



PHILORO sprach mit Ronald-Peter Stöferle, Verfasser des Goldreports „In GOLD we TRUST“

Mag. Ronald-Peter Stöferle wurde am 27. Oktober 1980 in Wien geboren. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finanzwirtschaft an der Wirtschaftsuniversität Wien sowie in den USA. Er arbeitete 3 Jahre lang als Werksstudent in der Raiffeisen Zentralbank im Bereich Fixed Income und Credit Investments, bevor er 2006 bei der Erste Group in Wien begann. Seit 2007 schreibt Stöferle international vielbeachtete Goldreports, die ua. auf Bloomberg TV, CNBC aber auch im Wallstreet Journal oder dem Economist zitiert wurden. Zudem ist er seit 3 Jahren innerhalb der Erste Group für die Analyse von Öl und Gas verantwortlich, seine letzte Öl-Analyse mit dem Titel „Force Majeure“ wurde im März veröffentlicht. Stöferle ist Chartered Market Technician (CMT) und Certified Financial Technician (CFTe)

Philoro: Herr Stöferle, mit Ihrem 5. „In GOLD we TRUST“ haben Sie ja wieder einmal für Furore gesorgt. Zerohedge.com aber auch zahlreiche renommierte Medien wie das Wall Street Journal oder die Washington Post und Bloomberg haben Ihren Report positiv kommentiert. Sie dürften somit der einzige bzw. einer der wenigen europäischen Analysten sein, die international Gehör finden. Bevor wir in die Zukunft schauen, wollen wir kurz in die Vergangenheit blicken: Wie schlug sich Gold die vergangenen zehn Jahren?

Stöferle: Erstmal vielen herzlichen Dank für die nette Einleitung. Es stimmt, der neue Goldreport ist bislang wirklich erfolgreich. Das Timing hätte nicht besser sein können, aber ich glaube auch, dass es insb. im Goldsektor an qualitativ hochwertigen und fundierten Analysen mangelt. Insofern möchte ich auf den knapp 90 Seiten im neuen Report viele neue Aspekte (wie zB. das Stock-to-Flow Ratio, Gold als Portfolioversicherung oder das Regressionstheorem) erklären und analysieren. Was die Vergangenheit betrifft, so glänzt Gold nun bereits seit einer Dekade. Seit 2001 beläuft sich die annualisierte Performance im Durchschnitt auf 13,3% in Euro gemessen. In US-Dollar konnte Gold im Schnitt 17,25% zulegen. Auch im australischen Dollar, dem Yuan, dem kanadischen Dollar etc. war die Performance klar positiv. Zentraler Punkt ist die relative Knappheit im Vergleich zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen. Aufgrund der monetären Exzesse und des globalen Abwertungs-Wettbewerbs der vergangenen Jahre, gehe ich davon aus, dass der Wechselkurs zwischen Gold und Papier weiter steigen wird. Grundsätzlich glaube ich, dass nicht Gold aufwertet, sondern die Papiergeldwährungen abwerten, was dazu führt, dass immer mehr Geldeinheiten für den Kauf einer Unze Gold benötigt werden.

Philoro: Warum sollte ein Anleger jetzt noch in Gold investieren? Der Preis ist ja immerhin schon um 450% gestiegen seit 2001. Ist der Preis nicht schon zu hoch, man liest ja vielerorts auch von einer Gold-Bubble?

Stöferle: Ich glaube es gibt einen großen Unterschied zwischen einem Bullenmarkt und einer Bubble. Ist Gold in einem Bullenmarkt: JA! Ist Gold in einer Bubble? Nein, definitiv nicht.



„Inwiefern wird der Goldpreis auch in Zukunft beeinflusst?“

Philoro Edelmetalle

Leider höre ich dieses „Bubble-Argument“ sehr häufig, was für mich allerdings ein sehr beruhigender Kontraindikator ist. Ich habe im aktuellen aber auch im letzten Goldreport zahlreiche Grafiken und Fakten, die die Panikmache rasch relativieren. Werfen wir einen Blick auf die Marktkapitalisierungen: derzeit ist der Gold Bugs Index insgesamt mit knapp USD 220 Mrd. bewertet. Im Index sind die 16 größten ungehedgten Gold- und Silberproduzenten inkludiert. Er ist somit für die Industrie repräsentativ. Verglichen mit dem S&P 500 ist die Marktkapitalisierung der wichtigsten Gold- und Silberproduzenten winzig, sie beläuft sich auf 1,9% der gesamten Marktkapitalisierung des S&P. Sieht so eine Bubble aus?

