

„Es wäre in einem „nachhaltigen Geldsystem“ sehr sinnvoll, das Zinsniveau durch Angebot von Sparvolumen und Nachfrage nach Krediten bestimmen zu lassen!“

Ronald Stöferle

Ronald Stöferle ist Managing Partner der Fonds- und Vermögensverwaltungsgesellschaft Incrementum AG mit Sitz in Liechtenstein. Er hat vor kurzem den „Austrian Economics Golden Opportunities Fund“ lanciert, einen vermögensverwaltenden Fonds, der in inflationssensitive Assetklassen investiert. Am 24. Juni hat er seinen mittlerweile 8. „In Gold we Trust“ Report veröffentlicht. Die Studie erschien einerseits in einer kurzen Version im Rahmen seiner Tätigkeit als Senior Advisor der Erste Group, andererseits auch in einer ausführlicheren Version, welche auf www.incrementum.li downgeloadet werden kann.



Ronald Stöferle, Incrementum AG

philoro: Herr Stöferle: Herzliche Gratulation zur Publikation Ihres mittlerweile 8. „In Gold we Trust“ Reports. Der Report wurde vom Wall Street Journal einmal als „Goldstandard aller Goldstudien“ geadelt und wird weltweit gelesen. Wodurch unterscheiden sich Ihre Analysen vom Rest der Gold-Publikationen?

Stöferle: Ich versuche Gold stets im Kontext des „big picture“ zu analysieren. Dabei ist es mir besonders wichtig, das aktuelle Geldsystem – aus Sicht der österreichischen Schule

der Nationalökonomie – zu interpretieren und zu erklären. Zudem versuche ich, die Opportunitätskosten von Gold – also Realzinsentwicklung, Quantität und Qualität der Schulden, Geldmengenentwicklung etc. – in meine Analyse einfließen zu lassen. Dieser „holistische“ Blick unterscheidet meine Analysen sicherlich vom Großteil der Mitbewerber.

philoro: Sie haben einmal gesagt, dass Sie sich wie in der Haribo-Werbung fühlen. Rundherum lauter Gold-Bären. Was meinten Sie damit?

Stöferle: (Lacht). Das war ein spontaner Einfall bei einem Interview. Ich meinte damit, dass es so scheint, als hätten alle Goldbullen das Handtuch geworfen. Mittlerweile sieht jeder Gold extrem bearish, die Stimmungslage ist aktuell sehr negativ. Man erkennt dies daran, dass alle großen Banken ihre Preisziele drastisch gekappt haben und nun von fallenden Kursen ausgehen. Ähnliches erkennt man auch anhand der Positionierung am Terminmarkt (CoT-Report) und auch an den div. Sentiment-Statistiken. Aus antizyklischer Sicht gefällt mir dies extrem gut.

philoro: Nun hat sich der Goldpreis seit Ihrer letzten Publikation gut entwickelt, es steht ein Plus von knapp 8% zu Buche. Trotzdem wurde Ihr Kursziel von USD 1.480 verfehlt. Was waren Ihrer Meinung nach die wesentlichen Gründe für die relativ „maue“ Entwicklung?

Stöferle: Ich denke, dass die stark disinflationären Tendenzen ausschlaggebend dafür waren. Die rückläufigen Teuerungsraten bereiten den Notenbankern im Moment vermutlich schlaflose Nächte, weshalb der „Druck zu drücken“ immer größer wird. Analog zu den fallenden Teuerungsraten sind auch die Realzinsen gestiegen, während das Momentum der Geldmengeninflationierung teilweise verringert wurde (Tapering in den USA). Sehr wichtig erscheint mir auch, dass die Opportunitätskosten stark gestiegen sind, insb. aufgrund der haussierenden Aktienmärkte. Ein letzter, wie



philoro
EDELMETALLE

ich meine, sehr wesentlicher Punkt ist, dass mittlerweile „Krise war gestern“ die Konsensmeinung zu sein scheint. Eine Einschätzung, die ich nicht unbedingt teile. Ganz im Gegenteil!

philoro: Lassen Sie uns noch einmal auf dieses „disinflationäre“ Umfeld zu sprechen kommen. Wieso ist dies ein Problem?

