

Rückblick 2024

Der Rückblick auf 2024 zeigt für den *Earth Gold Fund UI* eine sehr erfreuliche Entwicklung (+34,01% Anteilklasse EUR I), sowohl in relativer als auch in absoluter Hinsicht. Nur wenige Gold-Portfolios konnten den Goldpreis (+27 %) angesichts fehlenden Anlegerinteresses in Goldaktien über das Jahr hinweg outperformen.

Edelmetalle erlebten ein Rekordjahr, in dem Gold mehrere Allzeithochs erreichte. Starke Käufe der Zentralbanken trieben die Preise in der ersten Jahreshälfte in die Höhe, während die Zinssenkungen der US-Notenbank in der zweiten Jahreshälfte diese Dynamik verstärkten. Der Preisanstieg von Gold und Silber setzte sich trotz eines starken US-Dollars und hoher US-Realrenditen fort. In der Tat ist eine wichtige Erkenntnis für 2024, dass die historisch inverse Beziehung von Gold zu den US-Realrenditen begonnen hat, zusammenzuberechnen: Obwohl die Realrenditen stiegen, setzte auch der Goldpreis seinen Aufwärtstrend fort, unterstützt von Zentralbankkäufen und Barren-, Münzen- und OTC-Käufen.

In einem global zunehmend komplexen Umfeld erwarten wir, dass Gold weiterhin im Aufwärtstrend bleibt, auch wenn in Q4 2024 und im Dezember Investoren sich zurückzogen und der „Trump Trade“ zu Rekordhöhen in den allgemeinen Aktiensektoren führte, während Gold- und Rohstoffaktien fielen. Da Goldaktien über das letzte Jahr hinweg nur wenige Käufer finden konnten, könnte sich dies im neuen Jahr bei weiter steigendem Goldpreis allerdings ändern und der Sektor zunehmend „auf dem Radarschirm“ von Investoren erscheinen. Unterstützung für Gold könnte neben den global steigenden Inflations- und Schuldenentwicklungen auch aus China kommen: Reuters berichtete, dass China 2025 einen Plan zur Abwertung des RMB in Betracht zieht, um den erwarteten US-Zöllen unter einem Trump-Regime entgegenzuwirken. Dies würde uns nicht überraschen, birgt aber das Risiko von Kapitalabflüssen in einer Zeit, in der Peking versucht, die inländischen Wirtschaftssektoren wieder anzukurbeln. Gold könnte dabei als Nutznießer gesehen werden, da es chinesischen Anlegern die Möglichkeit bietet, Kapitalkontrollen zu umgehen.

Neben Gold bleiben wir weiterhin sehr zuversichtlich über die Entwicklung des Silberpreises, dessen hybride Anlagecharakteristiken (Edel- und Industriemetal) auf zunehmende Engpässe hinweist (siehe Diskussion weiter unten). Der Fonds soll angesichts unseres sehr positiven Ausblicks auf den Edelmetallsektor weiterhin voll investiert bleiben.