Im Jahr 2000 war beispielsweise Nortel Networks für knapp 30% der Kapitalisierung im kanadischen TSE 300 Index verantwortlich. Die Firma ist mittlerweile übrigens de facto insolvent und hat eine Kapitalisierung von ca. USD 35 Millionen... Auch seitens der Analysten sind die Markterwartungen alles andere als euphorisch. Normalerweise müsste der Konsens am Ende eines Trends deutlich höhere Kursziele haben, bei Gold ist jedoch kein solcher irrationaler Überschwang zu erkennen. Bei einer Umfrage seitens Reuters wurde eine Median Erwartung von USD 1.450 für 2011 ermittelt. Auch seitens der 22 von Bloomberg gecoverten Goldanalysten lässt sich wenig Euphorie erkennen, wie nachfolgender Screenshot beweist. Der Konsens geht ab 2012 von stark fallenden Goldnotierungen aus. Die Kursziele liegen im Median bei USD 1.450 (2011), USD 1.400 (2012), USD 1.231 (2013) und USD 1.159 (2014). Die von mir formulierten USD 2.300 stellen das mit Abstand höchste Langfrist-Kursziel dar, wir fühlen uns mit dem Contrarian-Call weiterhin wohl.

Vergleichen wir den aktuellen Bullenmarkt mit dem letzten großen Bullenmarkt. Lag die Geldmenge am Höhepunkt des letzten großen Goldbullenmarktes 1980 noch bei USD 200 Mrd., so beträgt die Notenbankgeldmenge aktuell mehr als USD 2.600 Milliarden. Dies entspricht einer Steigerung um den Faktor 13. Würde Gold insofern auf das gleiche Verhältnis zur Notenbankgeldmenge wie 1980 steigen, so müsste es bei USD 11.050 (850x13) notieren. Zwar ist dies ein reines Zahlenspiel, es zeigt jedoch auf, wie unbegründet der Mythos von einer Gold-Bubble ist. Einer alten Weisheit nach, sieht man spekulative Blasen immer dort, wo man selbst nicht investiert ist.

Philoro : Als Ursache für den massiven Goldpreisanstieg der letzten Wochen wurde immer wieder das Thema PIIGS Staaten angeführt. Inwiefern wird das den Goldpreis auch in Zukunft beeinflussen?

Stöferle: Wir sehen derzeit eine generelle Vertrauenserosion an den Märkten. Diese Entwicklung stärkt natürlich den klassisch sicheren goldenen Hafen. Derzeit sieht es so aus, als würde sich die Situation weiter zuspitzen. Ich glaube nicht, dass sich die Situation auf die PIIGS beschränkt. Was in Europa Griechenland, Portugal oder Irland ist, ist in den USA Kalifornien, Minnesota oder Florida. Die zahlreichen Stimuli sind natürlich auch nicht gerade vertrauensfördernd was die Geldwertstabilität betrifft. Seit 2007 haben die EZB, die Federal Reserve und die Bank of England ihre Bilanzen um mehr als 4,5 Billionen USD ausgeweitet. Dies entspricht 14% des gemeinsamen Jahres-BIP's der USA und der EU27.



„Gold schlicht und einfach eine exzellente Portfolioversicherung“

Ronald Stöferle

Allein seit Jahresbeginn stieg die Monetary Base in den USA um mehr als 30%. Mittlerweile wird deshalb auch die „Risikolosigkeit“ von Staatsanleihen zunehmend in Frage gestellt und Vertrauenserosion nimmt tagtäglich zu. In diesem Umfeld wird der klassische sichere Gold-Hafen immer öfter angesteuert.

Philoro: Wie sollte sich der Edelmetallinvestor angesichts der aktuellen Lage in Europa verhalten?

Stöferle: Meine Empfehlung war schon immer, Gold sukzessive zu akkumulieren. Gerade in Westeuropa kauft man leider wesentlich prozyklischer als beispielsweise in Indien oder China. Derzeit ist der Goldpreis – trotz der recht negativen Saisonalität – auf einen neuen Euro-Höchststand gestiegen. Normalerweise beginnt die saisonal beste Phase im September.

Philoro: Sie bezeichnen Gold oft als „Portfolioversicherung“. Was zeichnet diesen Versicherungsaspekt von Gold aus?

Stöferle: Wie ich ja so gerne schreibe, gibt es scheinbar eine „Aurophobie“, also eine krankhafte Angst oder Aggression gegenüber Gold. Gold ist ein hochemotionales Thema, dh. entweder liebt man es oder man hasst es. Meiner Meinung nach ist Gold aber schlicht und einfach eine exzellente Portfolioversicherung, die man insb. in Zeiten wie diesen, klar übergewichten sollte. Ich werde zwar oft als Pessimist tituliert, das bin ich jedoch absolut nicht. Vielmehr folge ich dem Credo „Hope for the best, but prepare for the worst“. Niemand der sich eine Feuerversicherung kauft, wünscht sich, dass sein Haus abbrennt. Man will sich lediglich gegen ein Ereignis mit negativen Folgen absichern und muss dafür eine Prämie bezahlen. Allerdings muss man die Versicherung besitzen bevor der Schadensfall eintritt.

