

Earth Gold Fund UI – Quartalsbericht Q2 2026

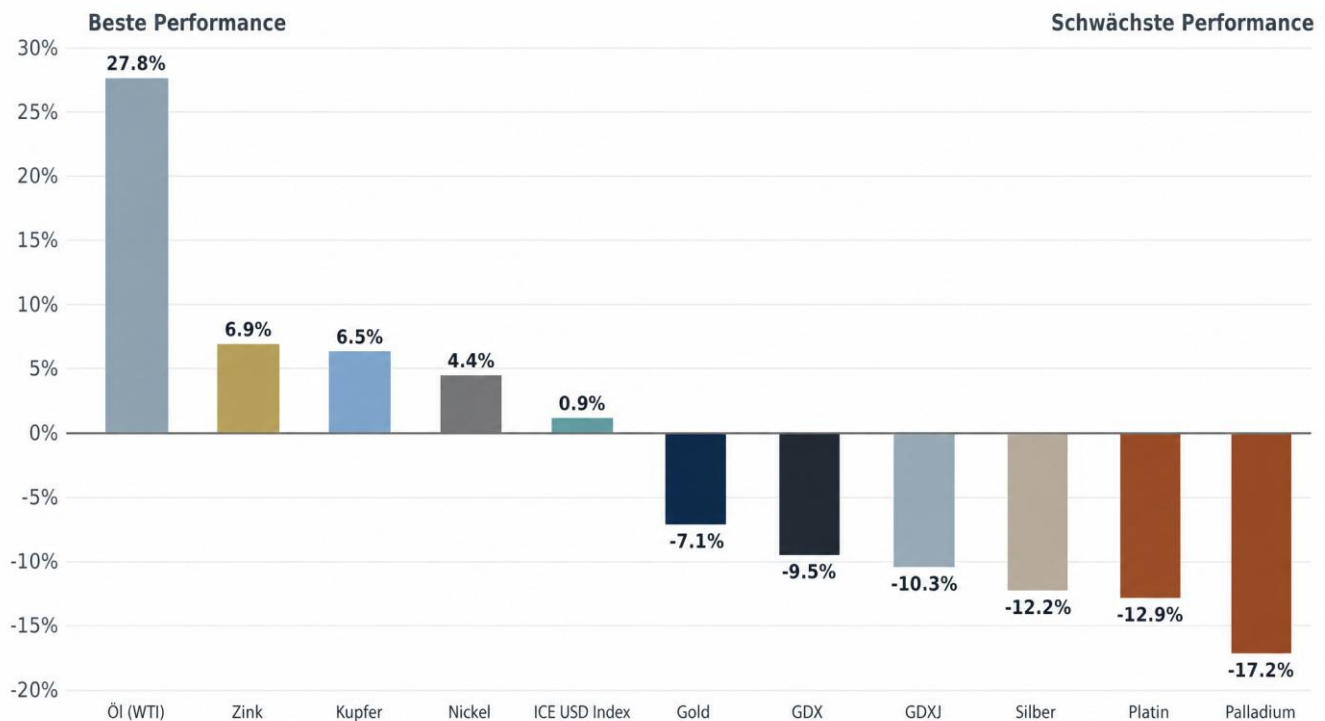
Gold im Spannungsfeld von Geopolitik, Inflation und struktureller Nachfrage

Das zweite Quartal 2026 stand im Zeichen des Iran-Konflikts, hoher Schwankungen an den Rohstoffmärkten und einer zunehmenden Diskrepanz zwischen kurzfristig robusten Konjunkturdaten und langfristigen strukturellen Risiken. Die US-Wirtschaft erhielt weiterhin Rückenwind von Investitionen in künstliche Intelligenz, Digitalisierung und Rechenzentren. Gleichzeitig hielten steigende Energiepreise und der zusätzliche Strombedarf den Inflationsdruck hoch. Die Aussicht auf länger restriktive US-Zinsen belastete vor allem unverzinsliche Edelmetallanlagen und prägte das Quartalsende.