Preisentwicklungen

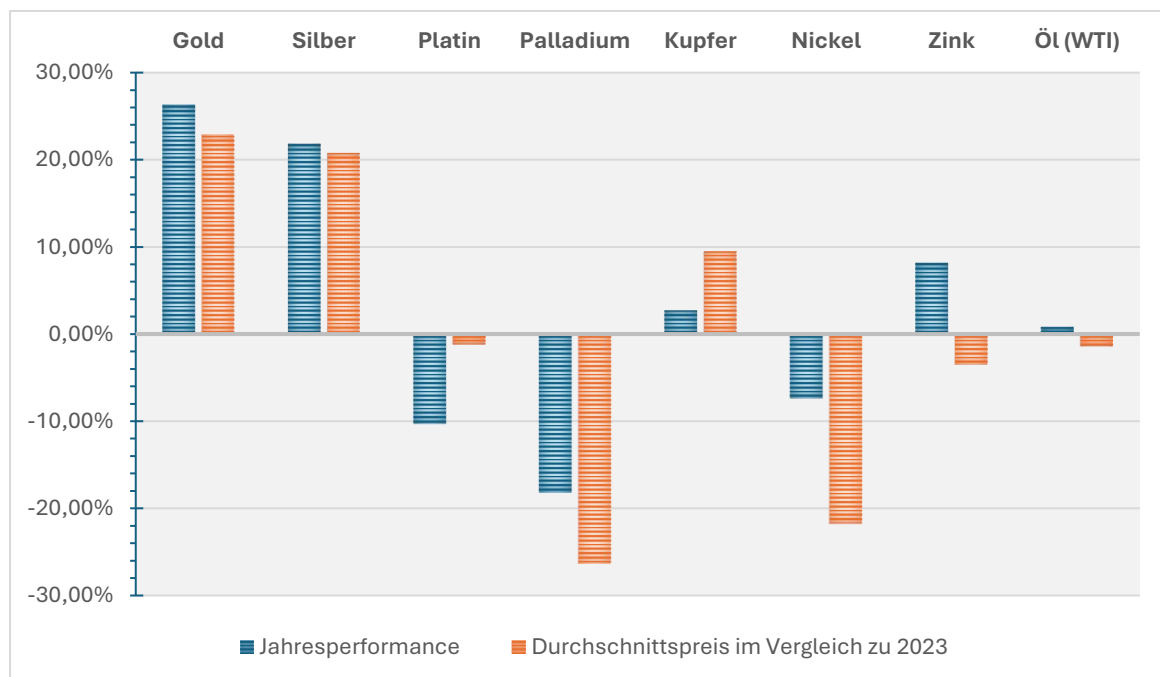
Trotz der Preiskorrektur im 4. Quartal 2024 erreichte Gold im Jahr 2024 ein neues Allzeithoch am 31. Oktober 2024 mit 2.790 US-Dollar pro Unze. Der Jahresdurchschnitt lag bei 2.388 US-Dollar pro Unze, was einem Anstieg von 22,9 % gegenüber dem Durchschnitt von 1.943 US-Dollar pro Unze im Jahr 2023 entspricht. Das gelbe Metall beendete das Jahr bei 2.606 US-Dollar pro Unze, was einem Anstieg von 26,3 %

gegenüber dem Vorjahr entspricht und den Anstieg von 13,1 % im Jahr 2023 und eine Rendite von 0,2 % im Jahr 2022 deutlich übertrifft.

Auch Silber schnitt gut ab und erreichte im Jahresdurchschnitt 28,26 US-Dollar pro Unze, was einem Anstieg von 20,8 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Silber beendete das Jahr bei 28,97 US-Dollar pro Unze, was einem Anstieg von 21,8 % gegenüber dem Vorjahr entspricht, nach einem Rückgang von 0,9 % im Jahr 2023 und einem Anstieg von 3 % im Jahr 2022.

