

INTERVIEW**«Die Notenbanken werden ihre Rolle als Währungshüter sträflich vernachlässigen»**

Ronald-Peter Stöferle, Partner des Liechtensteiner Vermögensverwalters Incrementum, sagt im Interview, warum die Inflation nicht nur vorübergehend hoch ist und weshalb Gold und Bitcoin ins Portfolio gehören.

Gregor Mast

30.11.2021, 02.28 Uhr

Der Goldpreis kommt trotz der hohen US-Inflation seit Monaten nicht vom Fleck. Ronald-Peter Stöferle lässt sich dadurch nicht beunruhigen. «Nach dem starken Kursanstieg im letzten Jahr waren die Erwartungen an Gold etwas überzogen», sagt der Partner des Liechtensteiner Vermögensverwalters Incrementum im Gespräch mit The Market.

In einem Umfeld, in dem die Schulden von Staaten und Privaten weltweit hoch seien, die Staatsausgaben immer weiter stiegen und Geld- und Fiskalpolitik zunehmend verschmelzen würden, mache eine monetäre Versicherung Sinn. «Diesbezüglich hat Gold einen sehr sauberen Track Record. Seit dem Ende von Bretton Woods 1971 hat es im Schnitt jährlich 7,8% zugelegt», erklärt Stöferle.

Er setzt indes nicht nur auf Gold, sondern auch auf Bitcoin, der in den letzten Jahren erwachsen geworden sei. Wie Warren Buffetts kleiner Junge im Süswarengeschäft fühlt er sich

angesichts der unzähligen Gelegenheiten bei den Goldaktien. Viele Minen seien bereits zum gegenwärtigen Goldkurs attraktiv bewertet, «ein Vorstoss des Edelmetalls Richtung neue Allzeithöhe wäre aber natürlich das Sahnehäubchen».



«Angesichts der expansiven Geld- und Fiskalpolitik wird die Kaufkraft von Fiat-Währungen kaum steigen. Eher wird Österreich Fussball-Weltmeister»: Ronald-Peter Stöferle.

(Bild: zvg)

Herr Stöferle, die Publikation der jüngsten US-Inflationsdaten hat den Goldpreis belebt. Warum hat das so lange gedauert – die Inflation fällt ja schon seit geraumer Zeit über Erwartungen hoch aus?

Letztes Jahr hat Gold in Dollar 25%, in Franken 14% und in Euro 14,4% zugelegt. Damit hat es die fiskalischen und monetären Stimuli sowie die höheren Inflationsraten vorweggenommen und die wegen der Inflation entstandenen Kaufkraftverluste überkompensiert. Die Erwartungen an Gold waren nach dem starken Anstieg etwas überzogen, und das Edelmetall wird zunehmend durch den grösser werdenden Bruder Bitcoin konkurrenziert. Deshalb haben viele frustrierte Goldanleger das Handtuch geworfen und sich Bitcoin zugewendet. Derzeit scheint es, als könnte sich das Blatt wieder Richtung Gold wenden. In Euro liegt Gold seit Jahresbeginn bereits wieder 2,6% im Plus, in Franken resultiert lediglich ein moderates Minus von 1%.

Warum hat sich Bitcoin so viel besser entwickelt? Gold und Bitcoin sind doch Brüder im Geiste, beide stehen als knappe Güter einer explodierenden Geldmenge gegenüber.

Bitcoin wird viel stärker von der Anlegerstimmung getrieben als Gold, er ist ein «Risk on»-Asset. Deshalb könnte sich der schwächelnde Bitcoin-Kurs der letzten Wochen als Warnsignal für den Aktienmarkt entpuppen. Bitcoin ist im Laufe der letzten Jahre aber erwachsen geworden. Seine Volatilität ist zuletzt gesunken, er wurde reguliert, steuerlich scheint alles geklärt, und institutionelle Investoren steigen ein.

Macht es Sinn, auf Gold und Bitcoin zu setzen?

