



philoro
EDELMETALLE

„Unter der Oberfläche brodeln es gewaltig“

Mark Valek, Incrementum AG

Ronald-Peter Stöferle und Mark Justin Valek von Incrementum AG Liechtenstein im Interview mit philoro.



Ronald Stöferle, Incrementum AG



Mark Valek, Incrementum AG

philoro: Der Goldpreis hat in den letzten Monaten deutlich korrigiert, in den letzten Wochen hat er sich wieder signifikant erholt. Wie lautet die aktuelle Einschätzung am Goldmarkt? Da haben wir die Tiefstände bereits gesehen?

Stöferle: Ich gehe davon aus, dass wir die Tiefstände bereits gesehen haben. Wir sehen seit September 2011 eine scharfe Korrektur von mehr als 30%. Meiner Meinung nach ist es eine Korrektur, aber keine Trendwende.

Die Gründe für diesen starken Rückgang sind mannigfaltig: einerseits ein disinflationäres Umfeld und natürlich steigende Realzinsen (die Opportunitätszinsen von Gold sind gestiegen). Zudem sind im Zusammenhang mit Opportunitätskosten natürlich auch die rallierenden Aktienmärkte zu erwähnen. Der S&P ist beispielsweise seit dem Allzeithoch von Gold um 40% haussiert, während Gold um mehr als 30% korrigiert hat. Dies schafft natürlich auch einen enormen Performance-Druck auf Vermögensverwalter oder Private Banker, die weiterhin in Gold allokiert sind.

Wie wird es nun weitergehen? Ein ganz wesentlicher Punkt ist, dass diese monetären Experimente, die wir im Moment sehen, bislang keine signifikante Preisinflation ausgelöst haben. Allen Unkenrufen zum Trotz ist bislang keine Hyperinflation, sondern lediglich massive Vermögenspreisinflation zu bemerken.

„Die Tiefstände sind markiert, aber nach oben hin ist auf Sicht der nächsten Wochen nicht allzu viel zu erwarten.“

Ronald Stöferle

Wir haben im Goldreport, der am 27. Juni erschienen ist, geschrieben, dass sehr viel technischer Schaden beim Gold-Chart angerichtet wurde, und dass es dauern wird, diesen technischen Schaden zu reparieren. Dazu stehen wir nach wie vor. Deshalb glaube ich nicht, dass wir auf Sicht der nächsten Wochen ein starkes Momentum nach oben sehen werden, aber nach unten hin ist die Wahrscheinlichkeit recht hoch, dass die Tiefs markiert sind. Bei dieser Einschätzung bleiben wir auch, nicht zuletzt nachdem das Sentiment auf extrem pessimistischem Niveau ist. Goldman Sachs hatte beispielsweise neuerdings ihre aktuelle Meinung hinsichtlich des Goldpreises als „Slam-Dunk-Sell“ bezeichnet. Dies ist für üblicherweise vorsichtig kommunizierende Analysten eine besonders ungewöhnlich scharfe Formulierung und wurde in dem Zusammenhang ausgesprochen, dass wenn eine Einigung bezüglich der Schuldenobergrenze in den USA getroffen würde der Goldpreis im Anschluss darauf massiv fallen sollte. Es ist aber genau das Gegenteil passiert und das ist ein Zeichen dafür, dass der Druck nach unten mittlerweile begrenzt ist. Langer Rede kur-



zer Sinn: Die Tiefststände sind markiert, aber nach oben hin ist auf Sicht der nächsten Wochen nicht allzu viel zu erwarten. Das Kursziel im Goldreport lag bei 1480 USD – bis zum nächsten Goldreport im Juni 2014.

philoro: Stichwort monetäres Umfeld – Inflation, Deflation – Wie sehen Sie die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung? Die letzte wirtschaftliche Finanzkrise scheint in vielen Augen überstanden. Sind die strukturellen Probleme nur durch die monetäre Schwemme überlagert worden und was haben wir von der Inflations- und Deflationsseite zu erwarten?