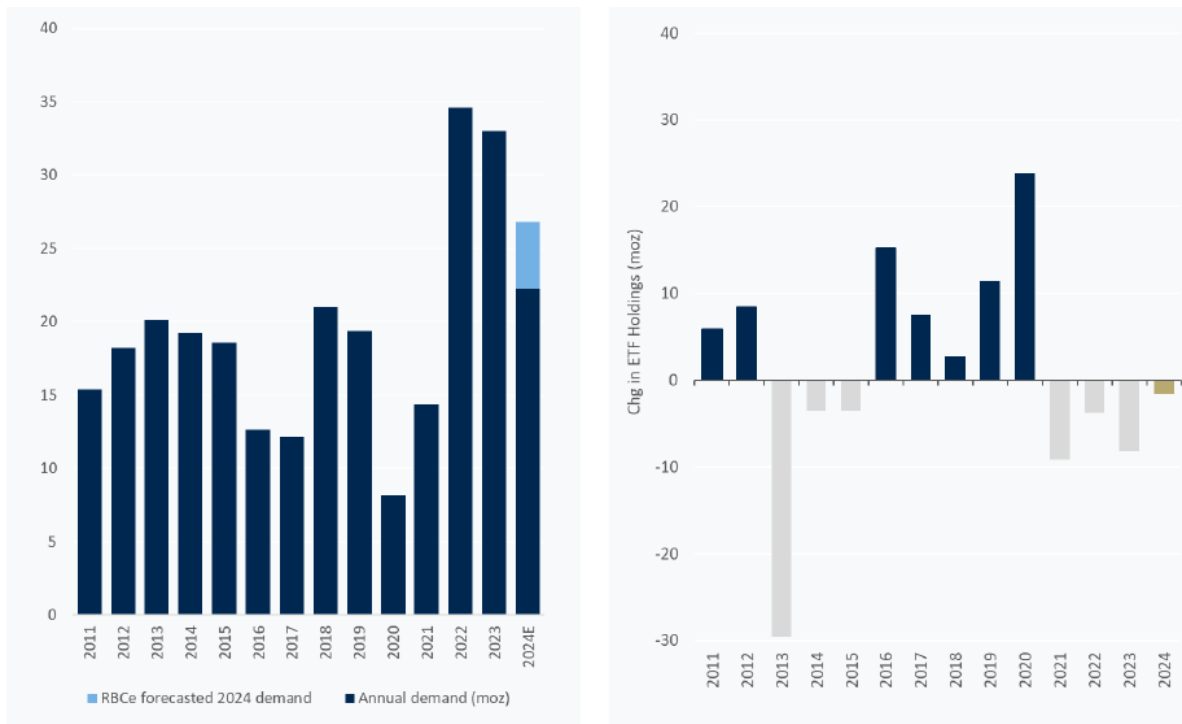
PGMs (Platinum Group Metals) hatten erneut mit einer farblosen Nachfrage zu kämpfen. Platin und Palladium fielen im Jahresvergleich um 10,3 % bzw. 18,2 %, was auf die angeschlagenen europäischen Autohersteller zurückgeführt werden kann. Ebenso blieben Diamanten angesichts der hohen oberirdischen Lagerbestände und der allgemeinen Verlangsamung des Luxusmarktes nach Covid in Ungnade gefallen.

Abbildung 1: Performance ausgewählter Rohstoffpreise in 2024 (blau: Jahresperformance; rot: Durchschnittspreis im Vergleich zum Vorjahr). Gold und Silber waren die Outperformer in 2024



Quelle: CapIQ, ERI

Abbildung 2: Goldkäufe der Zentralbanken (linke Seite; in Millionen Unzen) waren die Haupttreiber für den Anstieg des Goldpreises, während ETF-Käufe (rechte Seite) gedämpft ausfielen