Stöferle: Ich würde hier einen Schritt zurückgehen. Im heutigen Sprachgebrauch spricht man häufig von „hoher Inflation“ und meint damit stark steigende Verbraucherpreise. Dies ist eine folgenschwere sprachliche Erblindung. Im eigentlichen Sinne bedeutet Inflation das Ausweiten der Geldmenge, während höhere Preise (= Teuerung bzw. Preisinflation) nur eine logische Konsequenz dessen sind.

Das heutige Geldsystem hat die Marktwirtschaft sukzessive in einen „Kreditismus“ verwandelt. Ein auf Sparen und realen Investitionen aufgebautes Wirtschaften wurde von einem kreditinduzierten Wachstumswahn abgelöst. Der Drang nach permanent steigender Geld- und Kreditmengen hat die Wurzel in unserem Schuldgeldsystem, die Panik vor schrumpfenden Geldmengen und damit einhergehender Preisdeflation sind Symptome dieses Geldsystems. Eine ausgeprägte Kredit-Deflation hätte mittlerweile extrem unangenehme Auswirkungen. Je stärker die Abhängigkeit von (billigem) Geld, desto schlimmer die Entzugserscheinungen.

philoro: Und was bedeutet dies nun für Gold?

Stöferle: Es heißt ja meistens, dass Gold ein toller „Inflationsschutz“ sei. Das ist – gemäß unserer Analysen – nicht 100%ig korrekt. Die Tendenz der Teuerung ist wesentlich wichtiger, als das absolute Niveau, weil der Goldpreis die Tendenz diskontiert. Steigende Teuerungsraten bedeuten ein positives Umfeld während fallende Teuerungsraten – Disinflatio-

on – ein negatives Umfeld bedeuten. Seit Herbst 2011 sehen wir eine solche Disinflation und seitdem fällt auch der Goldpreis.

philoro: Sie haben diese Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation so schön als „monetäre Tektonik“ bezeichnet. In welche Richtung tendieren diese Platten im Moment?

Stöferle: Die natürliche Marktberingung des vergangenen kreditinduzierten Wachstums wäre stark deflationär. Aufgrund dieser allumfassend hohen Verschuldung und der sozio-ökonomischen Anreizstrukturen im Zweifelsfalle sicherlich höhere Teuerungsraten toleriert bzw. sogar erwünscht. Nachdem die „disinflationäre Platte“ nun die vergangenen zwei Jahre dominiert hatte, sehen wir nun vor allem in den USA Indizien dafür, dass dies sich nun wenden könnte!

philoro: Sie haben für Ihre Firma und Ihren Fonds einen eigenen Inflationsindikator konzipiert. Wieso haben sie das getan, nachdem es ja bereits zahlreiche Inflations-Statistiken gibt, was steckt dahinter und wie sieht das derzeitige Bild aus?

Stöferle: Meiner Meinung nach ist der Inflationsausblick einer der wichtigsten Faktoren für die Asset-Allocation. Nachdem wir alle wissen, dass die üblichen Inflations-Statistiken wenig mit der Realität zu tun haben und zudem immer nur in den Rückspiegel schauen, war es für uns essentiell, rasche und verlässliche Inflations-Signale zu erhalten. Zentral ist dabei die Analyse, wieviel monetäre Inflation in die Finanzmärkte gelangt und wieviel in die Realwirtschaft fließt. Wir nennen das Modell – in Anlehnung an unser Bild der „monetären Tektonik“ – einen monetären Seismographen. Das Ergebnis zeigt uns die Inflationstendenz an, also ob wir steigende/fallende oder neutrale Inflationstendenz sehen. Wie schon erwähnt sehen wir seit Juni wieder steigende Inflationsraten. Nachdem wir die vergangenen



philoro
EDELMETALLE

Monaten gar keine inflationssensitiven Anlageklassen in unserem Fonds hatten, haben wir in den vergangenen Wochen langsam Positionen in, zB Gold- und Silberaktien eröffnet.

philoro: Sie schreiben, dass die Inflationsdynamik schwer zu kontrollieren ist und beziehen sich dabei auf Hayek.

