

INTERVIEW

## «Die nahende Kehrtwende der US-Notenbank wird den Goldpreis beflügeln»

Ronald-Peter Stöferle, Partner des Liechtensteiner Vermögensverwalters Incrementum, sagt im Interview, warum der Goldpreis bald aus seiner mehrjährigen Handelsspanne ausbrechen dürfte. Zudem erklärt er, wie Bitcoin einem Goldportfolio zusätzliche Würze verleihen kann.

Gregor Mast

12.06.2023, 05.09 Uhr

Mancher Goldanleger dürfte derzeit die Welt nicht mehr verstehen. Obwohl das Umfeld mit den zunehmenden geopolitischen Spannungen, hoher Inflation, Rezessionsängsten und der US-Regionalbankenkrise kaum besser sein könnte, verharrt der Kurs des Edelmetalls innerhalb einer über zehnjährigen Handelsspanne.

Für Ronald-Peter Stöferle, Partner des Liechtensteiner Vermögensverwalters Incrementum, ist es nur eine Frage der Zeit, bis Gold nach oben ausbricht. «In vielen Währungen wie dem Euro, dem Pfund oder dem Yen notiert es nahe den Allzeithöchst. Trotzdem interessiert sich kaum ein Anleger dafür», sagt er im Gespräch. Dieses Desinteresse stimme ihn zuversichtlich.

Als Haupttreiber für einen Aufwärtsschub macht er die US-Notenbank aus, die wegen der nahenden Rezession demnächst eine erneute Kehrtwende vollziehen und die Geldpolitik lockern

wird. «Immer, wenn die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen, die eng mit der Fed Funds Rate korreliert, zu sinken begann, wurde eine Rally beim Goldpreis eingeläutet», sagt er.

Ferner erläutert Stöferle, der mit seinem Team kürzlich den 420-seitigen «In Gold We Trust»-Report publiziert hat (eine Kompaktversion findet sich hier, die Präsentation ist hier abrufbar), wie Anleger am besten in Gold investieren, warum Silber kurzfristig noch unter Druck stehen dürfte und weshalb sich Gold und Bitcoin ähnlicher sind, als viele ihrer Anhänger meinen.



«Der Goldpreis wird zunehmend in Schanghai, Mumbai und Dubai gemacht»: Ronald-Peter Stöferle.

Bild: ZVG

**Herr Stöferle, Sie haben kürzlich den «In Gold We Trust»-Report veröffentlicht, den Sie und Ihr Team jährlich erstellen. Gibt es für Sie als Goldexperten dabei noch überraschende Erkenntnisse?**

**Ronald-Peter Stöferle:** Ich schreibe diesen Report seit siebzehn Jahren, und trotzdem wird mir beim Thema Gold nie langweilig. Gold selbst ist seit Jahrtausenden statisch, es verändert sich nicht. Was sich verändert, ist die Welt darum herum. Im aktuellen Report hat mich fasziniert, wie wichtig die Schwellenländer für den Goldmarkt geworden sind. China und Indien haben in den letzten zwanzig Jahren 36'000 Tonnen Gold importiert. Im letzten Jahr waren sie für die Hälfte der Konsumnachfrage verantwortlich. Auch die dortigen Notenbanken sind sehr aktiv.

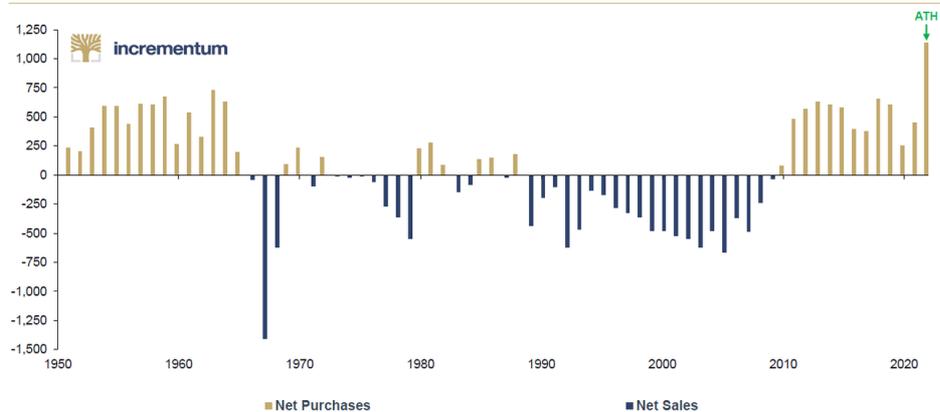
### **Werden die Notenbanken weiter kaufen?**