Gold zeigte sich entsprechend volatil. Im Quartalsvergleich fiel der durchschnittliche Goldpreis von USD 4.857 je Unze im ersten Quartal auf USD 4.511 je Unze im zweiten Quartal. Dies entspricht einem Rückgang von 7,1%. Auch Silber, Platin und Palladium korrigierten deutlich. Goldminen blieben ebenfalls unter Druck: GDJ verlor im Quartalsdurchschnitt 9,5%, GDJX 10,3%. Demgegenüber stiegen der durchschnittliche WTI-Ölpreis um 27,8%, der Kupferpreis um 6,5%, Nickel um 4,4% und Zink um 6,9% im Durchschnitt.

Die langfristigen Treiber der Goldanlage bleiben dennoch intakt. Hohe US-Staatsverschuldung, ein erwartetes Fiskaldefizit von über USD 1,9 Billionen und Zinszahlungen von mehr als USD 1 Billion erhöhen den Druck auf das Dollar-System. Parallel setzt China die Diversifizierung seiner Reserven fort. Der Rücksetzer bei Gold und qualitativ hochwertigen Produzenten ist daher aus unserer Sicht eher eine Neubewertung im Zinsumfeld als eine Widerlegung der langfristigen Investmentthese

Abbildung 1: Durchschnittliche Quartalsperformance unterschiedlicher Rohstoffe in Q2 gegenüber Q1 2026



Quelle: ERI; CapIQ

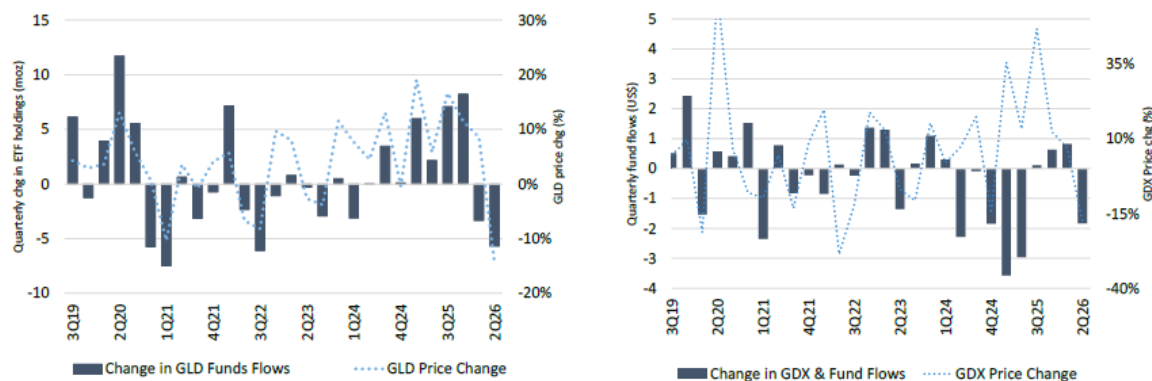
Edelmetalle unter Druck: Preisdisziplin der Produzenten trifft auf asiatische Rekordnachfrage

Nach der starken Entwicklung im ersten Quartal kam es bei Gold und Silber zu einer deutlichen Korrektur. Robuste US-Konjunkturdaten, höhere Ölpreise und die Ernennung von Kevin Warsh zum neuen Fed-Vorsitzenden verschoben die Erwartungen für den künftigen Zinskurs nach oben. Die Rendite zehnjähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen stieg im Quartal um 21 Basispunkte und lag seit Jahresbeginn 228 Basispunkte höher. Parallel legte der US-Dollar-Index im zweiten Quartal um 1% und seit Jahresbeginn um 3% zu. Der GDX verlor von seinen jüngsten Höchstständen rund 35%, der GDXJ rund 37%.

Der Inflationsdruck nahm insbesondere wegen der Energiepreise zu. Der durchschnittliche Ölpreis stieg im zweiten Quartal um knapp 28% gegenüber dem Vorquartal (Abb. 1). Damit erhöhten sich Kosten für Energie, Transport und Verarbeitung. Für Goldproduzenten bedeutet dies höhere *All-in Sustaining Costs*, doch die operative Ausgangslage bleibt solide mit hoch profitablen Produzenten.

