Earth Gold Fund UI – Q3/2026

Überblick

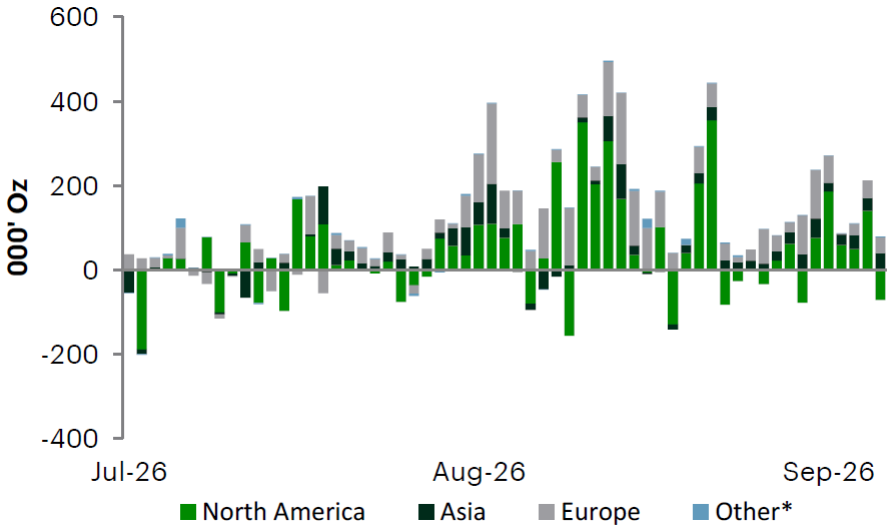
Die internationalen Finanzmärkte standen im dritten Quartal 2026 im Spannungsfeld geopolitischer Risiken, zunehmenden Inflationsdrucks und einer restriktiveren Geldpolitik. Die US-Notenbank erhöhte erstmals seit drei Jahren ihren Leitzins, während die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen über 5 % stiegen. Für Gold ergab sich daraus ein ambivalentes Umfeld: Höhere Renditen und straffere Finanzierungsbedingungen belasteten kurzfristig, während wachsende Staatsverschuldungen, geopolitische Unsicherheit und die Diversifizierung von Währungsreserven die Nachfrage nach dem Edelmetall stützten.

Die Goldpreisentwicklung verlief im Quartal entsprechend volatil. Nach einem leichten Anstieg im Juli folgte im August eine kräftige Erholung um 10,0 %, bevor der Preis im September wieder um 6,6 % nachgab. Im Quartalsdurchschnitt lag Gold mit 4.267,33 US-Dollar je Feinunze 5,4 % unter dem Durchschnitt des Vorquartals. Zum Quartalsende hatte sich das Bild jedoch verbessert: Mit 4.156,87 US-Dollar je Feinunze notierte Gold 3,7 % über dem Stand von Ende Juni. Diese Widerstandsfähigkeit trotz höherer Anleiherenditen und einer restriktiveren US-Geldpolitik ist bemerkenswert.

Neben den anhaltenden Zentralbankkäufen kehrten westliche Investoren verstärkt in physisch besicherte Gold-ETFs zurück (Abb. 1). Die strukturellen Argumente für Gold bleiben damit unseres Erachtens überzeugend, auch wenn das Zinsumfeld kurzfristig für Unsicherheit sorgt. Edelmetallaktien bieten darüber hinaus weiterhin attraktive Bewertungen: Trotz rekordhoher freier Cashflows über fünf aufeinanderfolgende Quartale spiegeln die Bewertungsmultiplikatoren die verbesserte Ertragskraft bislang nur begrenzt wider.

Universal Investment - RESTRICTED

Abbildung 1: Gold-ETF-Zuflüsse aus Europa und Nordamerika stützten die Nachfrage im Berichtszeitraum. Europa verzeichnete die höchsten jemals gemessenen August-Zuflüsse, Nordamerika die dritthöchsten.



Quelle: TD Securities

Marktrückblick

Im Berichtszeitraum richtete sich die Aufmerksamkeit der Finanzmärkte insbesondere auf die Entscheidungen der US-Notenbank. Zunächst überwog die Erwartung, dass sie angesichts des politischen Drucks von Präsident Trump eine weitere Straffung der Geldpolitik vermeiden würde. Die Zinspause im Juli, verbunden mit weiterhin restriktiven Signalen trotz hoher Inflation, schien diese Einschätzung zunächst zu bestätigen. Seine Rede in Jackson Hole im August setzte jedoch einen anderen Akzent: Warsh bezeichnete die Inflation als zu hoch und ließ im September die erste Zinserhöhung seit drei Jahren folgen.