Dass Gold einen guten „Hedge“ darstellt erkennt man an zahlreichen Statistiken und Studien. Gold weist zu Aktienindizes eine leicht negative Korrelation aus, zu Bonds gibt es de facto keine Korrelation. Ausschlaggebend dafür dürfte wohl sein, dass Gold keinem Liquiditätsrisiko unterliegt, einem geringerem Marktrisiko ausgesetzt ist und über kein Kreditrisiko verfügt. Auch wenn die weitverbreitete Meinung besteht, dass Gold volatil und somit riskant ist, so sprechen die Fakten eine klar andere Sprache. Sowohl auf Sicht der letzten Monate, als auch langfristig lässt sich erkennen, dass Gold deutlich weniger volatil ist als Aktien (zB MSCI World) oder Commodities (Öl, Kupfer). Dies bestätigt auch eine Studie des World Gold Council. So war die Volatilität der letzten 20 Jahre deutlich geringer als die von Öl, anderen Edelmetallen, dem GSCI Rohstoffindex oder den meisten Aktienindizes. Lediglich Aktien von Junior-Explorern mit geringen Marktkapitalisierungen verdienen meiner Meinung nach die Bezeichnung „hochspekulativ“.



„Allzeithoch bei USD 2.300 am Ende des großen Bullenmarktes“

Ronald Stöferle

Philoro: Es gibt eine Reihe von Eurokritikern. Mittlerweile gibt es aber auch schon eine unüberschaubare Anzahl von Publikationen, die sich mit dem unvermeidlichen Untergang des US-Dollars beschäftigen. Sind wir mit dem Euro wirklich besser dran oder sollten wir schon die Flucht ins Gold oder andere Währungen antreten?

Stöferle: In meinem neuen Report gibt es ein ganzes Kapitel mit dem Titel „Adieu Exorbitant Privilege“. Dies bezieht sich auf die Bezeichnung des ehemaligen französischen Finanzministers Giscard d’Estaing in den 1960er Jahren, die das amerikanische Privileg und die Macht der Weltleitwährung beschreibt. Ich schreibe im Report ja sehr ausführlich über die US-Schuldenthematik und deren Konsequenzen. Die Überschuldung lässt natürlich auch immer lautere Zweifel an der Dollar-Währungshegemonie aufkommen. Das heißt, dass wir derzeit den schleichenden Abstieg des Greenbacks als Weltreservewährung beobachten können. Dies ist auch vollkommen verständlich. Obwohl das US-BIP nur noch 25% der weltweiten Wirtschaftsleistung ausmacht, ist der US-Dollar weiterhin für mehr als 60% der globalen Devisenreserven verantwortlich. Den derzeit stattfindenden Paradigmenwechsel erkennt man immer häufiger. Die Tatsache, dass S&P den Ausblick für das Kreditrating der USA von stabil auf negativ gesenkt hat, wäre vor wenigen Jahren noch undenkbar gewesen. Seit der Pearl Harbor Attacke vor 70 Jahren ist dies das erste Downgrading des Outlooks durch S&P! Die Ratingagentur spricht von einem „erheblichen Risiko“, dass die US-Politik keine Übereinkunft finden kann, wie mit langfristigen Schulden zu verfahren ist. Sollte es zu keiner Übereinkunft kommen, würde das finanzielle Profil der USA aus Sicht von S&P deutlich schwächer als jenes anderer mit „AAA“ bewerteter Nationen aussehen. Die Wahrscheinlichkeit, das AAA-Rating innerhalb der nächsten 2 Jahre zu verlieren, liegt bei 1:3.

Philoro: Sie haben ja vor 3 Jahren international für Aufsehen gesorgt, als Sie erstmals USD 2.300 als ihr langfristiges Kursziel formulierten. Ist diese Marke noch immer aktuell bzw. können Sie sich auch höhere Preissphären vorstellen?

Stöferle: Richtig, ich habe erstmals 2008 gesagt, dass ich davon ausgehe, dass das inflationsbereinigte Allzeithoch bei USD 2.300 am Ende des großen Bullenmarktes überschritten wird. Ich bin ja ein „Austrian Austrian“ und insofern ist die Frage nach einem konkreten Kursziel natürlich schwer zu beantworten. Gemäß Carl Mengers subjektiver Wertlehre ergibt sich der Wert eines Gutes aus dem Grenznutzen im Hinblick auf die zugrunde gelegte Zielsetzung. Der Wert eines Gutes oder einer Dienstleistung ist somit keine objektive Größe sondern das Ergebnis eines subjektiven Bewertungsaktes („Value does not exist outside the consciousness of men“). Trotzdem schaue ich mir natürlich regelmäßig historische Daten an und vergleiche sie mit dem aktuellen „Value“ bei Gold. Aufgrund dessen erkennt man, dass bei Gold sogar durchaus höhere Preis-Sphären als als USD 2.300 möglich wären. Sieht man sich den Prozentsatz der US-Goldreserven (bewertet zu Marktpreisen) an der M2-Geldmenge an, so erkennt man, dass trotz des 10-jährigen Bullenmarktes lediglich der langfristige Mittelwert von 3,4% überschritten wurde.