Quelle: RBC

Goldaktien-Performance: „It is a Stockpicker’s World“

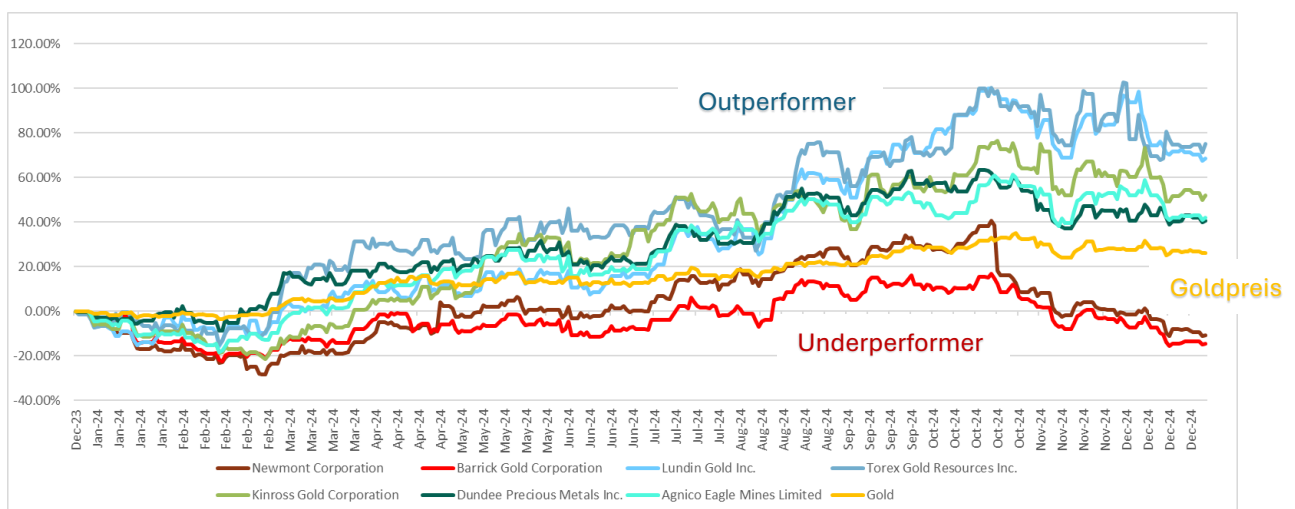
Viele Goldaktien, vor allem die der grossen „Mainstream“-Produzenten, hatten eine enttäuschende Performance und konnten vielfach den Goldpreis nicht outperformen. Obwohl Gold und Silber jeweils 26,3 % bzw. 21,8 % zulegten, schnitten sowohl der GDJ (große Goldproduzenten) als auch GDJ (mittelgroße Produzenten) mit 9 % bzw. 13 % deutlich schlechter ab als der Goldpreis.

Die Ursachen hierfür sind vielschichtig: Ein generell fehlendes Interesse an volatil performenden Rohstoffaktien und der Fokus der Anleger auf „Mainstream“-Aktien-sektoren (z.B. IT- und KI-Aktien) sind Gründe, die viele Investoren vom Kauf abhalten. Ein weiteres wichtiges Thema ist die steigende Kosteninflation. Es sind vor allem die grossen Produzenten, die immer noch in ihre kostspieligen Akquirierungen investieren müssen: Zum Beispiel *Barrick* in die Nevada Assets und seine Kupferminen im Kongo und Pakistan, die Integration der *Newcrest*-Akquisition durch Newmont und *Goldfields* in das übernommene *Windfall* Projekt (Osisko). Es scheint, dass der breitere Markt den Sektor nur über die Performance dieser „Majors“ betrachtet und deshalb die Option von Investitionen in Goldaktien generell schnell verwirft (weiter unten werfen wir einen Blick auf das Thema der Kosteninflation im Bergbausektor).

Andererseits konnten Aktien von Produzenten, die es schafften, ihre Produktions- und Kapitalprognosen zu erreichen oder zu übertreffen oder mit solidem Wachstumspotenzial bei gleichzeitiger Profitabilität überzeugten, die Performance des Goldpreises in 2024 deutlich übertreffen (Abbildung 3). Genannt sind hier einige Aktien, die zu der positiven Performance des Fonds beigetragen haben: *Iamgold*, die das Cote-Projekt erfolgreich entwickelt, *Eldorado Gold*, bei der der Markt das attraktive Skouris-Projekt in Griechenland überhaupt in die Bewertung aufnimmt, *Torex Gold*, deren exzellentes Management Team das Media Luna-Projekt in Mexiko in Produktion bringt, *Lundin Gold* mit solider Produktion von Fruta del Norte und außergewöhnlichem Explorationspotential oder *Dundee Precious Metals* mit der sehr positiven Ressourcen Expansion seines Cako Rakita-Projekts in Serbien.

Wir befinden uns aktuell in dem idealen Umfeld für einen „Stockpicker“-Ansatz. Da vieles für weiteren Rückenwind für das gelbe Metall spricht, wird es Anlegern schwerfallen, unterbewertete Edelmetallaktien mit steigenden Profitmargen weiter zu ignorieren. Eine Rotation von überbewerteten Aktiensektoren in den unterbewerteten Edelmetall- und Rohstoffsektor erscheint überfällig.