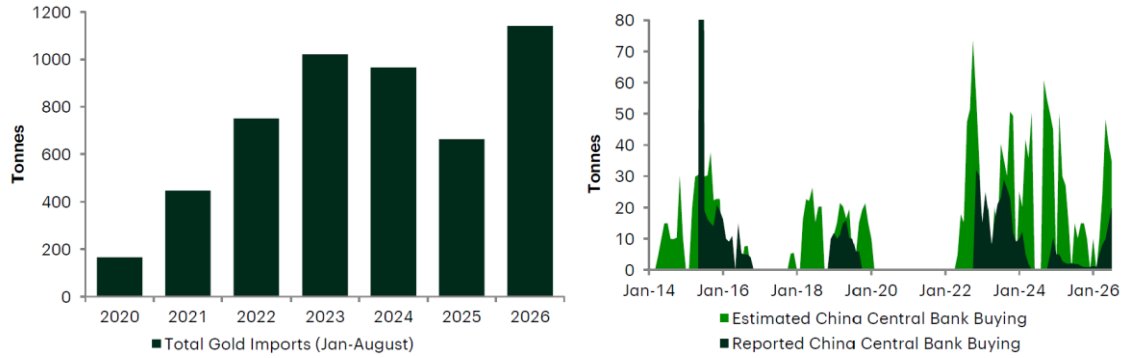
Zusätzliche Aufmerksamkeit erhielt Gold durch die Intervention des US-Finanzministeriums am japanischen Devisenmarkt. Marktteilnehmer interpretierten diesen Schritt als Hinweis auf die zunehmende Bedeutung der US-Schuldenlast von rund 40 Billionen US-Dollar. Ohne glaubwürdigen Plan zur Reduzierung der Verschuldung wurde die Intervention auch als Versuch verstanden, weitere Verkäufe von US-Staatsanleihen durch ausländische Halter zu begrenzen. Japan spielt dabei mit einem Anteil von rund 12 % an den ausländischen Beständen eine zentrale Rolle.

Damit rückte die Sorge vor einer schleichenden Entwertung des US-Dollars erneut in den Vordergrund. Die Zuflüsse in Gold-ETFs kamen vor allem von westlichen Investoren, die sich im ersten Halbjahr 2026 weitgehend zurückgehalten hatten. Da ETF-Anlagen in

der Regel längerfristig ausgerichtet sind als spekulative Positionen am Terminmarkt, verbreitert diese Entwicklung die Nachfragebasis für Gold.

China setzte seine Goldkäufe unterdessen fort und nutzte die zwischenzeitlich begrenzten Preisbewegungen zum weiteren Aufbau seiner Reserven (Abb. 2). Die chinesische Zentralbank erhöhte ihre ausgewiesenen Goldbestände über 22 aufeinanderfolgende Monate. Auch die Importentwicklung deutet auf ein starkes Gesamtjahr 2026 hin. Allerdings dürften die offiziellen Angaben das tatsächliche Ausmaß der Käufe nur teilweise erfassen.

Abbildung 2: Chinas Goldimporte deuten auf ein mögliches Rekordjahr hin (links); die tatsächlichen Goldkäufe der chinesischen Zentralbank dürften über den offiziell ausgewiesenen Werten liegen (rechts).



Quelle: TD Securities

Silber folgte der positiven Entwicklung von Gold zum Quartalsende und schloss bei 60,40 US-Dollar je Feinunze, einem Anstieg von 3,1 % gegenüber Ende Juni. Wie bei Gold lag der Quartalsdurchschnitt jedoch unter dem Vorquartal: Mit 62,79 US-Dollar je Feinunze fiel er um 14,0 % niedriger aus.