„Welche Faktoren sind ausschlaggebend für die Goldhaussa?“

Philoro Edelmetalle

Würde das Hoch von 1980 erreicht werden, als M2 zu mehr als 14% mit Goldreserven gedeckt war, so müsste der Goldpreis auf ca. USD 5.400 klettern. Selbst um die Zwischenhochs aus 1974 bzw. 1983 zu erreichen, müsste der Goldpreis auf knapp USD 2.500 steigen. Ein weiteres Beispiel: Setzt man die US-Goldbestände in Relation zur Wirtschaftsleistung, so erhält man einen Wert von 2,44%. Dies liegt geringfügig über dem langfristigen Durchschnitt von 2,4% und über dem Median von 1,9%. Zum Höhepunkt der letzten Goldhaussa lag der Wert bei 6,61%. Setzt man die gesamten ausstehenden Anleihenverbindlichkeiten in Relation zu den Goldbeständen so ergibt sich derzeit ein Anteil in Höhe von lediglich 0,69%. Dies liegt deutlich unter dem langfristigen Schnitt von 1,5% bzw. dem Hoch aus 1980 bei 4,1%. Auch anhand dieses historischen Vergleichs erkennt man, dass Gold derzeit alles andere als überbewertet ist.

Philoro: Sie schreiben im Goldreport ja auch vom sogenannten „Shadow Gold Price“. Können Sie uns erklären was das bedeutet?

Stöferle: Richtig, wir berechneten gemeinsam mit QB Asset Management den sogenannten „Shadow Gold Price“. Vereinfacht gesagt bezeichnet er den theoretischen Goldpreis mit dessen Hilfe man die komplette amerikanische Basis-Geldmenge decken würde. So würde eine schulden-basierte Währung in eine durch Assets gedeckte Währung transformiert werden. Der aktuelle Shadow Gold Price würde bei knapp USD 10.000 liegen. Diese Berechnungsweise ist keineswegs ein reines Gedankenspiel sondern vielmehr die Art und Weise wie innerhalb des Bretton Woods Abkommens der Wechselkurs zwischen Papiergeld und Gold berechnet wurde (US Monetary Base dividiert durch US Goldbestände). Nachdem im Federal Reserve Act von 1914 eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben war, haben wir auch die 40%ige Deckung berechnet. Man käme dann bei noch immer auf einen Goldpreis von USD 4.000 je Unze.

Philoro: Welche Faktoren sehen Sie neben der aktuellen Verschuldungskrise als ausschlaggebend für die aktuelle Goldhaussa, die ja bereits seit über zehn Jahren anhält?

Stöferle: Das Realzinsumfeld ist meiner Meinung nach entscheidend für das enorm positive Umfeld für den Goldpreis. Inflation alleine war ja noch nie der primäre Treiber des Goldsektors. Nachdem Gold – wie hinlänglich bekannt – keine Zinsen zahlt, entsprechen die Realzinsen somit den Opportunitätskosten. Während der 20-jährigen Goldbaisse der 1980er und 90er Jahre, lag das Realzinsniveau bei durchschnittlich 4%. In lediglich 6,7% 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 47% aller Monate im Minus, was ein optimales Umfeld für Gold bedeutet. Nun werden Sie sich fragen, wie sich die Realzinsen in Zukunft entwickeln werden. Ich glaube, dass die chronische Überschuldung hier ein wichtiges Argument ist. Negative Realzinsen reduzieren naturgemäß die Zinsaufwendungen und verringern die bestehende Schuldenlast.



„Asien agiert wesentlich antizyklischer“

Ronald Stöferle

Sie sind somit ein Transfer von Sparern zu Schuldnern. Diese „finanzielle Repression“, die auch Carmen Reinhardt ausführlich in ihrem Paper „Liquidation of Government Debt“ beschreibt, dürfte die Zukunft prägen.

Philoro: Indien und auch China werden ja immer wichtiger für die Goldnachfrage. Glauben Sie, dass die asiatischen Goldkäufer generell preissensitiver sind?

Stöferle: Definitiv. Wie bereits gesagt scheinen die Asiaten wesentlich antizyklischer zu agieren. Es scheint als würde man sukzessive akkumulieren und nicht panikartig kaufen. Langfristig sehe aufgrund des steigenden Wohlstands ein klar positives Szenario für die Goldnachfrage aus Asien. Mehr als 50% der Weltbevölkerung lebt in Asien. Insofern gehen wir davon aus, dass sich die höhere Goldaffinität in Kombination mit gesteigerten verfügbaren Einkommen definitiv positiv auf die Goldnachfrage auswirken wird. Lt. Studie der Boston Consulting Group steigt der Wohlstand in der Asia-Pazifik-Region mit Abstand am stärksten. Allein in 2010 gab es ein Plus von 17,1%. Bis 2015 rechnet BCG mit einem jährlichen Wachstum der Assets under Management von 18% in China und 14% in Indien. Lt. World Wealth Report 2010 stieg die Anzahl der High Networth Individuals 2009 um 17 % auf 10 Millionen. Das Gesamtvermögen belief sich auf USD 39.000 Mrd. Erstmals war das Vermögen in der Asia-Pazifik-Region (USD 9,7 Billionen) größer als in Europa (USD 9,3 Billionen). Aufgrund der deutlich höheren Goldaffinität innerhalb der Region, gehe ich also davon aus, dass dies auf Sicht der nächsten Generationen steigende Goldnachfrage bedeuten sollte.