Abbildung 3: Solide Aktien im Midcap-Sektor (blau und grün) konnten den Goldpreis (gelb) und die „Majors“ (rot) deutlich outperformen



Quelle: CapIQ, ERI

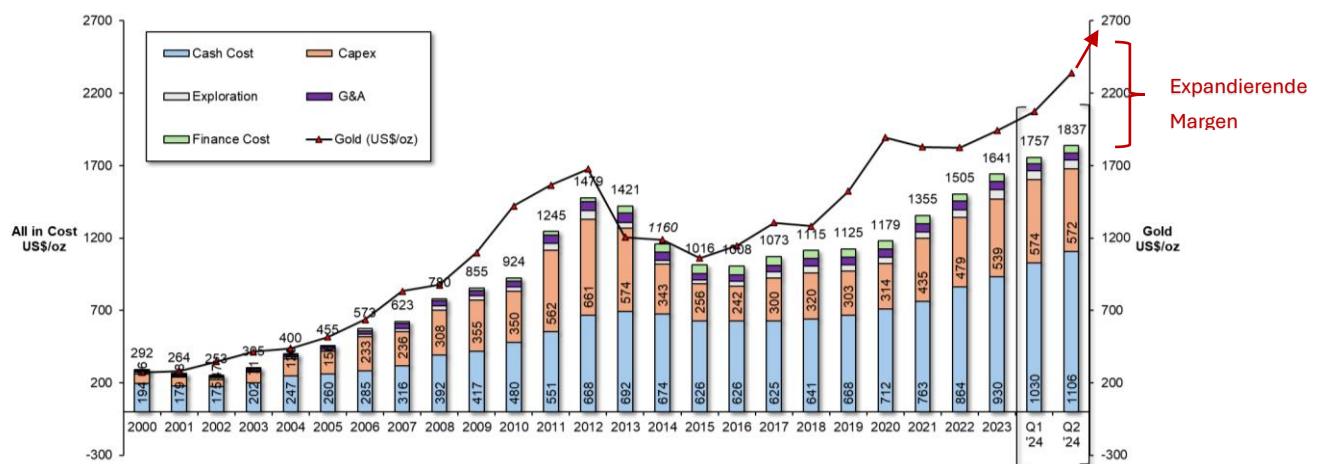
Kosteninflation bleibt im Fokus von Anlegern

An dieser Stelle wollen wir aber auch eine Entwicklung betrachten, die dem positiven Ausblick für Goldaktien entgegenwirken könnte. Sollte der Goldpreis auf dem aktuell hohen Niveau stagnieren, würde eine kontinuierliche Kosteninflation die aktuell hohen Margen wieder erodieren (Abbildung 4). Dazu kommt, dass viele der großen Produzenten „ex-growth“ sind und entweder mit fallender Produktion konfrontiert sind, selbst in

ressourcenintensive Exploration investieren und dann kostspielige neue Minen bauen müssen, oder mit hohen Aufschlägen, kleinere, erfolgreiche Unternehmen aufkaufen müssen.

Abbildung 4 zeigt, dass die „All-in-Kosten“ (einschließlich Investitionen) für die großen Produzenten über die letzten Quartale deutlich gestiegen sind, allerdings weniger schnell als der Goldpreis. Die Margen in der Industrie sind generell auf Rekordhöhe. Sollte der Goldpreis allerdings auf dem aktuellen Niveau stagnieren, würden auch die Margen in einem inflationsgetriebenen Umfeld erodieren: Die Aktien würden an Wert verlieren. Investoren mit einer zurückhaltenden Einstellung zum Goldpreis halten dieses Szenario im Fokus, wobei wir eine deutlich optimistischere Einstellung zum Goldpreis haben und an weitere Margenexpansion in einem steigenden Goldpreismarkt glauben.