Edelmetallaktien

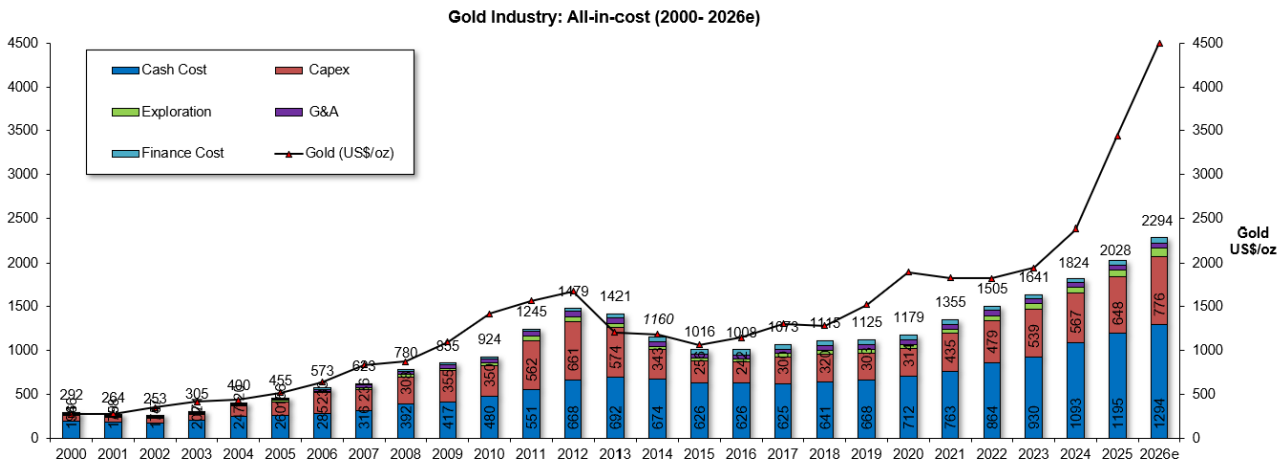
Die Reaktion von Edelmetallaktien auf Veränderungen des Goldpreises verbesserte sich im Berichtszeitraum spürbar. Nach Beobachtung der Fondsmanager reagierten die Aktien auf die Goldpreiskorrekturen im Juli und September vergleichsweise verhalten, während sie von der Erholung im August überproportional profitierten. Über das gesamte Quartal legte der GDX um 18,0 % und der GDXJ um 15,7 % zu, gegenüber einem Anstieg des Goldpreises von 3,7 %.

Zudem werden Goldaktien zunehmend in verschiedene Aktienindizes aufgenommen, wodurch sich die potenzielle Investorenbasis verbreitert. Dies könnte mittelfristig höhere Bewertungsmultiplikatoren unterstützen. Der Sektor handelt weiterhin mit niedrigen Unternehmenswerten im Verhältnis zum EBITDA von etwa 5–6, deutlich unter den Multiplikatoren von 12–14 an früheren Zyklushochs.

Die Edelmetallproduzenten sind allerdings auch nicht gegen steigende Betriebskosten gefeit. Wechselkursbewegungen und Förderabgaben liegen weitgehend außerhalb ihres Einflussbereichs. Besonders auffällig ist der Lohndruck in etablierten Bergbauländern wie den USA und Kanada. Beschleunigte Genehmigungsverfahren führen dazu, dass mehrere Projekte gleichzeitig um dieselben Dienstleister und Fachkräfte konkurrieren. Gleichzeitig verschärfen KI-bezogene Investitionen die Konkurrenz um Arbeitskräfte in einem bereits angespannten Markt.

Dennoch bleibt die Profitabilität des Sektors attraktiv (Abb. 3). Die für 2026 geschätzten Gesamtkosten von rund 2.300 US-Dollar je Feinunze lassen beim aktuellen Goldpreisniveau weiterhin erhebliche Margen für freie Cashflows zu.

Abbildung 3: Geschätzte Gesamtkosten der Goldproduzenten in 2026 von rund 2.300 US-Dollar je Feinunze ermöglichen weiterhin hohe freie Cashflow-Margen[1].



Quelle: ERI, Firmenberichte. Alle Zahlen in US-Dollar pro Unze

Fusionen und Übernahmen blieben ebenfalls ein wichtiges Thema. Die an Transaktionen beteiligten Unternehmen betonten, dass die Prüfungen häufig bereits

[1] Erklärung Legende: *Cash Cost: direkten operativen Kosten; Exploration: Explorationskosten; Finance Cost: Finanzierungskosten/Zinszahlungen; Capex: Kapitalinvestitionen; G&A: General & Administration/Overhead Kosten*

Jahre zuvor begonnen hatten und der Goldpreis für die Entscheidung nur eine untergeordnete Rolle spielte. Im Vordergrund stehen überwiegend konkrete operative Synergien und weniger die Überwindung fehlender organischer Wachstumsmöglichkeiten.