Ja. Wir kombinieren Bitcoin und Gold, da sie generell kaum miteinander korreliert sind. Es ist, wie wenn Sie neben dem Family Van noch ein schönes Motorrad besitzen. Mit beiden kommen Sie von A nach B. Das Motorrad mag mehr Spass machen und ist schneller. Wenn es aber zu regnen oder zu schneien beginnt, ist der Van die bessere Wahl. So ist es auch mit Gold und Bitcoin – Gold sorgt für Stabilität, Bitcoin für Konvexität. Angesichts der expansiven Geld- und Fiskalpolitik glaube ich nicht, dass die Kaufkraft von Fiat-Währungen wie dem Euro oder dem Franken mittel- bis langfristig steigen wird. Eher wird Österreich Fussball-Weltmeister.

Bitcoin wird oft als digitales Gold bezeichnet. Ist das statthaft?

Bitcoin-Erfinder Satoshi Nakamoto, wer immer das war, hat das Geldsystem und dessen Konsequenzen sehr gut verstanden. Bitcoin wurde bewusst als Reaktion auf die

Finanzkrise aus der Taufe gehoben. Sein Logo ist eine goldene Münze. Die Eigenschaften sind sehr ähnlich – es heisst nicht von ungefähr Bitcoin Mining. Die Stock to Flow Ratio – also das Verhältnis aus Bestand und neuem Angebot – ist fast identisch: Bei Gold beträgt sie derzeit 1,6%, bei Bitcoin nicht ganz 1,8%, wobei sich bei Bitcoin die natürliche Inflation wegen des Halving alle vier Jahre halbiert. Beides sind also sehr harte Währungen, die nicht beliebig inflationiert werden können. Bei Gold sind es geologische und historische Gründe, bei Bitcoin der Algorithmus, der vor der unkontrollierten Vermehrung schützt.

Im Gegensatz zu Gold ist Bitcoin allerdings nicht greifbar.

Das ist die Hauptkritik an Bitcoin, doch gerade für die jüngere Generation, die alles auf dem Handy, dem Laptop oder dem Tablet haben will, ist das Fehlen von Haptik eher ein Vorteil. Vielleicht sollte sich das Goldcamp überlegen, wie man das Edelmetall für jüngere Schichten attraktiver machen kann. Vielversprechend sind Kombinationen aus Gold und der Blockchain-Technologie, also beispielsweise die Tokenisierung von Gold.

Inwiefern lasten die Drosselung der Anleihenkäufe und die möglicherweise Mitte 2022 anstehenden Zinserhöhungen durch die US-Notenbank auf dem Kurs von Gold und Bitcoin?

Mich erinnert die Diskussion an den letzten Zinserhöhungszyklus, der Ende 2015 begonnen hat. Auch damals hiess es, der erste Zinsschritt werde den Goldpreis belasten. Passiert ist das Gegenteil: Einen Tag nach der ersten Zinserhöhung leiteten Gold und Minenaktien die

Trendwende ein. Gold stimmt dem Bondmarkt zu, der bereits die nächste Abschwächung vorwegnimmt. Das Fed drosselt die Anleihenkäufe, obwohl sich die Wirtschaft verlangsamt. Ich bin deshalb sehr skeptisch, ob die US-Notenbank die Zinsen nächstes Jahr wirklich erhöhen wird. Wahrscheinlich ist eher das Gegenteil – und der Goldpreis nimmt vermutlich bereits die nächste Lockerung vorweg.

Dann ist auch die Inflation nur vorübergehend hoch.

Ich zähle mich tatsächlich nicht zu dem Camp, das von einer stetig steigenden Inflation ausgeht. Die pandemiebedingten Lieferengpässe, die die Teuerung derzeit befeuern, werden früher oder später gelöst werden. Da bin ich zuversichtlich, was unsere Marktwirtschaft, die menschliche Kreativität und den Unternehmergeist betrifft. Die Inflation wird sich deshalb zwischenzeitlich ein wenig zurückbilden. Trotzdem glaube ich nicht, dass sie nur vorübergehend ist, sondern dass wir uns an strukturell höhere Teuerungsraten werden gewöhnen müssen.

Warum nicht?

In den Siebzigerjahren waren die zwei grossen Inflationswellen durch die Energie- und die Lebensmittelpreise getrieben. Öl dürfte 2022 dreistellig handeln – inflationsbereinigt ist es noch meilenweit vom Allzeithoch entfernt. Mein Kollege Mark Valek spricht von Greenflation, da viele der gut gemeinten ESG-Massnahmen die Energie verteuern und sich damit in steigenden Inflationsraten manifestieren. Das dürfte uns noch länger

beschäftigen. Die Stärke des chinesischen Renminbis ist ebenfalls bemerkenswert.