Letztes Jahr haben die Notenbankkäufe mit 1100 Tonnen ein neues Allzeithoch erreicht. Zu den bedeutendsten Käufern zählten neben China und Indien die drei Energieexporteure Katar, Irak und die Vereinigten Arabischen Emirate. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, weil viele Emerging Markets begriffen haben, dass sie wegen der Militarisierung des Geldes ihre Währungsreserven diversifizieren sollten. Zudem entstehen in den Schwellenländern bedeutende Handelsplätze und andere wichtige Infrastrukturen für den Goldmarkt. Der Goldpreis wird also nicht mehr in London, New York oder Zürich gemacht, sondern zunehmend in Schanghai, Mumbai oder Dubai.

### **Zentralbankkäufe steigen 2022 auf ein Rekordhoch**

## Central Bank Gold Purchases at Record Highs in 2022

Global Central Bank Gold Purchases, in Tonnes, 1950-2022



Source: World Gold Council, Incrementum AG



Quelle: World Gold Council, Incrementum

**Trotz Unterstützung durch die Notenbanken, Krieg in Europa, hoher Inflation, Warnsignalen von der Konjunktur, einer Bankenkrise in den USA und der zunehmenden geopolitischen Spannungen kommt Gold nicht richtig vom Fleck. Was braucht es, damit der Goldpreis an Fahrt gewinnt?**

In Dollar ist Gold 100 \$ vom Allzeithoch entfernt. Seit Jahresbeginn hat es in Dollar 7%, in Franken 4% und in australischen Dollar 11% zugelegt. In vielen Währungen wie dem Euro, dem Pfund oder dem Yen, lange ebenfalls ein sicherer Hafen, notiert es nahe den Allzeithöchst. Trotzdem interessiert sich kaum ein Anleger dafür, was sich an den Positionierungsdaten der Optionsbörse in Chicago, diversen Sentimentindizes oder der Anzahl ausstehender Gold-ETF ablesen lässt. Das stimmt mich mittelfristig recht zuversichtlich.

**Dennoch – was braucht es, damit der Goldpreis auch in Dollar oder Franken anzieht?**

2008 wurde Gold in der anfänglichen Panikphase ebenfalls abverkauft, weil viele Marktteilnehmer Liquidität benötigten und Gold mit einem täglichen Handelsvolumen von 140 Mrd. \$ zu den liquidesten Anlagen zählt. Richtig in Fahrt kam Gold erst zwischen 2009 und 2011, als die US-Notenbank die Wirtschaft mit ihrer aggressiven Geldpolitik reflationierte. Auch nach der letzten Kehrtwende des Fed Ende 2018 hob Gold ab, mit einem Plus von 18 respektive 24% in den Jahren 2019 und 2020. Wegen der nahenden Rezession droht demnächst die nächste geldpolitische Kehrtwende, und auch sie wird den Goldpreis beflügeln. Immer, wenn die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen, die eng mit der Fed Funds Rate korreliert, zu sinken begann, wurde eine Rally beim Goldpreis eingeläutet.