Valek: Die Situation betreffend der monetären Großwetterlage lässt sich am besten analysieren, wenn man einen Schritt zurückgeht und sich überlegt, was Inflation eigentlich ist? Es gibt für Inflation unterschiedliche Definitionen. Die österreichische Schule der Nationalökonomie hat erkannt, dass Inflation generell ein monetäres Phänomen ist. Steigende Geld- und Kreditmengen verursachen langfristig fallende Kaufkraft der Währung. Im heutigen Geldsystem ist Geld durch kein reales Gut wie Gold mehr gedeckt. Das Geld wird zu einem Teil von den Zentralbanken und zum anderen Teil von Kommerzbanken geschöpft. Dies ist deshalb möglich, weil der Gesetzgeber ein so genanntes Teilreserve Bankensys-

tem institutionalisiert hat. Der österreichische Ökonom Ludwig von Mises hat als erster diesen Umstand erkannt und dessen weitreichende Folgen bereits im Jahr 1912 detailliert beschrieben. Er bezeichnete die gesamte Geldmenge als *Umlaufmittel*. In der Tat ist es heute so, dass die deutlich größere Menge der umlaufenden Geldmenge von den Kommerzbanken geschöpft wird. Dies führt dazu, dass das Verhalten der Banken wesentlich dafür verantwortlich ist, ob sich die gesamte Geldmenge inflationär ausdehnt oder deflationär zusammenschrumpft.

„Es gibt durchaus Gründe der offiziellen Teuerungsrate kritisch gegenüber zu stehen.“

Mark Valek

Um das in Zahlen zu fassen: Vor der vielzitierten Krise Ende 2007 gab es im Euro-Land ca. 1.500 Milliarden EUR Basisgeld, das von der Zentralbank geschaffen wurde. Als Maßstab für die gesamten Umlaufmittel vor der Krise kann man die 7.400 Milliarden EUR heranziehen. Fünfeinhalb Jahre später, also zum Ende des 2. Quartal 2013, ist die Basis-Geldmenge auf 2.400 Milliarden EUR gestiegen (+61%, p.a. +6%), während die Umlaufmittel um „nur“ 23% gestiegen sind (p.a. +4%). Während also die Zentralbanken sehr viel Geld geschaffen haben, ist das Geld nur sehr begrenzt in den Ban-

kenkreislauf gekommen, weil die Banken nach wie vor strukturelle Probleme haben bzw. teilweise einfach keine neuen Kredite vergeben wollen. Und auch die Teuerungsraten, welche letzten Endes eine Konsequenz der Geldmengeninflation sind, bewegen sich viel eher in der Größenordnung des zweiten Maßstabes. Der HVPI (der offizielle Teuerungs-Index) ist über diese Zeit im Schnitt um 1,8% p.a. gestiegen. Es gibt durchaus Gründe der offiziellen Teuerungsrate kritisch gegenüber zu stehen. Man kann sich alternativ z.B. die Dieselpreise ansehen, welche in Deutschland über diesen Zeitraum etwas mehr als die Teuerungsrate (um 3,5% p.a.) gestiegen sind. Es fand also Teuerung statt, aber sicherlich nicht im hyperinflationären Ausmaß. Die inflationären Maßnahmen der Zentralbanken haben also unterm Strich die deflationären Tendenzen aus dem Kommerzbankensektor kompensiert und so wurde oberflächlich Stabilität bezüglich der Teuerungsrate hergestellt.

„Die enorme Spannung wird sich früher oder später entladen.“

Mark Valek

philoro: Eigentlich schlau gemacht?!

