



philoro  
EDELMETALLE

## „Ich denke, dass wir uns in einer gesunden Korrekturphase befinden.“

Ronald Stöferle

Ronald Stöferle von der Incrementum AG im Interview mit philoro im Hinblick auf den bevorstehenden Goldreport.

*philoro: Herr Stöferle, Ihr mittlerweile siebter, jährlich publizierter Goldreport steht kurz vor der Veröffentlichung. Viele interessierte Anleger freuen sich bereits auf Ihre Analysen. Sie haben als einer der wenigen Analysten schon vor sieben Jahren einen ausgeprägten, mehrjährigen Bullenmarkt vorausgesagt. Ist dieser Ihrer Meinung nach nun zu Ende und haben wir möglicherweise die Höchststände für Gold schon gesehen?*



*Mag. Ronald Stöferle,,  
Managing Partner & Investment  
Manager bei Incrementum AG,  
Gold Experte*

Stöferle: Das glaube ich nicht. Ich denke, dass wir uns in einer langen, scharfen aber auch gesunden Korrekturphase befinden. Es gibt zahlreiche Analysen zur großen Korrektur des letzten großen Bullenmarktes zwischen 1974 und 1976. In dieser Phase korrigierte Gold von USD 180 auf knapp 100 Dollar. Geprägt war das Umfeld

damals von Disinflation, steigenden Realzinsen, einem kurz aufflackernden konjunkturellen Optimismus sowie einem extremen Pessimismus hinsichtlich Gold. Insofern fühle ich mich hier in meiner Einschätzung als „Contrarian“ bestätigt und gehe davon aus, dass die parabolische Trendphase noch bevorsteht.

*philoro: Wie sieht Ihr kurzfristiger Ausblick nach der deutlichen Korrektur der letzten Monate aus?*

Stöferle: Fairerweise muß man sagen, dass der April-Crash massiven technischen Schaden angerichtet hat. Einerseits aus Sicht der Technik, andererseits auch hinsichtlich des Vertrauens vieler Goldinvestoren. Ich denke deshalb, dass die Reparatur dieses Schadens einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Insofern glaube ich nicht, dass in den nächsten Wochen starkes Aufwärtsmomentum einsetzen wird.

**„Ich denke deshalb, dass die Reparatur dieses Schadens einige Zeit in Anspruch nehmen wird.“**

Ronald Stöferle

*philoro: Welche Szenarien müßten eintreten damit der Bullenmarkt im Gold zu Ende geht?*

Stöferle: Negative bzw. niedrige Realzinsen waren für mich stets DER entscheidende Faktor für die Goldpreisentwicklung. Wer deshalb von einem Ende des Goldbullenmarktes ausgeht, geht somit zwangsläufig auch von steigenden Realzinsen aus. Deshalb sollte man sich zur Überprüfung dieser These folgende Fragen stellen:

Was würde mit dem derzeit bereits anämischen BIP-Wachstum passieren, wenn die Notenbanken das Zinsniveau deutlich erhöhen würden?

Wie würden kurz- und langfristige Bondrenditen reagieren? Was wären die Auswirkungen auf Corporate Bonds und insb. Junk Bonds?

Was würde mit Bewertungsmodellen (zB. für Aktien) passieren?

Ich denke, dass alle Marktteilnehmer mittlerweile schon auf Niedrigstzinsen konditioniert sind. Insofern würde ein Abschied von QE und Niedrigzinspolitik sicherlich für starke Verwerfungen sorgen. Auch aufgrund der mittlerweile erreichten Verschuldungsniveaus erkennt man, dass ein starker Anstieg der Zinsen mittlerweile gar nicht mehr möglich ist.

*philoro: Viele unserer Kunden fragen uns immer wieder warum man in den Medien von einem Nachfrage-Boom hört und liest, der Goldpreis aber deutlich korrigiert, wie passt das zusammen?*



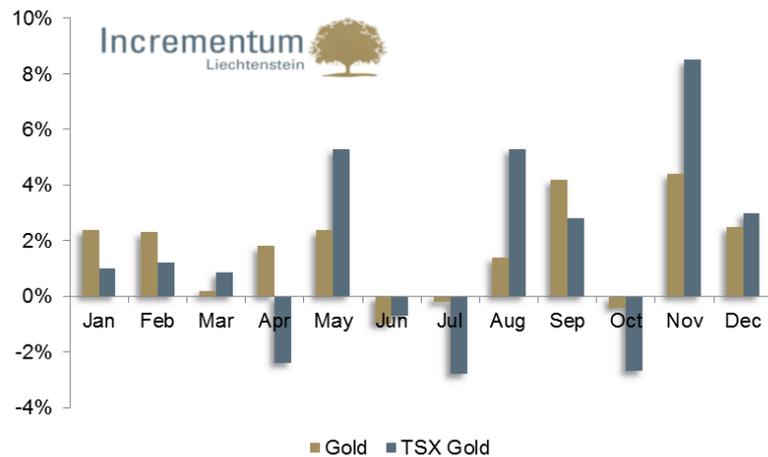
Stöferle: Das ist eine spannende Thematik. Lassen Sie mich ein wenig weiter ausholen. Ich denke, dass man anhand des April-Crashes erkennt, wie wichtig die Unterscheidung zwischen dem "Goldpreis" und "dem Preis von Gold" ist. Der Goldpreis bezieht sich auf den Kurs eines Gold-Futures, zB. an der COMEX. „Der Preis für Gold“ ist hingegen der Preis den man zahlen muss, wenn man physisches Metall kaufen will.