Zu den Transaktionen zählt die Übernahme des australischen Produzenten Northern Star durch Gold Fields. Gold Fields beziffert das Synergiepotenzial auf rund 4–5 Milliarden US-Dollar, unter anderem durch die bessere Auslastung von Erzaufbereitungsanlagen, geringere Verwaltungskosten und steuerliche Vorteile. Genesis Minerals und Vault Minerals begründeten ihren angekündigten Zusammenschluss ebenfalls mit Synergien aus der gemeinsamen Nutzung von Infrastruktur. Oceana Gold kündigte zudem die Übernahme von Ausgold gegen Barzahlung und Aktien im Wert von 776 Millionen australischen Dollar an. Laut CEO Gerard Bond entspricht dieser Betrag dem Cashflow des Unternehmens im zweiten Quartal 2026.

Ausblick und Portfolioveränderungen

Gold hat sich trotz der erneuten geldpolitischen Straffung als widerstandsfähig erwiesen. Mit zeitweise rund 5,3 % bei zehnjährigen und 4,83 % bei zweijährigen US-Staatsanleihen lagen die Marktrenditen bereits deutlich über dem Leitzinskorridor von 3,75–4,00 %. Ein Teil der Straffung der Finanzierungsbedingungen wurde damit bereits durch den Anleihemarkt vorweggenommen. Vor diesem Hintergrund erscheint eine längere Phase hoher Zinsen plausibel. Sollte sich der geldpolitische Ausblick entspannen, könnte dies dem Goldpreis zusätzlichen Spielraum eröffnen.

Kurzfristig bleibt allerdings offen, wie stark höhere Renditen und ein möglicher Liquiditätsbedarf von Investoren die Nachfrage belasten. Mittelfristig dürfte entscheidend sein, ob hohe Finanzierungskosten dauerhaft tragfähig bleiben oder die Sorgen um die Staatsfinanzen weiter verschärfen. Eine Kombination aus anhaltender Inflation und zunehmenden fiskalischen Risiken würde die strategische Rolle von Gold als Diversifikator und Absicherung gegen Staats- und Währungsrisiken stärken.

Die geopolitische Lage bleibt ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor. Die Verschiebung weiterer Entscheidungen zur Iran-Strategie von Präsident Trump auf die Zeit nach den US-Zwischenwahlen bei gleichzeitiger Entsendung weiterer 9.000 Soldaten deutet auf einen länger anhaltenden Konflikt hin. Hinzu kommen Russlands verstärkte hybride Aktivitäten gegen Europa und der weiterhin ungelöste Handelskonflikt zwischen den USA und China.

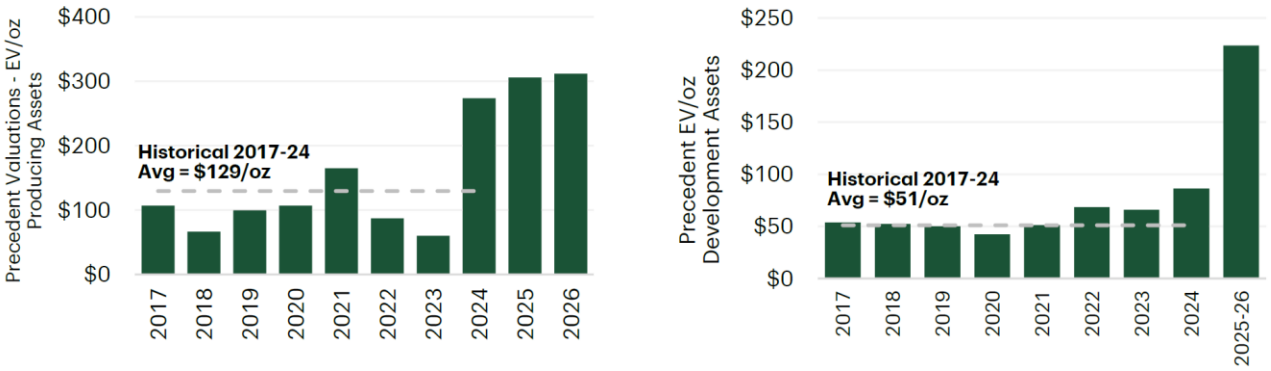
Auf der Nachfrageseite bietet die noch geringe spekulative Nettopositionierung an der COMEX Raum für zusätzliche Käufe. Über den Reserveaufbau hinaus könnte Chinas geplante alternative Gold-Clearing-Infrastruktur gemeinsam mit Hongkong den physischen Goldbedarf langfristig erhöhen. Da die dort gehandelten Kontrakte physisch

hinterlegt werden sollen, würde der Ausbau dieser Infrastruktur weitere Goldimporte erfordern.