Valek: Im herrschenden System haben die Verantwortlichen so gesehen einen guten Job gemacht, oberflächlich Ruhe zu



bewahren. Allerdings ist diese Vorgehensweise enorm riskant. Wir bezeichnen diese Gesamtsituation als „*monetärer Tektonik*“ in Anlehnung an die geologische „Platten Tektonik“: auf der einen Seite sind die deflationären Kräfte sehr stark, diese werden jedoch auf der anderen Seite durch inflationäre Kräfte ausgeglichen. Oberflächlich ist alles relativ ruhig geblieben. Allerdings baut sich hier unter der Oberfläche eine enorme Spannung auf, welche – auch hier ist die Analogie der monetären Tektonik recht treffend – sich früher oder später entladen wird in die eine oder andere Richtung. Aus unserer Sicht steht nicht im vornhinein fest, ob die inflationären Kräfte dieses Kräftemessen gewinnen werden. Allerdings wird aufgrund der sozio-ökonomischen Anreizstrukturen im Zweifel jedenfalls eine höhere Inflation in Kauf genommen – deswegen sehen wir dies als den längerfristig höher wahrscheinlichen Ausgang an. Zwischenzeitlich kann es aber durchaus passieren, dass beispielsweise aufgrund einer weiteren großen Bankkrise oder einer Staatspleite die deflationären Effekte überwiegen. Wenn sozusagen die Zentralbanker dann nicht „schnell genug den nächsten Gang beim Drucken einschalten“ können die deflationären Kräfte überwiegen. Also ein zwischenzeitlich deflationärer Akt wie 2008, auf dem Weg zu stärkeren Inflation wäre durchaus auch denkbar.

Das ist das Bild, welches wir im Zusammenhang mit der monetären Großwetterlage momentan malen – oberflächliche, scheinbare Stabilität, zumindest gemäß dem herrschenden Paradigma einer Geldentwertung von wenigen Prozent pro Jahr, aber unter der Oberfläche brodelt es gewaltig.

philoro: Welche Auswirkungen ergeben sich dadurch für den Rohstoffmarkt?

Valek: Massive – insofern als dass sich der Goldpreiserückgang des letzten Jahres, den Herr Stöferle schon angesprochen hat, aus unserer Sicht damit zu einem Gutteil erklären lässt. Es sind nicht nur die Goldpreise gefallen, es sind Rohstoffpreise generell über diesen Zeitraum gefallen. Was man hier wiederum von der Teuerungsseite feststellen kann ist, dass genau zu Beginn dieser Phase (im Herbst 2011) Teuerungsraten in den USA mit einer jährlichen Veränderungsrate von 4% den höchsten Stand seit 2008 erreicht hatten. Seither sind sie aber sukzessive gefallen. Dies nennt man Disinflation. Nicht dass wir das Niveau oder die Ziffer dieser offiziellen Teuerungsraten überbewerten wollen, aber die Tendenz ist sichtbar: Preise steigen weniger stark.

„Ohne Goldstandard ist der Inflationierung der Zentralbankgeldmenge kein Riegel vorgeschoben.“

Mark Valek

Diese disinflationäre Tendenz lässt sich auch an den Rohstoffmärkten beobachten. Diese Entwicklung ist auch ein wesentlicher Grund, warum die US-Notenbank ihr aktuelles Gelddruckprogramm nicht zurückgefahren hat, weil gemäß der offiziellen Inflationsstatistik das Teuerungsziel von 2-2,5% schon relativ weit unterschritten wird und die Tendenz auch weiter abnehmend ist. Das verantwortliche Gremium der Notenbank hat dies erkannt und nachdem das Notenbankmandat unter anderem lautet, die Kaufkraft des Geldes ständig zu entwerten muss sie mit weiter inflationären Maßnahmen der disinflationären Tendenz entgegentreten. Noch vor wenigen Monaten waren sich so gut wie alle Marktteilnehmer einig, dass die Gelddruckprogramme diesen Herbst eingestellt werden. Bereits im Rahmen des Goldreports haben wir im Juni schon davon gesprochen, dass dies nicht so einfach vonstattengehen wird wie allgemein erwartet. Sollte sich Kreditvergabe und damit verbunden die Teuerung nicht bald erhöhen, gehen wir auch aktuell von weiteren inflationären Maßnahmen seitens der Notenbanken aus. Ohne Goldstandard ist der Inflationierung



der Zentralbankgeldmenge kein Riegel vorgeschoben. Die Kreativität der Zentralbanker wird auch was die Kreditmengenausweitung des Kommerzbankensektors angeht in Zukunft noch deutlich zunehmen.

philoro: Kann man grundlegende Änderungen am Goldmarkt hinsichtlich der Akteure und deren Verhalten feststellen?