Physisch besicherte Gold-ETFs verzeichneten in den USA und Europa zum zweiten Quartal in Folge Abflüsse (Abb. 2). Asiatische Käufer blieben dagegen auf der Käuferseite und asiatische Gold-ETFs verzeichneten im ersten Halbjahr die stärksten Zuflüsse ihrer Geschichte. Zentralbanken nutzten die Korrektur ebenfalls für weitere Käufe: China erhöhte seine Goldreserven zum 19. Monat in Folge. Polen kaufte seit April 37 Tonnen Gold und erhöhte seine Käufe im Jahr 2026 damit auf insgesamt 82 Tonnen.

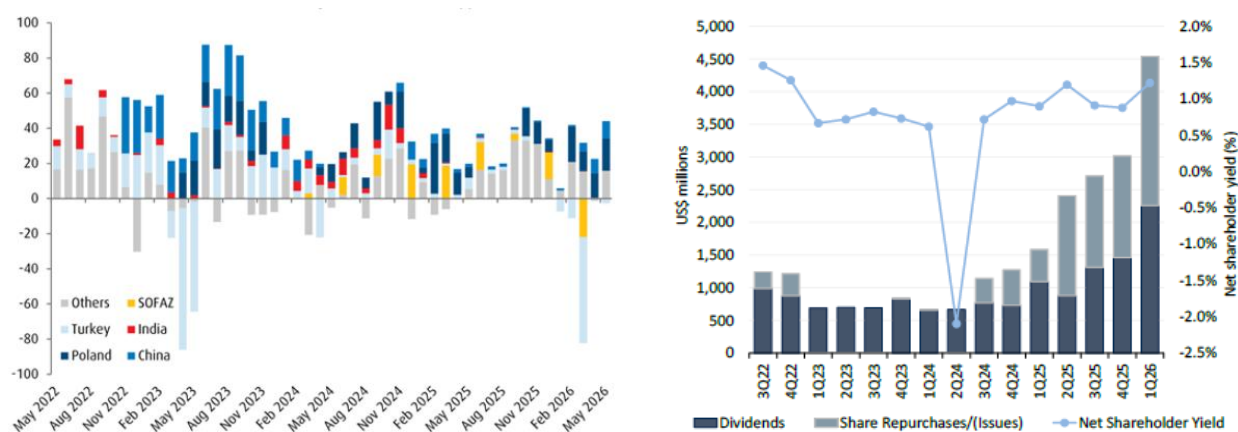
Abbildung 2: Physische Gold-ETFs (links) und Aktien-ETFs (rechts) verzeichneten im Q2 2026 Abflüsse



Quelle: RBC Capital Markets; World Gold Council

Neben den Zentralbanken (Abb. 3) stützen auch Produzenten ihre Aktienkurse zunehmend durch Rückkäufe. Nach den wertvernichtenden M&A-Zyklen der Vergangenheit verlangt der Markt eine Kapitalrückführung über Dividenden und Aktienrückkäufe sowie Zurückhaltung bei grossen Transaktionen. Strategisch überzeugende Übernahmen werden jedoch weiterhin unterstützt: *G Mining* übernahm *G2 Gold in Guyana*, *Agnico Eagle* erwarb *Rupert* und *Aurion* zur Konsolidierung des Central Lapland Greenstone Belt, und *Equinox Gold* kündigte eine Fusion ohne Aufschlag mit *Orla Mining* an.

Abbildung 3: Zentralbanken kaufen weiterhin bei Preiserückgängen (links); Produzenten dürften ihre Aktienrückkäufe nach der Kurskorrektur erhöhen (rechts).