Philoro: Sie schreiben in Ihrer Studie, dass es scheint wonach Gold langsam den „Nimbus des Investments für Untergangspropheten und Hinterweltler“ verliert. Was meinen Sie konkret damit? George Soros hat Gold ja jüngst wieder als Bubble bezeichnet und sein Goldinvestments abgebaut.

Stöferle: Richtig. Nicht nur klassische Gold Bugs, sondern nunmehr auch zahlreiche Hedge Funds-Ikonen wie John Paulson, David Einhorn, Paul Tudor Jones oder Ray Dalio haben mittlerweile ein ausgeprägtes Faible für Gold. Auch wenn die Verkäufe von George Soros vielfach als Ende des Bullenmarktes interpretiert wurden, so erkennt man bei näherem Hinsehen, dass er lediglich 99% seiner Position im Spyder Gold-ETF abgebaut hat. Seine Positionen bei Barrick Gold und Great Basin hat Soros ausgebaut, bei Goldcorp oder Eldorado Gold ist er neue Positionen eingegangen. Generell gehe ich übrigens davon aus, dass Institutionelle Investoren die nächste Stufe des Gold- Bullenmarktes prägen werden. Gerade Versicherungen und Pensionsfonds sollten verstärkte Goldallokation suchen, nachdem die Korrelation zu Aktien und insbesondere zu Anleihen gering bzw. negativ ist. De facto sind Institutionelle aber noch gar nicht in Gold investiert. Derzeit verwalten die globalen Pensionsfonds in etwa USD 30 Billionen Zum Vergleich: dies entspricht etwa der doppelten Wirtschaftsleistung der USA.



„Empfehlen Sie Anlagemünzen und Barren oder Minenaktien?“

Philoro Edelmetalle

Gemäß Shayne Mc Guire liegt die Commodity-Allokation derzeit bei knapp 3%. Wird beispielsweise der S&P GSCI oder der Dow Jones-UBS Commodity Index gehalten, so liegt die Gewichtung von Gold innerhalb der Rohstoffindizes bei lediglich 5%. Dies bedeutet, dass Gold marginale 0,15% der Gesamtallokation der Pensionsfonds ausmacht. Würde man die Gewichtung auf lediglich 0,3% anheben, so wäre dies eine Zusatznachfrage in Höhe von USD 45 Mrd. Ähnlich geringe Allokationen gelten auch für Versicherungsunternehmen (USD 18,7 Billionen Assets under Management), Hedgefonds (USD 2 Billionen) und Staatsfonds (USD 3,8 Billionen). Wir glauben generell nicht, dass hier ein großer Schwenk in Richtung Gold stattfinden wird. Dies ist allein aus regulatorischen Gründen nicht möglich. Jedoch wird selbst eine marginale Anhebung der Goldgewichtung seitens der Institutionellen dem Goldpreis enormen Auftrieb verleihen.

Philoro: Man hört immer wieder Stimmen, welche das aktuelle Jahrzehnt mit den 1970ern vergleichen und auffallende Parallelen feststellen. Stichwort: Inflation, negative Realverzinsung, Ölpreis, Kriege im Nahen Osten ? Wiederholt sich hier wirklich die Geschichte, oder haben wir es diesmal mit anderen Voraussetzungen zu tun?

Stöferle: Die Vorzeichen sind ähnlich. Im Vergleich zum letzten Bullenmarkt der 70er Jahre gibt es aber auch zahlreiche gravierende Unterschiede. Damals waren Emerging Markets wirtschaftlich unbedeutend, die Kaufkraft war deutlich geringer. Die Goldnachfrage kam in erster Linie aus Industrienationen. Die chinesische Mittelschicht, die mittlerweile auf knapp 100 Mio. Menschen angewachsen ist, durfte am letzten Bullenmarkt nicht teilnehmen, der private Goldbesitz war bis vor wenigen Jahren verboten. Eine starke Anhebung des Zinsniveaus (ähnlich wie Anfang 1980) ist hingegen de facto unmöglich. Der letzte Bullenmarkt wurde 1980 jäh beendet. Der damalige Chairman der Federal Reserve, Paul Volcker, erhöht innerhalb weniger Monate den Leitzins auf 20%. Wäre dies heutzutage ebenso möglich? Definitiv nicht! 1980 waren die USA eine der größten Gläubignationen mit einer positiven Handelsbilanz. Zudem war die Finanzindustrie im Vergleich zum BIP deutlich kleiner, Überschuldung war weder auf privater noch auf staatlicher Ebene ein Thema.

Philoro: Wie raten Sie nun dem interessierten Investor von der Edelmetallhausse zu partizipieren? Würden Sie empfehlen Anlagemünzen und Barren zu kaufen, wie es die Mehrheit in den 1970ern getan hat, oder tendieren Sie eher zu Minenaktien?