Stöferle: Letztes Jahr haben vor allem performance-getriebene Vermögensverwalter sowie institutionelle Anleger massiv Gold über goldgedeckte Wertpapiere verkauft. Im Gegenzug haben Investoren, welche auf den physischen Besitz von Gold wertlegen, massiv zugekauft. Diese Investorenschicht kauft generell antizyklisch und agiert deutlich weniger preissensitiv. Eine Unze bleibt eine Unze, während am Depotauszug ein Rückgang von je nach Kaufzeitpunkt bis zu 30% doch schmerzt. Auch die Migration des physischen Goldes von West nach Ost hat sich verstärkt. Allein China hat heuer bereits mehr als 1.300 Tonnen Gold importiert. Generell würde ich sagen, dass allein im letzten Jahr sehr viel Gold von schwachen in starke Hände gewechselt hat.

„Es wird schlichtweg überall interveniert/manipuliert.“

Ronald Stöferle

Ein wesentlicher Punkt beim Gold ist natürlich auch die ewige Manipulationsdebatte. Ich habe einen relativ nüchternen Zugang und würde sagen, dass schlichtweg überall interveniert/manipuliert wird. Stichwort: LIBOR.

Es wird natürlich ebenso am Währungsmarkt interveniert bzw. an den Zinsmärkten. Wieso sollte es beim Gold also nicht geschehen? Schließlich ist der Goldpreis ein Fieberthermometer für die Finanz- und Währungsmärkte.

„Die teuren Folgen des billigen Geldes sind enorm.“

Ronald Stöferle

philoro: Wie lautet Ihr Kursziel in den nächsten 12 Monaten?

Stöferle: Das derzeitige Kursziel für Juni 2014 ist wie schon gesagt 1480 USD. Ich glaube, die Anzahl an möglichen Markterschütterungen – vulgo „black swans“ - ist relativ hoch. Ich bin der festen Überzeugung, dass das fundamentale Argument für Gold überzeugender denn je ist. Es gibt keinen „backtest“ für die derzeitige Episode des Finanzwesens. Noch nie haben auf globaler Basis dermaßen gewaltige „monetäre Experimente“ stattgefunden. Seit 2008 haben wir global mehr als 500 Zinssenkungen gesehen. Die teuren Folgen des billigen Geldes sind enorm. Wir sehen bereits Exzesse bei Emerging Market Bonds und Unterneh-

mensanleihen und natürlich auch bei Vermögenspreisen – Stichwort „asset price inflation“. Aufgrund der Nullzinspolitik wird eine strukturelle Bereinigung im Sinner der schöpferischen Zerstörung einer Krise aufgeschoben. Diese Konsequenzen der Politik des billigen Geldes sind besonders in Japan evident. Seit 1996 gibt es dort eine de facto Nullzinspolitik. Damit wurde ökonomisch gesehen eine – zugegebenermaßen schmerzliche – Bereinigung der Blase verhindert und der Wirtschaft es nicht ermöglicht wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu gelangen. Es sieht ganz so aus als würden die anderen industrialisierten Nationen nun genau diesen destruktiven Weg einschlagen. Je länger dieser Zustand andauert, desto größere Verwerfungen wird der Ausstieg bzw. die Rückführung der diversen monetären Stimuli auslösen. In so einem Umfeld macht eine „monetäre Versicherung“ in Form von Gold definitiv Sinn.

philoro: Zum Thema Goldminensektor: Wir haben gehört, dass kleinere Minen aufgrund des gefallen Preises die Produktion stark gedrosselt bzw. eingestellt haben. Waren das Einzellerscheinungen oder hat sich das Minenangebot nun verknapp?