Wie wirkt der Renminbi auf die Inflation?

In den letzten Jahren wollte sich China mit einem schwachen Renminbi wirtschaftlich Luft verschaffen. Für den Rest der Welt war das deflationär. Nun steht China auf dem Bremspedal, was den Renminbi stärkt. De facto betreibt die People's Bank of China derzeit die restriktivste Geldpolitik unter den grossen Zentralbanken. Damit exportiert China über teurere Ausfuhren derzeit also Inflation, was auch mit der Transformation der chinesischen Wirtschaft zu tun hat. Dieser Effekt wird oft vergessen. Und ganz bedeutend: Weltweit werden künftig fiskalische Stimuli viel wichtiger. Wir sollten also weniger auf das Fed fokussieren, sondern mehr auf die Fiskalpolitik. Künftig dürfte bei jeder noch so kleinen Konjunkturabkühlung fiskalisch stimuliert werden.

Lässt das Momentum bei den Fiskalmassnahmen nicht bereits nach?

Natürlich darf man das Tempo des letzten Jahres nicht extrapolieren, doch die Infrastrukturinvestitionen wirken sich sehr viel schneller und direkter auf die Inflation aus, als es die Anleihenkaufprogramme gemacht haben. Letztere sind letztlich nur ein Asset Swap, der in erster Linie die Vermögenspreisinflation anfeuert, die Konsumentenpreise aber nicht wirklich tangiert. Anders als nach der Finanzkrise steigen nun auch die breiten Geldmengenaggregate, das Geld kommt also in der Wirtschaft an, und das Wachstum der Geldmenge ist höher

als in den inflationären Siebzigerjahren. Grund dafür ist auch die expansivere Fiskalpolitik.

Doch wird das so bleiben?

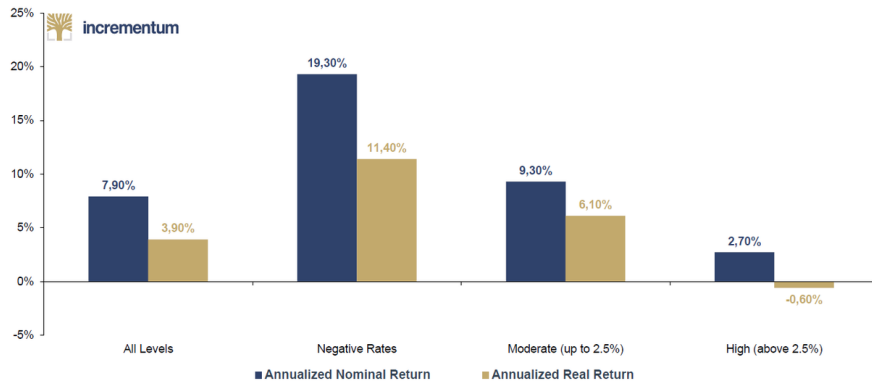
Der Konsens in der Politik ist klar – die marode Infrastruktur soll wieder aufgebaut werden. Dazu kommen riesige Investitionen in grüne Projekte, die teils durch die Notenbank finanziert werden sollen. Viele Massnahmen, die vor Covid noch als Wunschtraum progressiver Ökonomen gegolten haben, wie die Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik, sind nun im Mainstream angekommen. Dazu kommt die technologische Entwicklung: Irgendwann werden die Zentralbanken eigene Digitalwährungen herausgeben, die schnell und effizient an die Bürger verteilt werden können. Die ursprüngliche Rolle der Notenbanken als Währungshüter – also als Hüter der Kaufkraft – dürfte künftig sträflich vernachlässigt werden.

Die Notenbanken können die Zinsen aber auch kaum erhöhen.