Stöferle: Das ist für mich keine Frage von „entweder oder“, sondern von „sowohl als auch“. Ich empfehle seit jeher physisches Gold, aber auch Goldminenaktien. Bei den Aktien gibt es natürlich viele verschiedene Differenzierungen. Beispielsweise sind geringkapitalisierte Aktien von sogenannten Junior-Explorern hochspekulativ und somit für den Privatanleger nur bedingt ratsam. Im aktuellen Goldreport schreibe ich auch, dass sich Goldaktien derzeit auf historisch niedrigen Bewertungsniveaus befinden. Bei den Aktien aus dem Gold Bugs Index liegt das geschätzte KGV für 2011 derzeit bei 14x.



„Anleger sollten das Gold/Silber-Ratio im Auge behalten“

Ronald Stöferle

Für 2012 soll es auf 12x absinken. Dies ist im Vergleich zur eigenen Historie (durchschnittliches KGV 2000-2010: 33x) aber auch in Relation zu zahlreichen anderen Branchen eine extrem günstige Bewertung. Zudem bestätigt es die Tatsache, dass der Markt derzeit alles andere als euphorische Erwartungen einpreist. Wir haben vor ca. 2 Jahren einen Goldminen-Basket lanciert, der nun bereits mehr als 100% im Plus liegt und praktisch jede Benchmark outperformen konnte. In diesem Basket (ISIN: AT0000A0DY51) sind 11 kanadische Titel – überwiegend aus dem Midtier-Segment – enthalten. Per Ende Juli werden wir eine neue Titelselektion- und Gewichtung vornehmen, die Änderungen werden dann auf unserer Webpage publiziert.

Philoro: Jetzt wüssten wir noch gerne Ihre drei Top-Favoriten bei den Minenaktien?

Stöferle: Auf unserer Empfehlungsliste haben wir beispielsweise eine Osisko Mining, aber auch eine Goldcorp und eine Medusa Mining. Zudem habe ich in meinem Goldminenbasket (an dessen Neugewichtung ich wie gesagt derzeit arbeite) auch eine Detour Gold oder eine Sabina Gold&Silver.

Philoro: Was für einen Stellenwert sollte Silber Ihrer Meinung nach im Portfolio eines Anlegers einnehmen?

Stöferle: Wir haben aktuell keine offizielle Coverage von Silber. Silber ist deutlich volatil als Gold, insofern braucht man definitiv starke Nerven. Silber ist ebenso wie Gold ein monetäres Metall, die industrielle Bedeutung ist jedoch wesentlich größer als bei Gold. Deshalb tendiert Silber während Konjunkturaufschwüngen zu Outperformance, während sich Gold in Stressphasen besser entwickelt. Anleger sollten auf jeden Fall das Gold/Silber-Ratio im Auge behalten. Derzeit liegt das Verhältnis bei ca. 44 und somit unter dem Median von 55x. Silber ist somit im 40-jährigen Zeithorizont relativ teuer bewertet. Der Tiefststand des Ratios lag im Jahr 1980, als man für 1 Unze Gold 14 Unzen Silber erhielt. Der historische Höchststand wurde 1940 markiert, damals erhielt man für eine Unze Gold 100 Unzen Silber. Ähnlich hohe Werte wurden auch 1990 erreicht. Blicken wir jedoch weiter zurück, so erkennt man, dass Gold seit Beginn des 20. Jahrhunderts in Relation deutlich teurer ist als in den 3 Jahrhunderten zuvor. Der langfristige Median (seit 1688) liegt bei 15,7x. Dies deckt sich in etwa auch mit dem Verhältnis der physischen Bestände. So kommt Silber in der Erde ca. 17x häufiger vor als Gold. Lt. USGS sind die gemessenen und vermuteten Ressourcen von Silber sogar lediglich 6x so hoch wie bei Gold.

Philoro: Die Leute realisieren nicht wie klein der Goldmarkt ist. Wenn man den eigentlichen Geldwert der Gold und Silberproduktion nimmt und ihn dem Börsenwert aller Goldaktien zufügt, so bewegt man sich in einer kleinen Welt im Vergleich zu den Volumen, die in Währungs-, Aktien- oder Obligationenmärkten gehandelt werden. Könnte das im Ernstfall zu einem extremen Preisanstieg führen?



„Gold und Silber sind keine Rohstoffe!“

Ronald Stöferle

Stöferle: Die Gefahr eines Short-Squeeze ist sicherlich gegeben. Lassen Sie mich das veranschaulichen. Lt. Paul Mylchreest werden täglich am Londoner OTC Markt 2.134 Tonnen Gold gehandelt. Dies ist das 346-fache der täglichen Produktion bzw. knapp so viel wie die Gesamtjahresproduktion. Lt. Jeff Christian, Gründer der CPM Group, basiert der Handel an der LBMA auf einem Leverage-Faktor von 100:131. Dh. Jeder physische Bestand wird 100-fach gehandelt. Sollten somit mehrere Marktteilnehmer gleichzeitig physische Lieferung fordern, so könnte dies nie und nimmer abgewickelt werden. Normalerweise wird nur ein kleiner Prozentanteil wirklich physisch geliefert, trotzdem ist es der eigentliche zentrale Bestandteil der Vertragsvereinbarung. Besonders bei einem Investitionsgut wie Gold, das oft aus „safe haven“ Aspekten gekauft wird, ist dies bedenklich. Das Prinzip der „Überbuchung“ kennt man zwar auch von Fluglinien oder Restaurants, die Verhältnisse bei Gold und auch Silber sind jedoch wesentlich dramatischer

Philoro: Worin liegt der Unterschied zwischen dem heutigen Papiergeld und einer gedeckten Währung? Sind Gold und die anderen Edelmetalle nur ein Rohstoff?