Stöferle: Das ist schwer zu sagen, man sollte die Jahresdaten von 2013 abwarten. Meiner Meinung nach ist es auf dem



derzeitigen Niveau nicht wahrscheinlich, dass es dramatische Reduktionen gibt. Wenn man sich eine Mine ansieht, ist es wesentlich teurer, eine Mine komplett zu schließen, als einfach die Produktion langsam runterzufahren.

Was in diesem Zusammenhang ein häufiger Fehler seitens der Analysten ist, dass man davon ausgeht wenn die Produktionskosten beispielsweise bei 1200 USD All-in liegen, könne der Goldpreis nicht weit darunter fallen, weil danach neu geförderte Produktionsmenge gedrosselt würde. Wenn aber die Produktion marginal zurückgefahren wird (beispielsweise um ca. 200t), hat das auf den Gesamtbestand des Goldes (ca. 172.000t) keine Auswirkungen. Das ist also kein Argument – Gold ist jedenfalls als Bestandsgut und nicht als Verbrauchsgut zu analysieren.

„Gold-Aktien stellen das ultimative antizyklisches Investment dar.“

Ronald Stöferle

Was von der psychologischen Seite her relevant ist, ist der Punkt, dass Gold mittlerweile schon ein antizyklisches Investment ist, und Gold-Aktien das ultimative antizyklisches Investment darstellen.

philoro: Sie haben mir im Vorfeld erzählt, dass Sie im Zusammenhang mit Ihrer Investment-Strategie ein Signal ent-

wickelt haben. Können Sie uns davon mehr erzählen?

Stöferle: Gerne. Wir haben uns zum Ziel gesetzt eine Erhöhung der Kaufkraft zu erzielen, insbesondere in Zeiten steigender Teuerungsdynamiken. Gold wird im Allgemeinen oft als Inflationsschutz bezeichnet. Wir haben uns das sehr genau angesehen und man kann quantitativ belegen, dass nicht das absolute Niveau der Teuerung für den Goldpreis relevant ist, sondern die Tendenz der Teuerung. Haben wir steigende Teuerungsraten, ist das für den Goldpreis positiv, wenn die Teuerungsrate aber sinkt, ist das ein schlechtes Umfeld für Gold.

Es kann z.B. vorkommen, dass immer noch eine hohe Teuerungsrate vorhanden ist, aber der gehandelte Goldpreis diskontiert die künftige Entwicklung. Wenn von einem weiteren Rückgang der Teuerung ausgegangen wird, preist der Goldpreis mitunter heute schon einen niedrigeren Preis. Auch aktuell hat sich der disinflationäre Trend wie schon erwähnt negativ auf den Goldpreis ausgewirkt.

Wir versuchen nun mit unserer Investment-Strategie, mittels spezieller Marktindikatoren zu erkennen, wie viel monetäre Inflation in die Realwirtschaft wirklich gelangt. Dieser Umstand ist unserer Meinung nach für alle Anlageklassen von ä-

ßerster Bedeutung. Nachdem wir hinsichtlich herkömmlicher volkswirtschaftlicher Statistiken äußerst skeptisch sind, verwenden wir eine Kombination von Marktindikatoren (zB. Ratios) und bestimmen damit das *Incrementum Inflationssignal*. Dementsprechend positionieren wir uns dann flexibel für das aktuelle Inflationsumfeld.

Die besten inflationssichernden Eigenschaften haben klassisch inflationssensitive Investments wie Goldaktien, Mining-Aktien generell, Energieaktien sowie Rohstoffe im Allgemeinen. Wie wir in den letzten Monaten aber gesehen haben, müssen diese Anlagen *aktiv* veranlagt werden.

philoro: Das bringt auch wieder die Verbindung zur monetären Tektonik – bahnt sich da etwas an und wenn Ja, in welche Richtung geht es?

