

# Gold & Silver Update



*4 Fragen an Ronald P. Stoeflerle, Partner von Incrementum AG.*

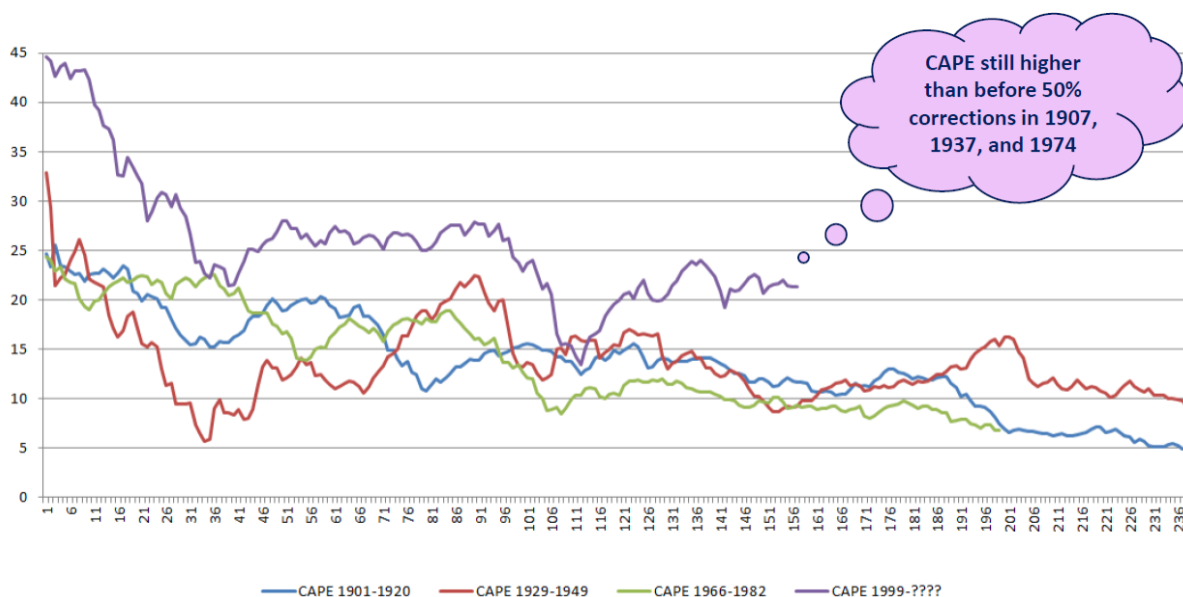
**Ronald Stoeflerle:** "Insofern denke ich, dass Gold der klare Sieger der currency wars ist und dies auch bleiben wird."

*Lieber Ronni: Worauf ist die derzeitige Korrektur bei Gold und Silber zurückzuführen?*

Ich glaube, dass eine Kombination aus verschiedenen Gründen dafür verantwortlich ist.

Einerseits sehen wir derzeit die sogenannte „Great Rotation“, dh. eine große Reallokation aus dem Bondmarkt, hinein in den Aktiensektor. Die 30-jährige Party im Bondsektor geht nun langsam aber sicher zu Ende. Dies bedeutet scheinbar für viele Asset-Allokatoren, dass dies automatisch bullish für Aktien sein müsse. Mir ist diese Ansicht jedoch zu *binär*. Ich sehe am breiten Aktienmarkt in der langfristigen Betrachtung (Shiller PE's) alles andere als wirklich günstige Bewertungsniveaus. Die derzeitige Hausse an den Aktienmärkten ist meiner Meinung nach in erster Linie liquiditätsgetrieben.