## Sinkende Treasury-Renditen befeuern den Goldpreis



Quelle: Incrementum

**Ist eine Rezession also fast wichtiger als Inflation?**

Inflation war das grosse Thema des letzten Jahres, nicht nur beim Gold, sondern auch bei Aktien und Anleihen, die ein miserables Jahr eingezogen haben. Die meisten Investoren wurden nach vierzig Jahren der Great Moderation mit stetig sinkenden Teuerungsraten und geringer Inflationsvolatilität auf dem falschen Fuss erwischt. Allerdings sind Rezessionen disinflationär, deshalb wird die derzeitige Inflationswelle abebben. Der scharfe Zinsanstieg fordert seinen Tribut. Dazu zählen neben den sich verdichtenden Rezessionssignalen die Bankenkrise in den USA oder der Einbruch von Vermögenswerten mit langer Duration wie Immobilien. Je länger die Notenbanken glauben, dass ihre Indikatoren, die eigentlich nur die Vergangenheit abbilden, noch grünes Licht für die Konjunktur signalisieren, desto schlimmer wird die Rezession werden. Der kanadische Ökonom David Rosenberg formuliert es schön: «The same old Fed. Overseas. Then it overtightens.» Auf Deutsch: Die US-Notenbank bleibt sich treu, sie lockert jeweils zu stark, nur um dann die Zügel zu kräftig anzuziehen. Jetzt sind wir klar in der Phase mit zu restriktiver Politik.

### **Wirklich?**

Natürlich. Die Notenbanken haben viel zu spät erkannt, dass die Inflation nicht vorübergehend ist, und haben dann die Zinsen fast panikartig erhöht. 2020 hatten wir einen Spezialreport zum Thema Inflation publiziert und dabei vor den wachsenden Inflationsrisiken gewarnt. Damals wäre der richtige Zeitpunkt gewesen, die Liquidität behutsam aus dem System abzuschöpfen und auch die Zinsen mit Bedacht zu erhöhen. Doch bis zum Frühjahr 2022 wurde der Teuerungsanstieg kleingeredet und als «transitory» tituliert. Wie beim Autofahren gilt: Wer zu spät bremst,

muss umso kräftiger auf die Bremse treten. Wegen der aufziehenden Rezessionswolken würde es mich sehr verwundern, wenn die Zinsen in einem Jahr noch so hoch wären. Ich glaube, sie werden signifikant niedriger stehen.

**Es gibt kaum Marktteilnehmer, die nicht eine Abkühlung der Konjunktur voraussagen. Meist kommt es dann anders.**

Das stimmt, man sagt nicht umsonst, die kommende Rezession sei die am meisten antizipierte aller Zeiten. Allerdings erwartet der Konsens eine weiche Landung der Wirtschaft. Sowohl der Median als auch der Durchschnitt der Analystenschätzungen gehen von einem Wachstum von 0,8 für dieses und 1,1% für nächstes Jahr aus. Von hundert Analysehäusern sagen nur vier in diesem Jahr eine schrumpfende US-Wirtschaft voraus, für 2024 sind es dreizehn von 93. Der Markt hat sich also eher für eine Wachstumsverlangsamung als für einen Abschwung positioniert.

**Hat der Aktienmarkt die Rezession mit seinem Einbruch nicht vorweggenommen und antizipiert nun mit dem üblichen Vorlauf die kommende Erholung?**

Der Aufschwung am US-Aktienmarkt ist sehr dünn, die zehn schwersten Titel im S&P 500 notieren seit Jahresbeginn 32% im Plus und sind damit für einen Grossteil der Kursgewinne verantwortlich, während die restlichen 490 Aktien seitwärts tendieren. 2000, 2008 und 2020 war die Entwicklung ähnlich. Das Eis ist dünn, und je länger das Narrativ, dass die Zinserhöhungen der Konjunktur nichts anhaben können, aufrechterhalten wird, desto stärker wird das Argument für eine Rezession.

## **Was passiert mit dem Goldpreis, sollte es trotzdem zum Soft Landing kommen?**

Das wäre das Goldilocks-Szenario für die Aktien- und die Rohstoffmärkte. Davon gehen aber gerade Letztere nicht aus, wie der Blick unter ihre Oberfläche zeigt. So schneiden Edelmetalle und Agrargüter deutlich besser ab als die konjunktursensitiveren Industriemetalle und der Energiebereich. Zudem lassen die Aktien von Goldförderern die Valoren von Rohstoffproduzenten hinter sich. Das bestärkt mich in meiner These, dass die Rezession vor der Tür steht. Silberminentitel und Rohstoffe profitieren erst in der Reflationierungsphase, in der die Panik am grössten ist und monetär sowie fiskalisch stimuliert wird.