Valek: Aktuell ist die Situation weiterhin disinflationär, das heißt wir meiden vorerst weiterhin den Rohstoffsektor sowie Minenaktien. Sollte sich der Inflationstrend jedoch drehen, könnten hier ausgesprochene Opportunitäten vorhanden sein. Das Sentiment ist jedenfalls schon auf extrem pessimistischen Niveaus, insofern denken wir, dass nur noch wenig Luft nach unten vorhanden ist. Nichts desto Trotz, bevor unsere Ampel nicht grünes Licht anzeigt tun wir in der Richtung auch nichts.



„Notenbanken können keinen Wohlstand, sondern nur Inflation und Blasen schaffen.“

Ronald Stöferle

philoro: Zum Ausblick 2014?

Stöferle: Relevant für wird 2014 aus unserer Sicht Janet Yellen, die Ben Bernanke bei der US-Notenbank Fed aller Wahrscheinlichkeit nachfolgen wird.

Ein „Tapering“ bzw. ein Ausstieg von Quantitative Easing wird nicht stattfinden können, ohne eine massive Rezession als Konsequenz. Die Finanzmärkte haben sich bereits an die Nullzinspolitik gewöhnt und sind mittlerweile auch stark anhängig von den Gelddruckprogrammen der Zentralbanken. Bei einer Beendigung der Programme drohen ein steigendes Zinsniveau sowie das Platzen der Schuldenblase, welche sich in den vergangenen 40 Jahren international aufgebläht hat. Noch größere Dosen an monetären Stimuli könnten eventuell noch eine weitere künstliche Blase erschaffen. Wir gehen davon aus, dass QE á la longue sogar erhöht wird. Notenbanken können keinen Wohlstand, sondern nur Inflation und Blasen schaffen und vorübergehend einen scheinbaren Boom auslösen. Der vielzitierte, selbsttragende Aufschwung wird nur dann eintreten, wenn die Schulden- und Weichwährungspolitik durch solide

Staatshaushalte und harten Währungen ersetzt werden. Österreichs großer Ökonom Ludwig von Mises, hat dieses Bild bereits 1922 beschrieben: *„Durch Kunstgriffe der Bank- und Währungspolitik kann man nur vorübergehende Scheinbesserung erzielen, die dann zu umso schwererer Katastrophe führen muss. Denn der Schaden, der durch Anwendung solcher Mittel dem Volkswohlstand zugefügt wird, ist umso größer, je länger es gelungen ist, die Scheinblüte durch Schaffung zusätzlicher Kredite vorzutäuschen.“*

„Der momentane deflationäre Druck bereitet vielen Notenbankern Kopfzerbrechen.“

Ronald Stöferle

Offensichtlich ist heutzutage fast allerorts das Credo der Inflationspolitik unangefochten. Selbst die ehemaligen Hartwährungsländer Deutschland und Schweiz befinden sich – teilweise nicht ganz freiwillig – auf dem Pfad der monetären Verlotterung. Die USA und Japan preschen im Moment vor und sind bereit auch noch wesentlich aggressiver zu inflationieren. Dies ist unserer Meinung nach ein Tanz auf dem Vulkan.

Das sollte sich natürlich auch positiv auf den Goldpreis auswirken, spätestens sobald die inflationären Kräfte sich auch auf die Teuerung auswirken. Ich glaube, dass der deflationä-

re Druck, den wir im Moment sehen, vielen Notenbankern Kopfzerbrechen bereitet. Extreme monetäre Maßnahmen werden zu extremen Ergebnissen führen, das steht für mich fest. Was die Eurozone betrifft, so denke ich, dass Frankreich im nächsten Jahr im Fokus der Finanzmärkte stehen wird, nachdem sich die Makrodaten hier unisono verschlechtern. Dies ist dann schon ein anderes Kaliber der Krise als zB. Griechenland.