Quelle: BMO (links); RBC Capital Markets (rechts)

Projektbesuche Q2 2026: Westafrika im Fokus

Im Berichtszeitraum besuchten wir fünf Projekte in Westafrika (Abb. 4) sowie ein neues hochgradiges Projekt in Frankreich (*Aquitaine Metals*). In Guinea standen zwei Projekte von *Predictive Discovery* auf dem Programm. Die *Kiniero Mine* performt besser als projiziert und dürfte die Jahresprognose komfortabel übertreffen, da die Mine aktuell schon über ihrer Nennkapazität arbeitet. *Bankan*, das zweite Entwicklungsprojekt, wartet auf die Bergbaugenehmigung der Regierung Guineas. Nach dem Wahlsieg der amtierenden Regierung bleiben wir zuversichtlich, dass die ausstehenden Genehmigungen zügig erteilt werden.

In Côte d'Ivoire wurde der Fortschritt von *Montage Gold* beim *Kone-Goldprojekt* besichtigt. Das Projekt befindet sich in der Schlussphase der Fertigstellung, ist vollständig finanziert und weiterhin auf Kurs für die erste Produktion im vierten Quartal 2026. *Montage* plant, sein «Self-Perform»-Modell – die direkte Steuerung der Projektumsetzung durch das Unternehmen – auf das nächste Wachstumsprojekt *Didievi* zu übertragen. Positiv sind insbesondere die Nähe zu bestehender Infrastruktur und zum Stromnetz sowie die erwartete zügige Genehmigung.

Letzte Station im Westafrika Trip war *Turaco Golds Afema-Projekt* im Süden der Elfenbeinküste. *Afema* liegt am Schnittpunkt der Sefwi-Bibiani- und Asankrangwa-Goldgürtel. *Turaco* kontrolliert mehr als 25 km der goldhaltigen Afema-Scherzone mit einer Goldressource von 4,65 Mio. Unzen. Das Projekt verfügt bereits über eine Bergbaugenehmigung; die Umweltgenehmigung wird für die zweite Jahreshälfte 2026 erwartet. Der Produktionsbeginn ist für Anfang 2029 vorgesehen, bei einer geplanten Jahresproduktion von rund 200.000 Unzen Gold.

Abbildung 4: ERI-Analyst Christian Seibert (mit Brille) beim Afema-Projekt von Turaco (links); Lok Gurung am Standort Gbongogo von Montage Gold (rechts).