## Shiller P/E – Wo stehen wir jetzt?



Quelle: Patrick Pastollnigg

Andererseits scheinen viele Marktteilnehmer an eine baldige „Exit-Strategie“ der Federal Reserve zu glauben. Wenn man sich die Gesprächsprotokolle der Federal Reserve im Detail ansieht, so gibt es jedoch keinerlei Anzeichen darauf. Seit 2009 lässt sich erkennen, dass es vereinzelt „Dissenter“ (dh. Mitglieder des Boards, die sich bez. Anleihenkäufen skeptisch äußerten) gab, bzw. regelmäßig über Exit-Szenarien gesprochen wurde. Insofern sollte man meiner Meinung nach einfach studieren, was die Fed TUT und nicht, was sie SAGT. Allein seit Beginn des Jahres ist die Bilanzsumme der Fed um weitere USD 162 Mrd. auf USD 3.097 Mrd. angestiegen. Im Sinne der Österreichischen Schule der Nationalökonomie bedeutet dies Inflation. Die Teuerung, die wir in den verschiedensten Bereichen sehen, ist lediglich eine Folge und ein Symptom der Geldmengeninflationierung.

Anhand der nachfolgenden Tabelle erkennt man die unglaubliche Notenbank-inflationierung seit 2007. Zentraler Punkt ist die relative Knappheit im Vergleich zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen. *Der Goldbestand wächst mit lediglich 1,5% pro Jahr.* Die Geldmengenaggregate wachsen hingegen um ein Vielfaches dessen. Dies sollte eine grundsätzliche Überlegung darstellen, wenn man die natürliche Verwässerung einer Währung analysiert. Insofern gehe ich davon aus, dass der Wechselkurs zwischen Gold und Papier weiter steigen wird.

### **Veränderung Notenbankbilanzen Mai 2007 versus Dezember 2012:**

Notenbank	Mai 2007	Dezember 2012	% Veränderung
Bank of England (Mrd. GBP)	79,4	410,4	416,70%
Swiss National Bank (Mrd. CHF)	105,6	497,7	371,10%
Federal Reserve (Mrd. USD)	896,1	2.908,90	224,60%
European Central Bank (Mrd. EUR)	1.165,40	3.011,20	158,40%
Bank of Japan (Mrd. JPY)	103.755,80	157.833,60	52,10%

Quelle: Incrementum Liechtenstein

*Das Thema „currency wars“ ist in aller Munde. Was ist damit gemeint und wie wirkt sich dies auf Gold aus?*

Richtig, der Begriff „currency wars“ wird mittlerweile fast schon hyperinflationär gebraucht. Jim Rickards hat diesbez. ein hervorragendes Buch geschrieben, das ich jedem empfehlen kann.

Ich bin der Meinung, dass diese Währungskriege bereits seit Jahren stattfinden. Im Grunde genommen trachten alle großen Währungsblöcke danach, ihre Währungen abzuwerten, um damit den Exportsektor zu stärken. Empirisch gesehen, ist diese Politik völliger Unsinn, Weichwährungsnationen haben noch nie in der Geschichte Wohlstand erlangt.

Waren es früher Bananenrepubliken oder europäische Länder wie Spanien, Italien oder Griechenland, die in regelmäßigen Abständen ihre Währungen abwerteten, so sind es heutzutage Japan, UK, die USA und auch in Europa. Dass die USA den Dollar schwächen wollen ist hinlänglich bekannt, in Frankreich hat Präsident zuletzt mehrmals eine Euro-Intervention gefordert und in Japan propagiert man nun

„unlimited QE“, dh ab 2014 werden monatlich Käufe in Höhe von 13 Billionen Yen, dh. knapp 2,7% des BIP's getätigt. Diese Beispiele zeigt, dass alle großen Währungsblöcke ihre Währung schwächen wollen, das „race to the bottom“ ist in vollem Gange.