Abbildung 4: Die „All-in-Kosten“ der Goldindustrie (es werden die 15 grössten Produzenten gezeigt), ist über die letzten Quartale signifikant gestiegen. Trotz Rekordmargen würde bei einem stagnierenden Goldpreis eine weitere Kosteninflation die Profitabilität erodieren. Alle Balken zeigen Jahresdurchschnitte, nur die beiden rechten Balken Quartalsdurchschnitte für Q1 und Q2 2024.



Quelle: ERI

Warum wir optimistisch über den Ausblick von Silber bleiben

Der Silberpreis ist zwar noch weit von seinem Allzeithoch entfernt, befindet sich aber ähnlich wie Gold in einem breit unterstützten Aufwärtstrend. Allerdings bleibt ein wichtiger Katalysator dem „kleinen Bruder“ von Gold vorbehalten: Seine herausstehende technische Bedeutung. Wir haben vielfach die physikalischen

Eigenschaften von Silber, insbesondere seine elektrische Leitfähigkeit und Bedeutung für die Photovoltaik, hervorgehoben. Ein Blick auf den Verbrauch von Silber zeigt, dass seine technische Bedeutung zunehmend an Überhand gewinnt (Abbildung 5). Mit der zunehmenden Bedeutung für Technologie und Energiewende bleiben wir ausgesprochen optimistisch über die Aussicht der Silberproduzenten und-explorer.

Abbildung 5: Während die Silberproduktion über die letzten 10 Jahre gefallen ist (von fast 900m ozs auf etwa 824mozs, rot), hat sich der Verbrauch allein in den letzten zwei Jahren fast verdoppelt (gelb).

Million ounces	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2023	2024F
Supply												
Mine Production	896.8	899.8	863.6	850.6	837.2	783.4	829.0	836.7	830.5	823.5	-1%	-1%
Recycling	147.0	145.7	147.2	148.7	148.2	164.3	173.7	176.9	178.6	178.9	1%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	2.2	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	-6%	-9%
Total Supply	1,047.0	1,046.5	1,011.8	1,000.5	1,000.3	957.4	1,004.3	1,015.4	1,010.7	1,003.8	0%	-1%
Demand												
Industrial (total)	457.1	489.5	526.4	524.2	523.5	509.7	561.3	588.3	654.4	710.9	11%	9%
Electrical & Electronics	272.3	308.9	339.7	331.0	327.3	322.0	351.2	371.3	445.1	485.6	20%	9%
...of which photovoltaics	59.6	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	193.5	232.0	64%	20%
Brazing Alloys & Solders	51.1	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.8	2%	3%
Other Industrial	133.7	131.5	135.8	141.2	143.8	140.2	159.6	167.8	159.0	173.5	-5%	9%
Photography	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	27.0	26.1	-2%	-3%
Jewelry	202.5	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	211.3	-13%	4%
Silverware	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.2	58.8	-25%	7%
Net Physical Investment	309.3	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	337.1	243.1	212.0	-28%	-13%
Net Hedging Demand	0.0	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	12.2	0.0	-32%	na
Total Demand	1,065.4	991.8	971.3	999.2	1,004.4	926.8	1,099.6	1,278.9	1,195.0	1,219.1	-7%	2%
Market Balance	-18.4	54.7	40.5	1.3	-4.1	30.6	-95.4	-263.5	-184.3	-215.3	-30%	17%
Net Investment in ETPs	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-42.1	50.0	-67%	na
Market Balance less ETPs	-1.3	0.8	33.3	22.7	-87.4	-300.5	-160.3	-137.7	-142.2	-265.3	3%	87%
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	-	7%	na

Quelle: Silver Institute

Ausblick: Welchen Effekt könnte Trump 2.0 auf den Goldpreis haben?

