 versus 209 in den 1970ern – wir sind also eher im Mittelteil des Films. Die Preisziele laut IGWT-Modell liegen im Basisszenario bei USD 4.800 bis 2030; im Inflationsszenario sogar bei USD 6.800 bis USD 8.900. Der Minensektor dient als eine Art „Coiled Spring": Jetzt ist es Zeit für Performancegold: Silber, Minenaktien und Commodities! Die Zentralbankkäufe fungieren hierbei als Anker. Denn 3 Jahre in Folge kaufen sie Gold in Höhe von mehr als 1.000 Tonnen, das ist ein beispielloser „Bodenleger" im Markt und wird sich weiter fortsetzen. Dazu kommen diverse Makro-Treiber: Die US-Zinslast mit mehr als USD 1 Bio. Pro Jahr, die De-Dollarisierung, die BRICS-Expansion sowie eine mögliche strategische USD-Abwertung („Mar-a-Lago Accord").*

Der faire Wert

Stockpicker berechnen oft den fairen Wert eines Unternehmens, um einschätzen zu können, ob sich der Kauf der Aktie lohnt. Aber gibt es eigentlich so etwas wie den „fairen Wert" von Gold? Denn Kennzahlen wie KGV, KBV etc. gibt es bei Gold bekanntlich nicht. Danach haben wir den Fondsmanager des Earth Gold Fund UI gefragt.

Berlenbach: *Meines Erachtens ist die Basis des Goldpreises vom Free Cash Flow Break-Even-Preis bestimmt. Wenn der Goldpreis unter diesen Preis fällt, wird dies sehr schnell einen Einfluss auf Produktion und Exploration haben und die Förderquoten werden soweit sinken, dass das Angebot der Nachfrage nicht mehr folgen kann – der Preis steigt wieder. Also eine Art Schweinezyklus. Ein schönes Beispiel ist der Goldstandard bis 1971, als er von Nixon aufgelöst wurde: Der Preis war bis 1971 bei US-Dollar 35 pro Unze festgelegt worden. Dies bedeutet, dass die durchschnittlichen Gesamtkosten (AIC) unterhalb dieses Preises liegen mussten, was auch der Fall war. Läge der Goldstandard immer noch bei diesem Preis, würde heute keine einzige Unze Gold mehr produziert werden. Dies ist auch ein Argument für langfristige steigende Goldpreise: Da der Break-Even-Preis steigen wird, muss auch der langfristige Goldpreis steigen. In 20 Jahren werden wir bei 3.000 US-Dollar pro Unze kein Gold mehr produzieren können aufgrund der Inflation der Produktionskosten und fallender Erzgehalte. Dies ist ein selten kommuniziertes Argument für langfristig orientierte Goldinvestoren.*

Fazit

Aufgrund des Umfelds und der nachvollziehbaren Argumente ist die Chance groß, dass der Goldbullenmarkt erst begonnen hat und über weiteres hohes Potenzial verfügt. Dabei sollte man sich von temporären schwächeren Phasen nicht irritieren lassen. Wer an einem weiteren Anstieg des Goldpreises und ausgewählter Minenaktien partizipieren will, sollte sich den **Earth Gold Fund UI** oder den Multi-Asset-Ansatz des **Incrementum Active Gold Fund** näher anschauen. Beide Fonds haben wir bereits in früheren Ausgaben im Detail vorgestellt. Ob tatsächlich weiterhin „goldene Zeiten" vor uns liegen, werden wir zu einem späteren Zeitpunkt überprüfen.

Bis zur kommenden Ausgabe verbleiben wir herzlichst

Michael Bohn **Markus Kaiser** **Werner Lang**

„Zufriedenheit ist der Stein der Weisen, der alles in Gold verwandelt, das er berührt."

Benjamin Franklin

DER FONDS ANALYST ist ein zweimal monatlich erscheinender Informationsdienst für professionelle Investmentstrategien in internationalen Aktien-, Renten- und Spezial-Fonds. Herausgeber ist die Greiff Research Institut GmbH, ein Analyseinstitut für fondsbasierte Anlagestrategien. Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang. Verantwortlicher Redakteur: Michael Bohn, Leitung Fondsanalyse und Redaktion (ViSdP) • weitere Redakteure: Werner Lang Verlag: Greiff Research Institut GmbH, Munzinger Str. 5a, D-79111 Freiburg i.Br. • Geschäftsführer: Markus Kaiser, Werner Lang • HRB 715980 • USt.-Id.-Nr.: DE815685325 • Tel. 0761/76 76 95 0, Fax: 0761/ 76 76 95 59. Der Abonnementpreis beträgt EUR 29,50 inkl. MwSt. pro Monat inkl. Versandkosten

Disclaimer: Die in diesem Brief veröffentlichten Angaben beruhen auf Quellen, die wir als seriös und verlässlich einschätzen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationsquellen kann nicht übernommen werden. Weder unsere Musterdepots noch Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren stellen eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Produkten dar. Der Newsletter darf deshalb nicht als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, da darin lediglich die subjektive Meinung des jeweiligen Autors reflektiert wird. Leser, die auf Grund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln vollständig auf eigene Gefahr und sollten sich in jedem Fall von ihrer Haus- bzw. Depotbank beraten lassen, inwieweit die vorgestellten Anlagen zum persönlichen Risikoprofil passen. Dieser Newsletter kann diese Beratungsfunktion nicht übernehmen. Des Weiteren können Verlag, Autor oder nahestehende Dritte Longpositionen in den besprochenen Anlagen eingegangen sein. In diesem Fall liegt ein Interessenkonflikt im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung EU Nr. 596/2014 vor, den wir unten offenlegen. Bei den analysierten Wertpapieren oder derivativen Produkten handelt es sich um Anlagen mit überdurchschnittlichem Risiko. Insbesondere bei Optionsscheinen oder Auslandsaktien besteht das Risiko eines Totalverlustes. Eigenverantwortliche Anlageentscheidungen im Wertpapiergeschäft darf der Anleger deshalb nur bei eingehender Kenntnis der Materie in Erwägung ziehen. Weitere Details im Hinblick auf bestehende Risiken sowie weitere bestehende Eigenpositionen werden im ausführlichen Disclaimer unter der Internetadresse www.derfondsanalyst.de/eigenpositionen offengelegt. Mit dem Bezug dieser Information erkennt der Leser diesen Disclaimer an und stellt den Verlag von allen Haftungs- und Gewährleistungsansprüchen frei.