Insofern denke ich, dass Gold der klare Sieger der currency wars ist und dies auch bleiben wird. Dies erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts:

### Goldpreisentwicklung (Indexiert auf 100) in unterschiedlichen Währungen

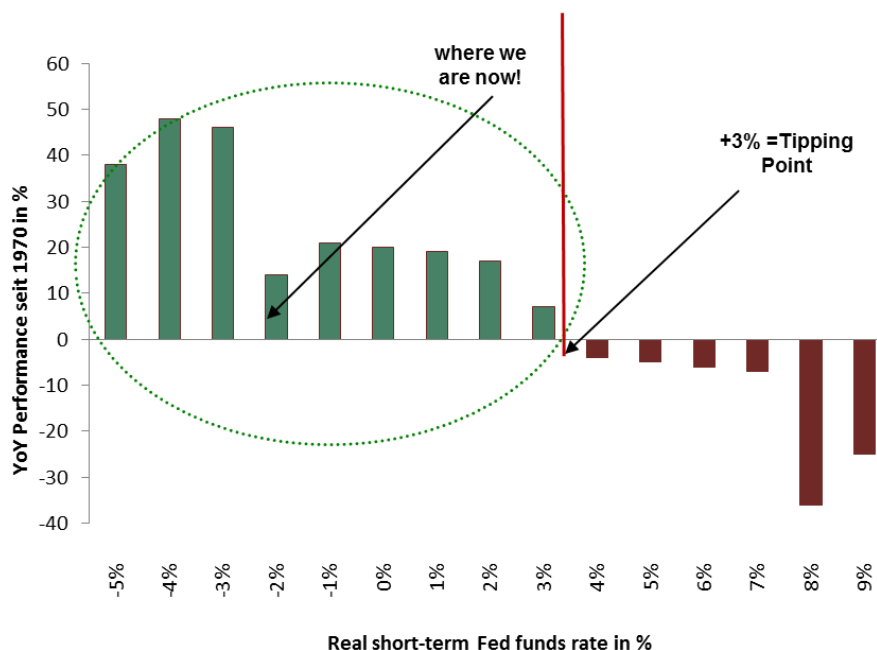


Quelle: Incrementum Liechtenstein

*Ein weiteres Stichwort lautet „Financial Repression“. Vielerorts wird diese Politik als Antwort auf die Überschuldungsthematik gesehen. Glaubst du, dass Financial Repression eine wirkliche Lösung darstellt?*

**Ich bin der festen Überzeugung, dass finanzielle Repression in ihren unterschiedlichsten Facetten, im Laufe der nächsten Jahre immer weiter um sich greifen wird.** Die langfristigen Kosten der fehlenden Konsolidierungsbemühungen sind jedenfalls beträchtlich. Während kurzfristig die künstlich gesenkten Anleiherenditen suggerieren, dass die Sparbemühungen auf Schiene sind, sollte man nicht vergessen, dass hierfür in erster Linie Markteingriffe verantwortlich sind. Insofern halte ich einen sukzessiven Vermögenstransfer (eine etwas euphemistische Bezeichnung für schleichende Enteignung) als langfristig verheerende Strategie, nachdem keinerlei Korrektur vorangegangener Fehlallokationen vollzogen wird, sondern lediglich eine (anfangs weitgehend unsichtbare Form) der Umverteilung stattfindet und eine zeitliche Verzögerung erfolgt. Mit zunehmender Abhängigkeit von solchen Maßnahmen steigen auch die später zu erwartenden Kollateralschäden und **die Saat für eine noch größere Krise wird gesät.**

**Was bedeutet dies aber für Gold? Negative Realzinsen bedeuten ein optimales Umfeld für Gold (und Silber).** Während der 20-jährigen Goldbaisse der 1980er und 90er Jahre, lag das Realzinsniveau bei durchschnittlich 4%. In lediglich 5,9% aller Monate waren die Realzinsen im negativen Terrain. Ganz anders jedoch die Lage in den 70er Jahren. Hier lag der Realzins in 54% der Monate im negativen Bereich. Seit 2000 ist der Realzins in 51% aller Monate im Minus, was ein optimales Umfeld für Gold bedeutet. **Nachdem die Federal Reserve ihre Nullzinspolitik nun bis zumindest Ende 2014 fortsetzen wird, sollte dies weiterhin negative Realzinsen und somit ein positives Fundament für weitere Goldpreisanstiege bedeuten.**