Von allen Katalysatoren für den Goldpreis gehören die Entwicklungen in der US-Wirtschaft und des US-Dollars nach wie vor zu den wichtigsten. Während der ersten Amtszeit Trumps (2017-2021) erlebten die Goldpreise Schwankungen, stiegen aber während der COVID-19-Pandemie aufgrund der globalen wirtschaftlichen Unsicherheit deutlich an. Die möglichen Auswirkungen einer „Trump 2.0“-Präsidentschaft auf den Goldpreis würden von verschiedenen Faktoren abhängen, darunter Donald Trumps

Wirtschaftspolitik, geopolitische Entscheidungen und die allgemeine Marktentwicklung während seiner Amtszeit.

1. Wirtschaftspolitik und Inflation

Wenn Trump mit deutlichen Steuersenkungen und höheren Staatsausgaben fortfährt, könnte dies zu höheren Defiziten und einer weiter steigender US-Verschuldung führen. Anleger könnten Gold dann als Absicherung gegen eine mögliche Inflation oder Währungsabwertung sehen. Trump hat in der Vergangenheit auch niedrigere Zinssätze befürwortet, was positiv für Gold wäre.

2. Geopolitische Unsicherheit

Während seiner ersten Präsidentschaft sorgten Trumps Handelskriege, insbesondere mit China, für Marktunsicherheit, was Gold als sicherer Hafen oft steigen lässt. Auch wenn Trumps Politik oder Rhetorik zu erhöhten globalen Spannungen führt, könnten die Goldpreise steigen, da die Anleger „safe haven“ suchen.

3. Entwicklung des Aktienmarktes

Wenn Trumps Politik für Unsicherheit und Volatilität an den Aktienmärkten sorgen würde, könnten sich Anleger Gold als sicheren Hafen zuwenden. Umgekehrt könnte die Nachfrage nach Gold sinken, wenn Trumps Politik das Wirtschaftswachstum ankurbelt und die Aktienmärkte gut abschneiden, da die Anleger riskantere Anlagen bevorzugen.

4. Dollarkurs

Trump kritisiert einen starken Dollar und argumentiert, dass er den US-Exporten schade. Eine Politik, die zu einem schwächeren Dollar führt, würde wahrscheinlich den Goldpreis stützen, da Gold in Dollar bewertet wird. Allerdings ist die negative Korrelation zwischen US-Dollar und dem Goldpreis in der jüngsten Vergangenheit weniger ausgeprägt gewesen.

5. Regulierungs- und Handelspolitik

Eine Trump-Regierung könnte eine Politik zugunsten des Bergbausektors umsetzen (geleitet von „MAGA“: *Make America great again*), was sich möglicherweise positiv auf die Interessen von Anlegern an Bergbauaktien auswirken könnte.

Portfolio

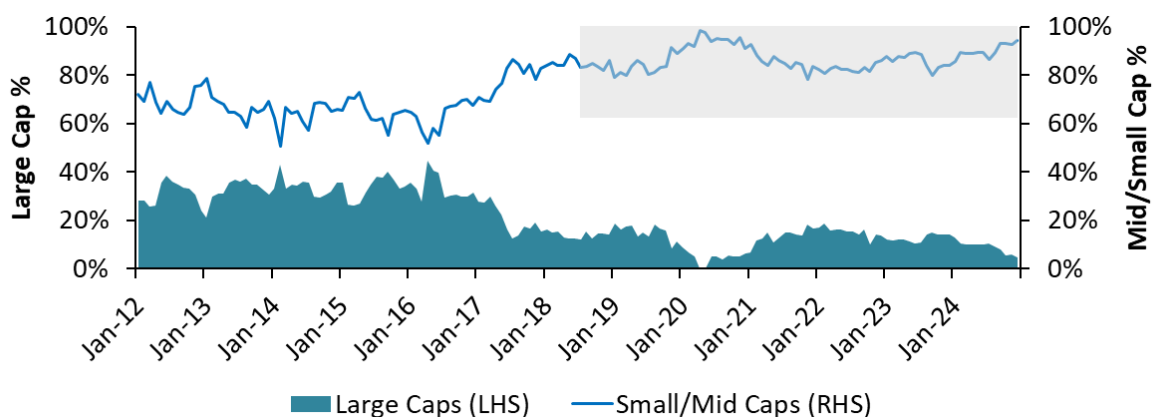
Der *Earth Gold Fund UI* behielt über das ganze Jahr seine Gewichtung zugunsten kleiner und mittelgroßer Produzenten bei (Abbildung 6). Das Engagement in größere Produzenten wurde im 4. Quartal 2024 auf 5 % weiter reduziert (Q4 2023: 14 %), während wir die Gewichtung der Midcaps auf 93 % erhöhten (Q4 2023: 84 %). Die