Genau. Sie stecken in der Nullzinsfalle, die wir 2019 in unserem Buch beschrieben haben. Die Verschuldung liegt nicht nur bei den Staaten, sondern auch bei den Unternehmen und den Privaten so hoch, dass selbst geringfügigste Zinserhöhungen oder nur schon die Erwartung steigender Zinsen sehr schnell Konsequenzen für Konjunktur und Kapitalmärkte haben. Die Verwundbarkeit gegenüber höheren Zinsen ist so hoch wie nie. Deshalb müssen wir uns auf viele Jahre mit negativen Realzinsen vorbereiten, was den Goldpreis befeuern sollte.

Gold LOVES Negative Rates

Annualized Returns of Gold in Various Interest Rate Environments, in %, 1971-2021



Source: World Gold Council, Incrementum AG

Quelle: Incrementum

Die negativen Realzinsen haben bisher eher Aktien und weniger Gold belebt.

Wir setzen in unserer Vermögensverwaltung stark auf Aktien. Gut geführte und solide finanzierte Unternehmen werden jede Krise überstehen. Doch es ist enorm wichtig, auf Gesellschaften mit Preissetzungsmacht zu achten, die die höheren Inputkosten an die Kunden weitergeben können. Dazu zählen viele Tech-Konzerne, Basiskonsumgüterhersteller und Gesundheitswerte. Nur sind viele dieser Aktien alles andere als günstig bewertet, es ist also schon viel Wachstumsfantasie eingepreist. Gleichzeitig ist die Stimmung gegenüber Gold sehr pessimistisch, was sich an den rekordhohen Abflüssen aus börsengehandelten Fonds zeigt. Und trotzdem notiert Gold nur 200 \$ vom Allzeithoch entfernt. Diese Konstellation spricht für höhere Kurse.

Wirkt die hohe Verschuldung nicht deflationär?

Ich habe vor kurzem das Buch «The Price of Tomorrow» von Jeff Booth gelesen. Es beschreibt schön, wieso wir

grundsätzlich in einer deflationären Welt leben würden. Doch in unserem Geldsystem benötigen wir Inflation, weil Geld als verzinste Schuld geboren wird. Deshalb wird die Angst vor Deflation umso grösser, je höher die Schulden steigen. Das ist der Grund, warum der natürliche deflationäre Trend nicht zugelassen werden kann. Zudem gibt es immer inflationäre und deflationäre Kräfte, die gegeneinander wirken, wie tektonische Platten, die permanent gegeneinanderpressen.

Wer gewinnt?

Derzeit sind die inflationären Kräfte stärker. Das liegt an der Deglobalisierung, dem Übergang von der monetären zur fiskalischen Dominanz, der Demografie, dem neuen Zeitgeist bei den Notenbanken, der in Richtung Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik tendiert. Dazu mehrten sich die Anzeichen, dass die dritte Inflationsphase begonnen hat.

Was ist die dritte Inflationsphase?

Gemäss dem US-Ökonomen Murray Rothbard, einem Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, beginnt der Teuerungszyklus mit der monetären Inflation, also der Ausweitung der Geldmenge, dann folgt die Vermögenspreis-inflation, die wir in den letzten Jahren erlebt haben. Immobilien, Kunst, Aktien, Bonds – alles wurde inflationiert. In der letzten Phase schwappt die Inflation auf die Konsumentenpreise über, und an diesem Punkt stehen wir jetzt. Der Tipping Point war die Pandemie. Damit rückt der Zeitpunkt eines

möglichen Crack-up-Booms, zu Deutsch einer Katastrophenhaussse, näher.

Was verstehen Sie unter einer Katastrophenhaussse?