Stöferle: Richtig. Friedrich August von Hayek prägte den Begriff der Anmaßung von Wissen. Ich denke, dass uns die Geschichte ganz klar gezeigt hat, dass die Spezifika der Inflationsdynamik nur schwer zu verstehen, geschweige denn zu steuern sind. Man kann die Wirtschaft und das Finanzsystem nicht wie einen Thermostaten regulieren. Insofern denke ich, dass hohe Preisinflation – ev. im Rahmen eines stagflationären Umfeldes – ein sehr wahrscheinliches Szenario darstellen könnten.

philoro: Sie haben vor kurzem ein Buch zum Thema „Österreichische Schule für Anleger – Investieren zwischen Inflation und Deflation“ publiziert... Wieso denken Sie, dass diese ökonomische Denkrichtung einen Mehrwert für (Gold)Investoren liefern kann?

Stöferle: Das Schöne an der Österreichischen Schule der Nationalökonomie ist, dass sie nicht nur die richtigen Fragen stellt, sondern auch die richtigen Antworten liefert. Ich denke dass das Verständnis des Geldsystems und der Konsequenzen des manipulierten Zinses heutzutage essentiell sind. Ähnlich wie die Gesetze der Thermodynamik besagen, dass es unmöglich ist, Energie aus dem Nichts zu schaffen, so sagt mir der gesunde Menschenverstand, aber auch das Verständnis der österreichischen Schule, dass es unmöglich ist, Wohlstand und Prosperität mittels der Notenpresse zu schaffen. Solche Versuche sind in der Vergangenheit stets gescheitert, es gibt kein monetäres Perpetuum mobile.

philoro: Was meinen Sie damit konkret? Sollten die Zinsen höher sein?

Stöferle: Definitiv! Die strukturell zu niedrigen Zinsen subventionieren in erster Linie schlecht wirtschaftende Regierungen, Unternehmer und Konsumenten. Sie werden so für ihr Fehlverhalten nicht bestraft sondern es werden die Fehler weiter perpetuiert. Ohne negative Realzinsen wären die sukzessive steigenden Schuldenberge nicht mehr tragbar. Selbst eine zaghafte Erhöhung der Leitzinsen würde das Finanzsystem mittlerweile destabilisieren, das prognostizierte unlängst sogar der IWF. Die Frage ist aber nicht, was ich denke oder irgendein Preisfestsetzungsgremium. Es wäre in einem „nachhaltigen Geldsystem“ sehr sinnvoll, das Zinsniveau durch Angebot von Sparvolumen und Nachfrage nach Krediten bestimmen zu lassen! Diese wichtige Allokationsfunktion des Preises für Geld ist im derzeitigen Geldsystem nicht vorhanden.

philoro: Stichwort Minenaktien. Die haben in den letzten Jahren doch stark enttäuscht. Sie zeigen sich aktuell nun wieder zuversichtlicher, was ist hierfür ausschlaggebend?

Stöferle: Ich denke, dass der Pessimismus hier noch ausgeprägter ist, als bei Gold selbst. Aus Contrarian-Sicht gefällt mir diese grenzenlose Skepsis. Es ist aber auch evident, dass sich im Zuge der brutalen Marktbereinigung viel Positives getan hat. Schöpferische Zerstörung quasi. So haben zahlreiche Firmen wirklich ambitionierte Kostensenkungsprogramme, es wurden zahlreiche Vorstände ausgetauscht und man setzt nun auf Kostentransparenz. Zudem gab es massive Abschreibungen. Insofern denke ich, dass Minenaktien derzeit ein extrem asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen. Dies ist – im Einklang mit der Tatsache, dass die Minenaktien von ihren Hochs mehr als 70% entfernt sind, eine wirklich höchstinteressante Konstellation.

philoro: Abschließende Frage: Wo liegt ihr Kursziel auf Sicht der nächsten 12 Monate und



philoro
EDELMETALLE

halten sie nach wie vor an ihrem langfrist-Ziel von USD 2.300 fest?

Stöferle: Mein Ausblick für die weitere Goldpreisentwicklung ist klar positiv. In Relation zur Basisgeldmenge liegt der Goldpreis aktuell beispielsweise auf einem Allzeit-Tief. Auch in Relation zu Aktion, Bonds und zahlreichen Sachgütern ist Gold klar unterbewertet. Insofern denke ich, dass USD 1.500 bis Ende Juni 2015 durchaus realistisch sind. Langfristig halte ich mein Ziel von USD 2.300 weiterhin für realistisch. Es würde mich wundern, wenn dieser große Bullenmarkt nicht mit einer finalen Trendbeschleunigung enden würde!