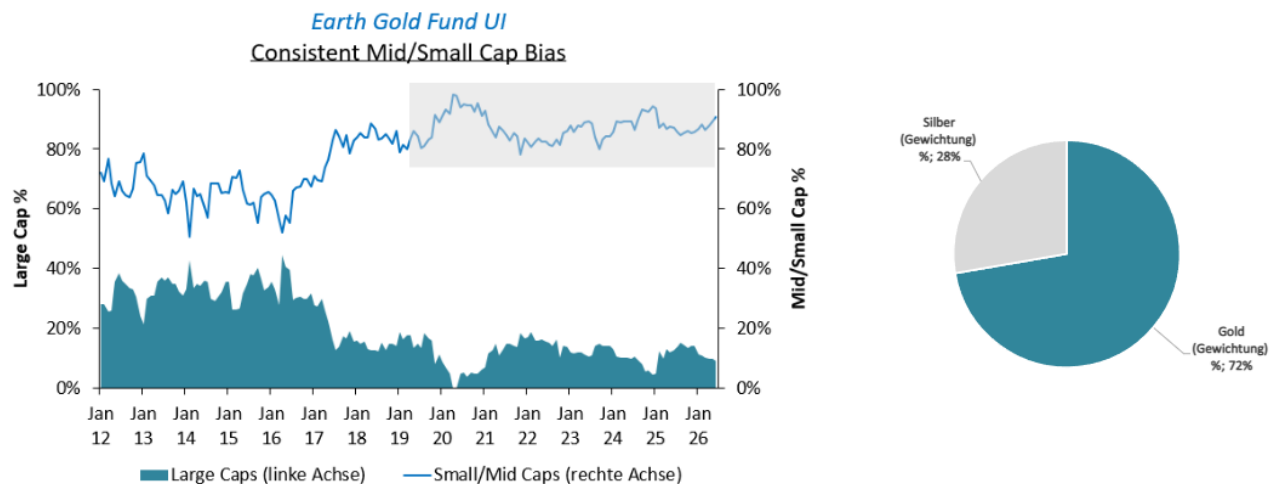


Quelle: ERI

Portfolio und Ausblick

Der *Earth Gold Fund UI* blieb während des gesamten Quartals voll investiert. Rund 80% des Portfolios waren in Developern und mittelgrossen Produzenten angelegt (Abb. 5). Nach der Korrektur wurden Positionen selektiv dort ausgebaut, wo sich Bewertungen von den Fundamentaldaten abgekoppelt hatten. Neben Aufstockungen bestehender Beteiligungen wurden auch Positionen in Qualitätsunternehmen wie *Alamos Gold* und *I-80 Gold* neu aufgebaut.

Abbildung 5: Positionierung des Earth Gold Fund UI (Stand 30. Juni 2026)



Quelle: ERI

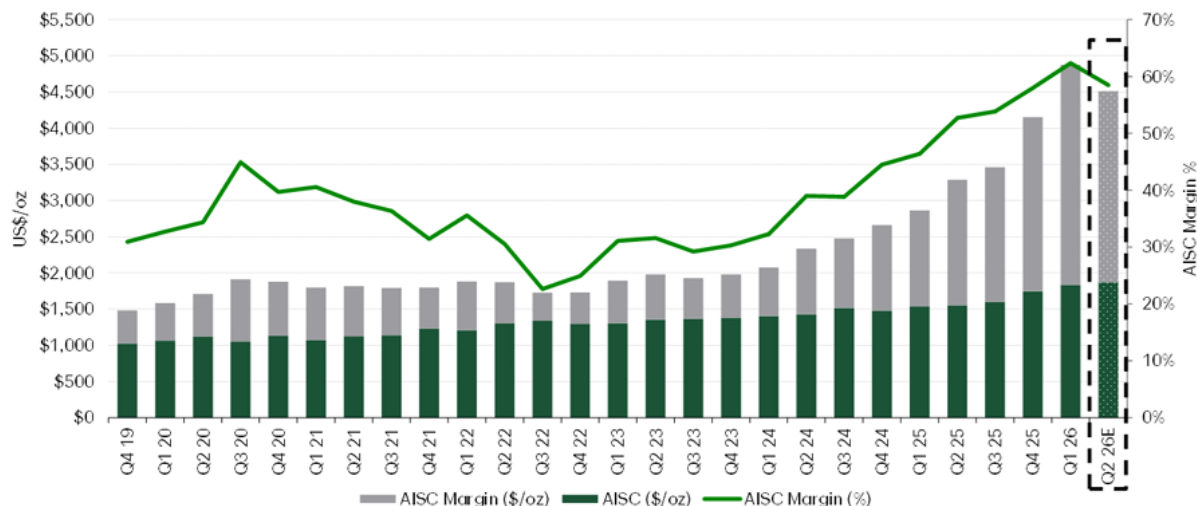
Trotz anhaltender makroökonomischer Unsicherheit hat die Korrektur im ersten Halbjahr 2026 das Chance-Risiko-Profil des Sektors deutlich verbessert. Starke Bilanzen, disziplinierte Kapitalallokation und attraktivere Einstiegsniveaus stützen – zusammen mit fortgesetzten Zentralbankkäufen und einem strukturell begrenzten Minenangebot – unseren konstruktiven mittelfristigen Ausblick für Gold und Goldaktien. Insbesondere die Risiken einer erhöhten Inflation sowie einer restriktiven Geldpolitik der Federal Reserve, die kurzfristig Gegenwind für Gold erzeugen können, sind aus unserer Sicht inzwischen weitgehend in den Bewertungen berücksichtigt. Gleichzeitig erscheinen zahlreiche Goldaktien nach der Korrektur überproportional diskontiert.