Die kanadische Bank BMO schätzt, dass Chinas tatsächliche Goldkäufe um den Faktor 5–10 über den ausgewiesenen Werten liegen könnten. Demnach könnten die Bestände der chinesischen Zentralbank rund 5.000 Tonnen statt der offiziell gemeldeten rund 2.400 Tonnen betragen. Nach dieser Einschätzung wäre es möglich, innerhalb der kommenden vier bis fünf Jahre das Niveau der US-Goldreserven von 8.133 Tonnen zu erreichen. Diese Schätzungen sind mit Unsicherheit behaftet, verdeutlichen aber das potenzielle Ausmaß der langfristigen Nachfrage.

Bei Goldaktien bleiben die Bewertungen trotz der verbesserten Ertragslage moderat. Große Produzenten handeln auf Basis aktueller Goldpreise weiterhin knapp unter ihrem Nettovermögenswert. Gleichzeitig zeigt sich bei Projektentwicklern bereits eine deutlichere Neubewertung, deren Fortsetzung die Fondsmanager erwarten. Die bei Übernahmen gezahlten Bewertungen je Unze illustrieren diese Entwicklung: Bei produzierenden Minenwerten stiegen sie um den Faktor 2,4, bei Entwicklungsprojekten um den Faktor 4,4 (Abb. 4).

Abbildung 4: Historische Übernahmebewertungen je Unze. Die Bewertungen produzierender Minen erhöhten sich um den Faktor 2,4, diejenigen von Entwicklungsprojekten um den Faktor 4,4.



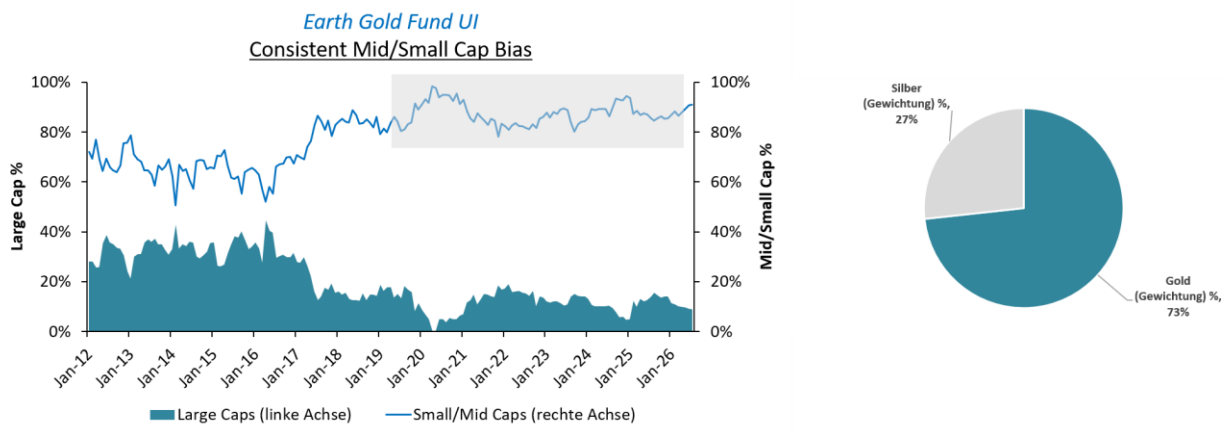
Quelle: TD Securities

Die wesentlichen Portfolioveränderungen im *Earth Gold Fund UI* betrafen im Berichtszeitraum Silberaktien. Die Positionen in Aya und Hochschild wurden aufgestockt. Mit rund 80 % des Fondsvermögen in mittelgroßen Unternehmen und Projektentwicklern bleibt das Portfolio auf jene Segmente ausgerichtet, in denen die Fondsmanager weiterhin erhebliches Neubewertungspotenzial sehen (Abb. 5).

Insgesamt bleiben die langfristigen Fundamentaldaten für Gold und Edelmetallaktien unseres Erachtens überzeugend. Höhere Zinsen und steigende Kosten sprechen

kurzfristig für eine differenzierte Betrachtung; strukturelle Nachfrage, robuste freie Cashflows und weiterhin moderate Bewertungen unterstützen jedoch den längerfristigen Anlageausblick.

Abbildung 5: Historischer Bias des *Earth Gold Fund UI* zu mittelgroßen Firmen und «Developern»



Quelle: ERI