## **Das heisst, Sie ziehen derzeit Gold dem Silber vor?**

Derzeit ja. Im Schnitt hat Silber in einer Rezession 9% verloren, weil der industrielle Charakter höher gewichtet wird als der monetäre. Ich glaube deshalb nicht, dass sich Silber wegen der «grünen Nachfrage» vom Gold entkoppeln kann, wie das derzeit einige behaupten. Und dennoch: Die Industrienachfrage, die 54% der Silbernachfrage ausmacht, wandelt sich. Sie wird immer stärker vom Bedarf aus der Photovoltaik getrieben, der zuletzt um 28% gestiegen ist und weiter zunehmen dürfte, da es mit Topcon und HJT zwei neue und deutlich effizientere Technologien für Solarpanels gibt, die mehr Silber benötigen. Sie werden bis 2025 bei der Hälfte aller neuen Panels zum Einsatz kommen.

## **Droht die nächste Inflationswelle, wenn das Fed einknickt, oder ist die Inflation gar nicht das Hauptthema für Gold?**

Zunächst wird die Rezession der wesentliche Treiber für den Goldpreis sein. Seit 1971 hat Gold in einem rezessiven Umfeld im Schnitt 10,6% eingebracht, es funktioniert also als Absicherung gegen einen Abschwung. In der Rezession wird dann nicht der «österreichische» Weg beschritten, bei dem die Fehlallokationen liquidiert werden und die Selbstheilungskräfte des Marktes zum Tragen kommen, sondern es wird monetär über Zinssenkungen und quantitative Lockerung sowie fiskalisch stimuliert. Gerade die Fiskalpolitik hat durch die Covid-Krise eine Renaissance erfahren.

## **Gold bewährt sich als Absicherung gegen eine Rezession**

Quelle: Incrementum

**Und das wird so bleiben?**

Während Covid haben Politiker erfahren, wie schnell fiskalische Massnahmen wie das Versenden von Gutscheinen auf Wachstum und Inflation wirken und sich so ein massiver Konjunkturunbruch vermeiden lässt. Im Zuge der Energiekrise 2022 wurde die Frage deshalb gar nicht gestellt, ob die Kosten für die Konsumenten abgedeckt werden sollten, es war selbstverständlich. Dieser Rückgriff auf die Fiskalpolitik zählt zusammen mit der Demografie, der Greenflation und der zunehmenden Deglobalisierung zu den strukturellen Inflationstreibern. Zudem scheint mir, als ob die Bevölkerung gelernt hat, mit Inflation zu leben. Diese Inflationsmentalität ist schwer aus den Köpfen zu bringen und dürfte zusammen mit den anderen Treibern dafür sorgen, dass wir uns ähnlich wie in den Siebzigerjahren spätestens 2024 auf die nächste Inflationswelle vorbereiten sollten.

## **Inflation folgt dem Pfad der Siebzigerjahre**

Quelle: Incrementum

**Wie investiert man am besten in Gold? Gerade Anleger mit sehr pessimistischer Weltsicht betonen, dass das Edelmetall in der**

## **Vergangenheit auch schon beschlagnahmt wurde.**

Gold wurde immer nur dann verboten, wenn es einen monetären Charakter hatte, wenn eine Währung also an Gold gebunden oder durch Gold gedeckt war. Das ist derzeit nicht der Fall. Ausschliessen kann man aber nichts. Wichtig ist die Frage nach der Motivation: Kauft man Gold aus Sicherheits- oder Performanceüberlegungen? Wer sich für ein Worst-Case-Szenario vorbereiten möchte, sollte Gold als monetäre Versicherung physisch und mit möglichst wenig Gegenparteirisiko halten. Wer Performance machen will, kann ETF, Derivate oder Minenaktien kaufen. Letztere haben jedoch ganz andere Risiken als Anlagen in Gold – Stichworte sind Management-, Finanzierungs-, geologische oder politische Risiken.