Zwar heißt es oftmals, dass sich diese Märkte voneinander entkoppelt haben, dennoch ist dies meiner Meinung nach nicht möglich. Die beiden Preise (Kassa- und Terminmarktkurse) sind per Arbitragebeziehung eng aneinander gekoppelt und können sich grundsätzlich längerfristig nicht diametral voneinander wegbewegen. Trotzdem ist die Beobachtung des „Bindegliedes“ der beiden Märkte durchaus interessant um die Ereignisse an den Märkten besser interpretieren zu können. So sind beispielsweise im derzeitigen Umfeld teilweise beträchtliche Prämien bzw. Engpässe im physischen (Kassa-) Markt zu beobachten. Dies muß man fairerweise aber auch auf recht banale Gründe, zB. logistische Probleme zurückführen.

*philoro: Wie stark ist die saisonale Komponente beim Gold noch ausgeprägt?*

Stöferle: Ich denke, dass die Saisonalität immer mehr zur selbsterfüllenden Prophezeiung wird. Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man dieses Muster. Insofern dürfte aus saisonaler Sicht bis August wenig Momentum zu erwarten sein. Anschließend beginnt die saisonal beste Phase für den Goldpreis.

Monatliche Saisonalität von Gold (seit 1971):



Quelle: Incrementum AG Liechtenstein

*philoro: Gab es Ihrer Meinung nach im letzten Jahr grundlegende Änderungen am Goldmarkt?*

**„Aufgrund der hohen Liquidität und der einzigartigen Eigenschaften wird Gold immer häufiger als Besicherung eingesetzt.“**

Ronald Stöferle  
Stöferle: Ich denke, dass sich die Remonetarisierung von Gold im Vorjahr deutlich beschleunigt hat. Beispielsweise hat sich OMFIF, eine globale Organisation der Zentralbanken, in einem aufsehenerregenden Report für eine Remonetarisierung von Gold ausgesprochen. Aber auch im klassischen Finanzwesen wächst die Bedeutung. Aufgrund der hohen Liquidität und der einzigartigen Eigenschaften wird Gold

immer häufiger als Besicherung eingesetzt. Nach Eurex, CME Group, der InternationalExchange und JPMorgan akzeptiert nun auch LCH.Clearnet, das größte Clearinghaus der Welt, Gold als Collateral.

*philoro: In Ihrem letzten Report haben Sie sich eingehend mit dem Thema „Finanzrepression“ auseinandergesetzt. Glauben Sie, dass sich diese Form der Enteignung noch weiter verstärkt hat?*



Stöferle: Definitiv. Ich habe bereits im letzten Jahr über wahrscheinliche „Bail ins“, also Haircuts auf Bankeinlagen geschrieben. Zypern hat hier ja bekannterweise ein Exempel statuiert.

Es gibt nur wenige Lösungen für die Überschuldungsproblematik. Rigide Ausgabenkürzungen und deutliche Steuererhöhungen sind politisch nicht durchsetzbar, also greift man zu einer subtileren und perfideren Methode, nämlich finanzieller Repression. Weltweit verlieren Sparer so ca. EUR 100 Mrd. pro Jahr.

Nachdem negative Realzinsen ein Eckpfeiler der finanziellen Repression sind, denke ich, dass dies langfristig ein positives Umfeld für Gold garantiert.

**„Ich sehe aber langsam  
Licht am Ende des  
Tunnels.“**

Ronald Stöferle

*philoro: Wie sieht Ihre Einschätzung für den Goldminensektor aus?*

Stöferle: Die Performance von Gold war ja bereits enttäuschend, aber die Entwicklung der Mining-Aktien war desaströs. Mittlerweile ist die Bewertung schon auf einem extremen Niveau. Der älteste verfügbare Goldindex, der Barrons Gold Mining Index (BGMI) notiert derzeit auf dem niedrigs-

ten Stand in Relation zu Gold seit mehr als 70 Jahren.

Ich sehe aber langsam Licht am Ende des Tunnels. Die Industrie erlebt derzeit eine Gezeitenwende. Rentabilität, Kapitaldisziplin und stabiler Cash Flow je Unze scheinen mittlerweile gegenüber maximaler Goldproduktion präferiert zu werden. Zahlreiche Projekte wurden in den vergangenen Monaten abgestoßen oder auf Eis gelegt und CEO's ausgetauscht. Ich halte das neue Bekenntnis zu Kostenwahrheit, größerer Finanzdisziplin und Shareholder Value für eine wesentliche – wenn auch sehr späte – Einsicht des Sektors. Ob diese neue Fokussierung ein reines Lippenbekenntnis darstellt oder nicht, wird sich in den nächsten Quartalen weisen.

**Ad Incrementum LIE:**

*Die Incrementum AG, Liechtenstein ist ein Asset Manager, Vermögensverwalter und Researchhaus, das sich dem Gedankengut der Österreichischen Schule der Nationalökonomie verschrieben hat.*

*Unabhängigkeit ist ein Eckpfeiler der Philosophie, weshalb das Unternehmen zu hundert Prozent im Besitz der Partner steht. Als Investment-Boutique mit schlanken Hierarchien, ist die Incrementum AG in der Lage, ihre Strategien unbürokratisch umzusetzen und rasch auf Veränderungen im Markt zu reagieren. Alle Partner praktizieren, was sie predigen. Deshalb sind alle Partner in den von ihnen verwalteten Fonds investiert. Die Partner der Incrementum AG sind hochqualifiziert und weisen insgesamt mehr als 140 Jahre kombinierter Erfahrung im Asset Management und der Vermögensverwaltung auf.*

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)