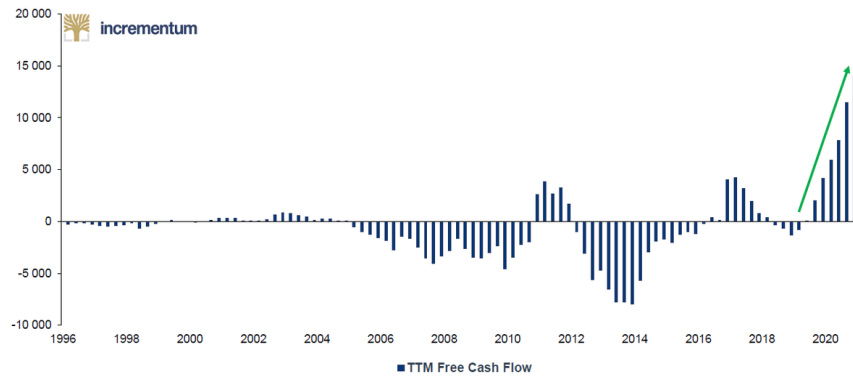
Dieser Begriff wurde von Ludwig Mises geprägt und bezeichnet den Punkt, an dem die Bürger fluchtartig aus ihren Geldwerten in Sachwerte umschichten, um sich gegen die Inflationsspirale abzusichern. Das ist eine gefährliche und explosive Entwicklung, deren Eintritt sich nicht prognostizieren lässt. Eine monetäre Versicherung macht in einem solchen Umfeld aber Sinn, und diesbezüglich hat Gold einen sehr sauberen Track Record. Seit dem Ende von Bretton Woods 1971 hat es im Schnitt jährlich 7,8% zugelegt.

Wer macht das Rennen – Gold oder Goldminen?

Gold ist eine monetäre Versicherung, ein bewusster Entscheid gegen das Halten von Euro, Dollar oder Franken. Minenaktien haben ganz andere Risiken. Dazu zählen politische, unternehmerische, geologische und finanzielle Risiken. Die Branche hat ihre Hausaufgaben aber gemacht. Sie erzielt heuer einen rekordhohen freien Cashflow. Ich habe dieses Jahr um die 200 Firmen getroffen – ein Grossteil hat sich sehr positiv zum Geschäftsgang geäußert. Dazu zählen nicht nur die Förderer, sondern auch Royalty-Unternehmen, Entwickler und Junior Explorers.

Gold Mining Is More Profitable Than Ever!

TTM Free Cash Flow of Top 50 Miners by Market Cap in the Canadian & US Stock Exchanges, in USD mn, Q1/1996-Q4/2020



Source: Crescat Capital, Tavi Costa, Incrementum AG

Quelle: Incrementum

Leiden die Minen nicht unter höheren Inputkosten?

Natürlich spüren die Minen die Kosteninflation und da vor allem die steigenden Energiepreise und die höheren Löhne. Dennoch sind die Margen nach wie vor sehr hoch, und das auch im Vergleich zum S&P 500. Gleichzeitig sind viele Minen auch ohne höheren Goldpreis sehr attraktiv bewertet. Ein Vorstoss des Goldpreises Richtung neue Allzeithöchst wäre aber natürlich das Sahnehäubchen. Für Fantasie könnte ferner das Übernahmekarussell sorgen, das sich zu drehen beginnt, wie die Akquisition von Pretium durch Newcrest oder die Fusion zwischen Agnico Eagle und Kirkland Lake zeigen. Wir fühlen uns angesichts der vielen Opportunitäten derzeit wie ein kleiner Junge im Süswarengeschäft, um es in den Worten von Warren Buffett zu sagen.

Mining Stocks (GDM) Are Inexpensive!

	S&P 500 Index	GDM Index
Price/Earnings	24.34	13.45
Price/Cash Flow	19.24	6.78
Price/EBITDA	14.82	5.89
Price/Sales	2.98	2.70
Price/Book	4.51	1.60
Ent. Value/EBIT	22.87	10.15
Ent. Value/EBITDA	16.58	6.37
Gross Margin	34.70%	41.49%
Operating Margin	14.50%	29.50%
Profit Margin	11.32%	19.10%
Return on Capital	8.44%	10.36%
Free Cash Flow Yield	3.36%	7.32%
Dividend Yield	1.38%	2.31%
Total Debt/Ent. Value	0.24	0.12
Total Debt/Total Equity	117.34	19.44
Total Debt/Total Assets	24.43	13.01
Net Debt/EBITDA	1.13	0.14

Source: Trey Reik, Bristol Gold Group



Ronald-Peter Stöferle



Ronald-Peter «Ronnie» Stöferle ist Partner von Incrementum und zuständig für Research und Portfoliomanagement. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien. Nach seinem Abschluss arbeitete er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den «In Gold we Trust»-Report publizierte. Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 hat er das Buch «Österreichische Schule für Anleger» und 2019 das Buch «Die Nullzinsfalle» veröffentlicht. Er ist verheiratet und stolzer Vater dreier Töchter.