Stöferle: Nein, Gold und Silber sind keine Rohstoffe. Ich habe das in meinem Report relativ ausführlich erklärt und mit Hilfe des Stock-to-Flow Ratios bewiesen. Wir wissen ja, dass es seit Menschen gedenken einen Bedarf an stabilen Tauschmitteln gibt. Zwischenzeitlich waren es Zigaretten, Muscheln, Salz, Ziegen, getrockneter Fisch oder eben Papier. Der geringe Bestand in Relation zur Jahresproduktion machten sie jedoch zu schlechten Wertspeichern, die meisten Rohstoffe haben einen jährlichen Flow der meist erheblich größer als der Bestand (stock) ist. À la longue setzten sich deshalb nur Gold und Silber durch. Die wichtigste Charaktereigenschaft von Gold ist definitiv sein extreme hohes Stock-to-flow Ratio. Das gesamte jemals geförderte Gold beläuft sich auf ca. 170.000 Tonnen. Dies bezeichnet man als „stock“. Die jährliche Produktion belief sich 2010 lt. World Gold Council auf 2.586 Tonnen. Dies nennt man „flow“. Dividiert man die beiden Beträge, so erhält man das Stock-to-flow Ratio von 65 Jahren. Gold ist paradoxerweise nicht selten, im Gegenteil: Es ist eines der am weitesten verbreiteten Güter der Welt. Nachdem die industrielle Bedeutung gering ist, ist der Großteil des jemals geförderten Goldes noch immer verfügbar. Das Recycling von Altgold ist ein wesentlich größerer Teil der Angebotsseite als bei Rohstoffen. Auch starke Produktionserweiterungen- bzw. -ausfälle können deshalb wesentlich leichter absorbiert werden. Wir gehen somit davon aus, dass Gold nicht so wertvoll ist weil es so selten ist, sondern ganz im Gegenteil: Gold wird so viel Wert beigemessen, weil die jährliche Produktion in Relation zum Bestand so gering ist. Diese Eigenschaft wurde im Laufe der Jahrhunderte erworben und kann sich auch nicht mehr ändern.

Philoro: In Ihrem letzten Report hinterfragen Sie auch die Zahl von 170.000 Tonnen Gold die angeblich im Laufe der Geschichte gefördert wurden. Glauben Sie dass es mehr oder weniger verfügbares Gold gibt bzw. wie würde das den Goldpreis beeinflussen?



„Ist Gold der Goldpreis bereits in der finalen Phase?“

Philoro Edelmetalle

Stöferle: Richtig. Ich sage nicht, dass die Zahl definitiv falsch ist, jedoch hege ich leise Zweifel an der kolportierten Gesamtmenge von 170.000 Tonnen Gold. Die Zahl basiert auf den Berechnungen eines National Geographic Artikels aus dem Jahre 1998. Seitdem beziehen sich de facto alle Institute, Magazine und Analysten auf diese Zahl. Der Artikel geht davon aus, dass vor dem Goldrausch von 1848 in Kalifornien lediglich 10.000 Tonnen gefördert wurden. Diese 10.000 Tonnen sollen in den letzten 5.850 Jahren (also 1,7 Tonnen pro Jahr) gefördert worden sein, sie beziehen sich allerdings auf reine Schätzungen der Industrie. Wenn wir uns vor Augen halten, dass Gold in praktisch jeder Hochkultur rund um den Globus seit jeher eine zentrale Bedeutung hatte, so erscheint eine Jahresproduktion von 1,7 Tonnen doch sehr gering. Das einfach und kostengünstig abzubauen Gold ist bereits längst abgebaut, heute werden allein die spärlichen Reste gefördert. Dies impliziert, dass der Abbau vor hunderten oder tausenden von Jahren deutlich einfacher gewesen sein musste. Zudem gehe ich davon aus, dass knapp 30% der jährlichen Goldproduktion in den Schwarzmarkt fließt. Sowohl in Lateinamerika, als auch in Afrika und Asien sollten die Volumina an „artisanal“ mining nicht unterschätzt werden. Ich halte es deshalb für opportun, die Zahl zumindest zu hinterfragen und gehe davon aus, dass deutlich mehr Gold als kolportiert vorhanden sein könnte. Die Interpretation dieser Tatsache ist jedoch überwiegend positiv, nachdem das Stock-to-flow Ratio bei größerem Goldbestand nur noch mehr ins Gewicht fallen würde.

Philoro: Ist der Goldpreis bereits in der finalen Phase? Sollte man schon wieder den Ausstieg im Visier haben oder geht die Party bald erst richtig los?