Gewichtung der Goldaktien blieben auch im 4. Quartal 2024 bei 73 % (Q4 2023: 72 %), während Silberaktien bei 26 % (Q4 2023: 26 %) gehalten wurden (Abbildung 7).

Bemerkenswerte Veränderungen im Portfolio im letzten Quartal des Jahres waren der Ausstieg aus den Positionen in *Anglogold* und *Ascot Resources*. In der über das Jahr sehr gut performenden *Torex Gold* wurden nach einem Minenunfall Profite mitgenommen (wir bleiben aber investiert), wobei die Erlöse in *G2 Gold*, *Southern Cross* und *Harmony Gold* investiert wurden. Der Fonds soll weiterhin voll investiert bleiben.

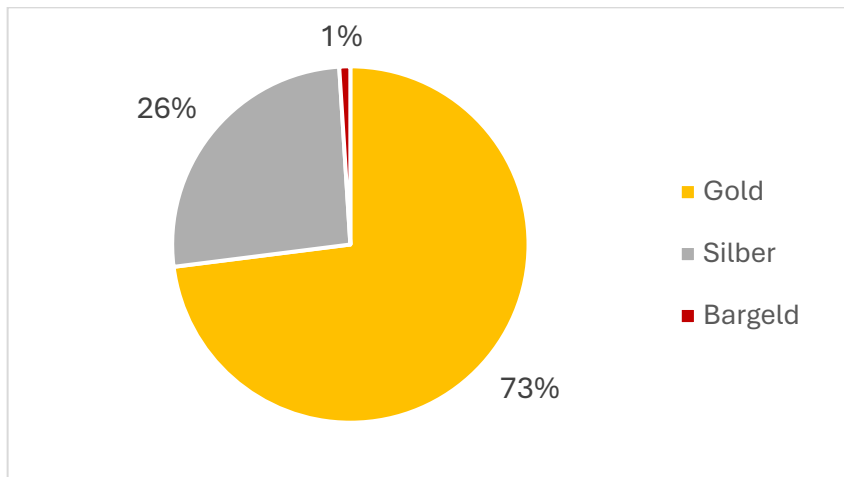
Nach vorne blickend sehen wir die Fundamentaldaten für den Sektor noch nie so attraktiv wie jetzt. Das Thema der „*De-Dollarisierung*“ unter den großen nicht-westlichen Zentralbanken scheint sich unvermindert fortsetzen. Unter der Regierung von Trump rechnet der Markt mit zunehmend ungedeckten Haushaltsdefiziten, die die Anleihenmärkte bereits nervös machen. Geopolitische Spannungen (China-Taiwan, Israel-Iran, Ukraine-Russland) scheinen auch in naher Zukunft nicht abzuklingen und unterstützen „safe-haven“-Käufe. Angesichts der „rock-bottom“-Bewertung von Goldaktien sehen wir deshalb ideale Einstiegschancen für Investoren.

Abbildung 6: Der Earth Gold Fund UI behält das ganze Jahr über eine hohe Gewichtung der mittelgroßen und kleinen Produzenten und „Developer“ bei



Quelle: ERI

Abbildung 7: Portfolioaufteilung des *Earth Gold Fund UI* zum 31.12.2024



Quelle: ERI AG