Quelle: Incrementum Liechtenstein

*Was sind Deiner Meinung nach Faktoren, die das Ende des Bullenmarktes bedeuten würden? Wann würdest du bearish bez. Goldinvestments werden?*

Im Moment gehe ich davon aus, dass das Chance/Risiko-Profil von Gold weiterhin exzellent ist. Folgende Dinge müßten eintreten, damit ich ein Ende des Bullenmarktes ausrufen würde:

- Realzinsen über längeren Zeitraum über +3%
- Wenn Gold in Relation zu anderen Assetklassen (siehe Ratio-Analyse) neue Extremwerte markieren würde
- Tiefgreifende strukturelle Reformen um Schuldenstand nachhaltig abzubauen
- Ende von weiteren Stimulus-Maßnahmen (QE, LTRO, Operation Twist,..) seitens der Zentralbanken
- Tiefe Rezession in China und Indien
- Nachhaltig starker US-Dollar
- Massives Hedging seitens der Produzenten
- Ruhige und friedliche geopolitische Lage
- Sentiment extrem positiv, Goldpreis mit Divergenz

Derzeit sehen wir genau das Gegenteil. Das Stimmungsniveau bez. Gold (sichtlich anhand von Daily Sentiment Index, Hulbert Public Opinion,..) befindet sich auf dem negativsten Niveau seit mehreren Jahren.

Zusammenfassend möchte ich noch einmal mehr sagen, dass ich denke, dass unsere Notenbanker und Politiker derzeit einen „Hochseilakt ohne Netz“ vollziehen. Die deflationären Kräfte sollen *um jeden Preis* mittels Reflationierungspolitik bekämpft werden. Ich denke, die Wahrscheinlichkeit, dass diese monetären Experimente schiefgehen, ist sehr groß sind. Gemäß Leonardo da Vinci ist „*Einfachheit die höchste Stufe der Vollendung*“. Ich bin der festen Überzeugung, dass Gold ein einfaches, günstiges und verlässliches Mittel ist, um sich gegen die derzeit vorherrschenden systemischen Risiken abzusichern.

### **Über Ronald P. Stöferle**

Ronald-Peter Stöferle ist seit 2013 Partner und Mitglied der Geschäftsführung bei der Incrementum AG (in Gründung), wo er gemeinsam mit Mark Valek für das Management eines Rohstoff-Fonds und eines Global Macro Fonds, der sich auf die Österreichische Schule der Nationalökonomie fokussiert, zuständig sein wird.

Zuvor war er mehr als sechs Jahre lang im Research der Erste Group tätig. Seit 2007 schreibt Stöferle international viel beachtete Goldreports namens „In GOLD we TRUST“, die u.a. im Wallstreet Journal, der FT oder dem Economist zitiert wurden. Zudem war er innerhalb der Erste Group für die Analyse von Öl und Gas verantwortlich. Neben seiner Research-Tätigkeit war er für das Management von zwei Goldaktien-Baskets sowie eines Silberaktien-Baskets verantwortlich.

Die Ausbildung von Ronald-Peter Stöferle umfasst einen Abschluss in Betriebswirtschaft der Wirtschaftsuniversität Wien mit Schwerpunkt Investment-banking und Kapitalmarktkommunikation sowie Bank und Kreditwirtschaft sowie ein Auslandssemester an der University of Illinois. Er ist CMT Charterholder und absolvierte zudem das Certified Financial Technician-Programm. Darüber hinaus spezialisierte er sich im zunehmend auf die Österreichische Schule der Nationalökonomie und ist seit 2013 Lektor am Institut für Wertwirtschaft in Wien.