Stöferle: Nein, das denke ich nicht. Wie vorher gesagt (und im Report sehr detailliert ausgeführt) kommt am Ende jedes Trends die parabolische Phase. Wir denken dass dies erst 2012 oder 2013 der Fall sein wird. Oft hört man dass es für einen Einstieg bereits zu spät sei. Aber wer hat beispielsweise Aktien am Boden des Bärenmarktes 1974 gekauft oder Öl 1994 bei USD 14? Ich denke dass die Party im vollen Gange ist, der Höhepunkt steht aber definitiv noch bevor.

Philoro: Wir haben nun ausführlich über die positiven Seiten von Gold gesprochen. Was sind Ihrer Meinung nach die größten Gefahren für diesen Bullenmarkt?

Stöferle: Besorgniserregend ist der grenzenlose China-Optimismus, der aktuell Konsens zu sein scheint. Die chinesische Wirtschaft ist in den letzten beiden Dekaden um knapp 10% p.a. gewachsen. Für die nächsten 20 Jahre erwartet der Konsens lt. Bloomberg ein reales Wachstum in Höhe von 7,7% p.a., was meiner Meinung nach deutlich zu optimistisch ist. Die Extrapolation historischer Wachstumsraten ist gefährlich, wie ein Blick in die Geschichtsbücher beweist. Teilweise erinnert mich der grenzenlose Optimismus an Japan Ende der 80er Jahre. Die politische Führung China's steht vor einem Dilemma. Einerseits müssen jährlich knapp 25 Mio. neuer Jobs geschaffen werden, andererseits feuern die negativen Realzinsen zahlreiche Assetbubbles an.



**„Der Optimist erkennt in jeder Schwierigkeit die Gelegenheit,
der Pessimist erkennt in jeder Gelegenheit die Schwierigkeit!“**

Ronald Stöferle

Ich rechne zwar nicht mit einem Kollaps der chinesischen Wirtschaft, jedoch scheint eine ausgeprägte Marktberreinigung überfällig. Für eine Wirtschaft, die über Jahre hinweg zweistellig expandiert, fühlt sich ein BIP-Wachstum von lediglich 5% wie eine schwere Rezession an. Je früher China die nötige Zäsur zulässt, desto weniger schmerzhaft wird sie werden. Die Geschichte hat oft gezeigt, dass die Planung eines „soft landings“ meist in einem abrupten Absturz endet. Folgt man den Lehren Ludwig von Mises', so wäre eine „laissez-faire“ Politik wohl die einzig richtige Antwort. Die massiven Eingriffe in den Markt verzögern die Marktberreinigung in China und werden die darauffolgende Berreinigung nur verschärfen. Ein solcher zu erwartender Einbruch stellt unser Meinung nach einen der größten Negativfaktoren für den Goldpreis dar. Außerdem wird Gold oft als eiserne Reserve und Geld letzter Instanz gehalten und somit in finanziellen Extremsituationen liquidiert. Das würde klarerweise Druck auf den Goldpreis ausüben. Zudem weisen Griechenland, Portugal und Italien relative hohe Goldbestände auf und könnten ihre Bestände veräußern (müssen). Generell muß man auch sagen, dass Rezessionen grundsätzlich kein positives Umfeld für den Goldpreis sind (es sind vielmehr die Maßnahmen, die während der Rezession gesetzt werden, die den Goldpreis später stimulieren). All dies sind negative Faktoren. Wie gesagt, ich gehe aber davon aus, dass die positiven Faktoren derzeit überwiegen.

Philoro: Wann sollten Anleger sich schlussendlich wieder vom Goldmarkt zurücksetzen? Was wäre Ihrer Meinung nach ein klares Warnsignal?

Stöferle: Nun, wir haben mittlerweile 5 große jährliche Goldreports veröffentlicht und ich gehe davon aus dass noch weitere folgen werden, der Bullenmarkt sollte noch einige Jahre Bestand haben. So lange die Realzinsen weiterhin auf einem so geringen Niveau bleiben, können wir uns kein Ende des Bullenmarktes vorstellen. Wie eingangs gesagt, haben wir die dynamischste und impulsivste Phase des Aufwärtstrends noch nicht gesehen. Sir John Templeton meinte diesbezüglich einmal: „ Bullenmärkte werden im Pessimismus geboren, wachsen im Skeptizismus, reifen im Optimismus und sterben in der Euphorie“. Meiner Meinung nach sind wir gerade erst am Übergang zwischen Skeptizismus und Euphorie, potenzielle und bestehende Goldinvestoren sollten also weiterhin glänzende Aussichten vorfinden.

Philoro: Herr Stöferle, vielen Dank für das interessante Gespräch. Gibt es noch eine Empfehlung oder gar eine Lebensweisheit, die Sie unseren Lesern auf den Weg geben wollen?

Stöferle: Ich habe gestern ein sehr passendes chinesisches Sprichwort gelesen: „Der Optimist erkennt in jeder Schwierigkeit die Gelegenheit, der Pessimist erkennt in jeder Gelegenheit die Schwierigkeit!“