Im Zentrum des Marktinteresses steht die Frage, wie die Fed unter Kevin Warsh agieren wird. Trotz der Rhetorik eines „Regimewechsels“ muss der neue Vorsitzende innerhalb der Grenzen der US-Wirtschaft und einer veränderten geopolitischen Realität operieren, in der die US-Hegemonie zunehmend herausgefordert wird. Eine weitere Bilanzverkürzung wäre grundsätzlich positiv zu werten. Allerdings dürfte es für die Fed schwierig sein, ihre Bilanz von rund USD 6,7 Bio. wesentlich zu reduzieren, ohne die Liquidität im Bankensystem zu beeinträchtigen. Vor diesem Hintergrund bleibt die Ausgestaltung des Regimes ausreichender Reserven von zentraler Bedeutung. Hinzu kommen die Debatte über die Inflationsmessung, ein möglicher Verzicht auf Forward Guidance sowie der steigende fiskalische Druck, unter anderem durch höhere Verteidigungsausgaben. Insgesamt erscheint der Spielraum für weitere deutliche Zinserhöhungen begrenzt – ein konstruktives Umfeld für Gold, Rohstoffe und entsprechende Aktienwerte.

Längerfristig dürfte zudem die Rolle asiatischer Käufer bei der Preisfindung und Richtungsbestimmung von Gold weiter an Bedeutung gewinnen. Auffällig ist, dass Kursrücksetzer während der US-Handelszeiten in den anschließenden asiatischen Handelsstunden häufig zügig absorbiert werden. Der im Juli 2026 gestartete Testbetrieb eines zentralen Gold-Clearing- und Settlement-Systems in Hongkong sowie die erste Phase des „*Delivery Connect*“-Mechanismus mit der Shanghai Gold Exchange (SGE) unterstreichen diesen Wandel. Ziel ist es, die Liquidität beider Märkte enger miteinander zu verbinden und Hongkongs Position als regionales Goldhandelszentrum auszubauen. Für China besitzt der inländische Goldhandel in Yuan zudem eine strategische Dimension. Angesichts hoher Verschuldung und eines sich verschlechternden Fiskalprofils gewinnt Gold als Reserve- und Vertrauensanker für den Yuan an Bedeutung. Dies kann das Vertrauen von Handelspartnern und privaten Anlegern in Yuan-basierte Vermögenswerte stärken und bleibt langfristig ein konstruktiver Faktor für Gold.

Goldproduzenten erzielen unterdessen trotz des Preiserückgangs seit dem Hoch im Januar 2026 weiterhin sehr attraktive Margen. Zwar dürften die Kosten im zweiten Quartal infolge höherer Energiepreise gestiegen sein, doch die AISC-Margen (All-in Sustaining Costs) werden mit rund 58 % weiterhin klar über dem Fünfjahresdurchschnitt von 39 % erwartet (Abb. 6).