## **Würden Sie eher zu kleineren Stückelungen greifen?**

Da bin ich vorsichtig. Bei kleinen Stückelungen erhält man wenig Gold für sein Geld, weil der Prägeaufschlag hoch sein kann. Ich würde deshalb zu Münzen ab 1 Unze und Barren ab 50 oder 100 Gramm raten. Die 400-Unzen-Standardbarren, die man aus James-Bond-Filmen kennt, sind für den Privatanleger tatsächlich meist eine Schuhnummer zu gross.

## **Sind Minenaktien trotz der erwähnten Risiken ein Thema?**

Auch beim Performancegold macht sich der Mangel an Risikoappetit bemerkbar. Wenig kapitalintensive Royalty-Unternehmen wie Franco-Nevada oder Wheaton Precious Metals handeln nicht weit von ihren Allzeithochs entfernt,

während grosse Goldförderer wie Newmont, Barrick oder Agnico noch deutlich darunter notieren. Bei Entwicklern und Juniors herrscht gar Katzenjammer. Dennoch haben die Förderer ihre Hausaufgaben gemacht. Sie erwirtschaften einen hohen freien Cashflow, haben ihre Schulden deutlich reduziert und Cashreserven aufgebaut. Die Übernahmewelle, die mit der Akquisition von Newcrest Mining durch Newmont begonnen hat, dürfte sich fortsetzen, auch weil sich Goldförderer so einen Anteil an dem als grün geltenden Kupfermarkt sichern können, was ihre Akzeptanz bei institutionellen Investoren erhöht, die stark auf ESG-Kriterien achten.

## **Minen erhöhen Cashreserven und bauen Schulden ab**

Quelle: Incrementum

## **Sind Kryptowährungen eine Alternative?**

Innerhalb des Sound-Money-Camps herrscht eine Art Kleinkrieg zwischen Gold Bugs und Bitcoin-Befürwortern, was ich nicht verstehe. Kryptowährungen sind ein

radikaler Gegenentwurf zum heutigen Geldsystem und wurden, allen voran der Bitcoin, dem Gold nachgeahmt. Wie Gold kann Bitcoin nicht einfach per Knopfdruck vermehrt werden, und wegen des Halving-Zyklus halbiert sich die Menge an neu geschaffenen Bitcoin alle vier Jahre. Die natürliche Inflationsrate, also das Verhältnis aus jährlich neu geschürften Bitcoin im Vergleich zum Bestand, sinkt somit über die Zeit. Derzeit liegt sie mit 1,6% etwa gleich hoch wie die des Goldes. Sowohl Bitcoin als auch Gold sind monetäre Assets, das eine hat seit 5000 Jahren Bestand, das andere ist gerade einmal ein Teenager. Deshalb sind Aufwärtspotenzial und Abwärtsrisiko bei Bitcoin auch viel grösser. Wir setzen auf beide, da sie ähnliche Eigenschaften aufweisen und trotzdem kaum miteinander korrelieren.

### **Sie setzen trotz der hohen Volatilität auf Bitcoin?**

Die Akzeptanz von Bitcoin steigt, was sich während der US-Regionalbankenkrise gezeigt hat. An dem Tag, als die Silicon Valley Bank gerettet wurde, schoss der Bitcoin 10% in die Höhe. Er könnte sich also zunehmend vom Risk-on- zum Risk-off-Asset wandeln. Zudem kann man sich die hohen Kursausschläge auch zum Freund machen, indem man permanent Optionen verschreibt und so die Prämie abschöpft. Die Beimischung von Bitcoin zu einem Goldportfolio ergibt eine zusätzliche Würze. Gold- und Bitcoin-Anhänger sollten sich deshalb nicht bekämpfen. Der wahre Graben besteht zwischen gesundem Geld und Papiergeld.