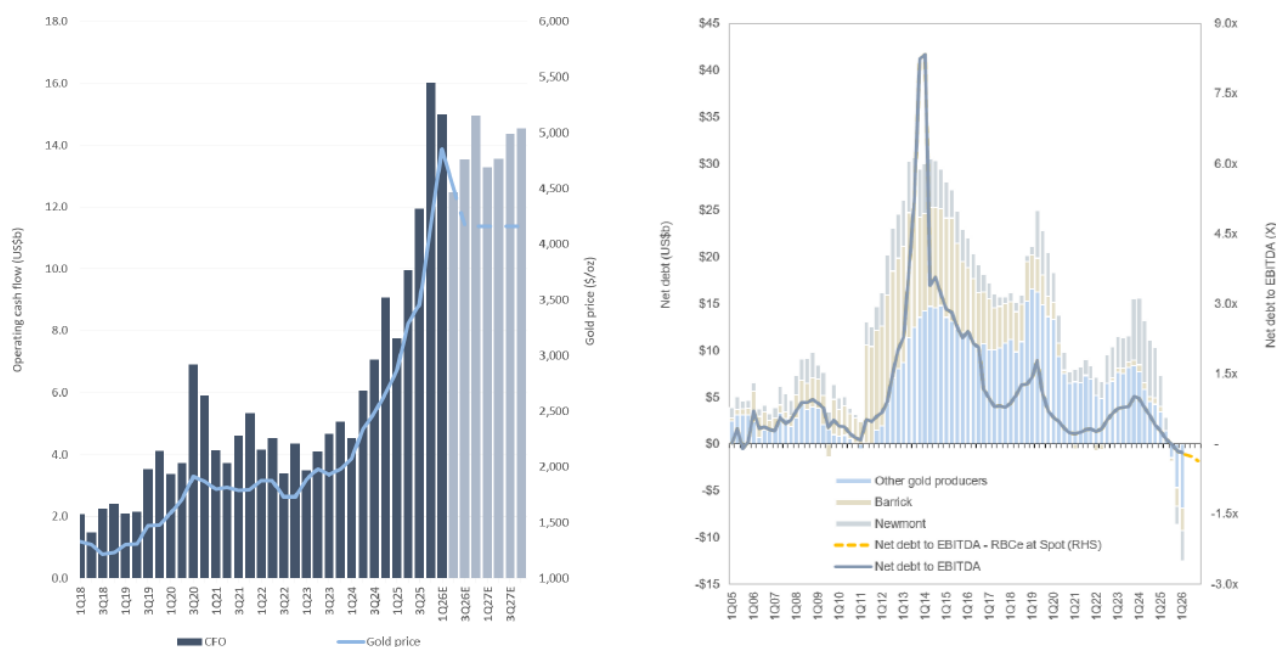
Abbildung 6: Die AISC-Margen der Goldproduzenten bleiben trotz höherer Energiepreise mit rund 58 % auf einem sehr gesunden Niveau. Diese Ertragskraft wird von den aktuellen Aktienbewertungen aus unserer Sicht noch nicht vollständig reflektiert und eröffnet attraktive Einstiegsmöglichkeiten für Investoren.



Quelle: TD Cowen

Der freie Cashflow der Produzenten wird die Rekordwerte aus dem vierten Quartal 2025 und dem ersten Quartal 2026 aufgrund des Margendrucks durch höhere Energiepreise und niedrigere Goldpreise voraussichtlich nicht erreichen. Er dürfte jedoch weiterhin substanziiell bleiben und Dividenden sowie Aktienrückkäufe stützen. Entscheidend ist, dass die Bilanzen der Produzenten voraussichtlich in einer soliden Netto-Cash-Position verbleiben werden (Abb. 7).

Abbildung 7: Goldproduzenten generieren weiterhin einen starken freien Cashflow; der Sektor verfügt über eine solide Netto-Cash-Position und Schulden fallen



Quelle: RBC Capital Markets

Die dynamische Goldpreis-Rallye seit Mitte letzten Jahres traf den Markt und die Minengesellschaften gleichermassen unvorbereitet, wodurch eine verlässliche Bewertungsgrundlage für M&A-Gespräche zeitweise fehlte. Nachdem Gold nun einen soliden Boden bei rund USD 4.000 je Unze gefunden hat, erwarten wir eine zunehmende Bereitschaft der Unternehmensleitungen, strategische Transaktionen wieder zu prüfen. Unternehmen mit attraktiven Projekten, die gleichzeitig vor Finanzierungshürden stehen, dürften dabei verstärkt in den Fokus potenzieller Käufer rücken. Fusionen zwischen grösseren Unternehmen könnten den Sektor zudem wieder stärker für Generalisten und Index-Investoren öffnen.

Die Bewertungen im Sektor bleiben attraktiv. Die Aktien grosser Produzenten werden aktuell im Durchschnitt bei lediglich rund 0,7x P/NAV gehandelt, während vollständig finanzierte Single-Asset-Developer mit nahem Produktionsbeginn nur bei 0,3x bis 0,5x P/NAV bewertet werden. Vor dem Hintergrund unseres positiven Ausblicks für Gold und Goldminenaktien bleibt dieses Segment ein zentraler Schwerpunkt im Portfolio.