

INTERVIEW

«Goldminenaktien sind so günstig wie schon lange nicht mehr»

Fritz Eggimann, Manager des Fonds AMG Gold, sieht für Minentitel auf Jahressicht ein Kurspotenzial von 50% und mehr. Grund dafür ist auch eine Anomalie.

Quelle: *The Market/NZZ*, Interview von Andreas Kälin, 13. April 2020



«Meine Annahme ist, dass Silber nun besser performen wird als Gold»: Fritz Eggimann, Manager des Fonds AMG Gold.

Gold gilt als sicherer Hafen. In der Ausverkaufswelle im März ist aber auch der Goldpreis zur Enttäuschung vieler Anleger eingebrochen. Für Fritz Eggimann, den verantwortlichen Manager des Fonds AMG Gold – Minen & Metalle, war das nur eine normale Korrektur innerhalb eines Aufwärtstrends.

Während der Goldpreis seit Anfang Jahr im Plus ist, haben die Goldminenaktien an Wert verloren. Für Eggimann zeigt sich darin eine Anomalie, die nicht von Dauer sein kann. Dass viele Minen temporär geschlossen sind, sorgt ihn nicht. Das Gold bleibe im Boden und könne später zu ähnlichen Kosten herausgeholt, dann aber zu einem höheren Preis verkauft werden. Auch deshalb meint er, dass Minentitel auf Jahresfrist ein Kurspotenzial von 50% und mehr haben.

Eine Anomalie erkennt der Fondsmanager auch im Verhältnis vom Gold- zum Silberpreis. Er ist überzeugt, dass sich Silber nun besser als Gold entwickeln wird, und favorisiert unter den im Silbersektor tätigen Gesellschaften Pan American Silver.

Herr Eggimann, der Goldpreis ist, nachdem er im März ein Mehrjahreshoch von 1702 \$ je Unze erreicht hatte, in kurzer Zeit bis zu 15% eingebrochen. Seither hat er sich erholt. Wo sehen Sie den Kurs Ende Jahr?

Ende 2018, als der Goldpreis bei rund 1280 \$ je Unze lag, hat ein neuer Zyklus begonnen. Seither ist Gold in einem klaren Aufwärtstrend. Der jüngste Rückschlag auf rund 1450 \$ ist nur eine normale Korrektur innerhalb dieses Aufwärtstrends. Ich gehe davon aus, dass die Marke von 1700 \$ in diesem Jahr nachhaltig überschritten wird und sich der Goldpreis danach in Richtung des 2011 erreichten Allzeithochs von 1920 \$ bewegt.

Für die Goldanleger spielt die Chartanalyse eine wichtige Rolle. Wo findet der Goldpreis charttechnisch gesehen Unterstützung, und welche Widerstände muss er nach oben durchbrechen, um freie Fahrt zu haben?

Das ist richtig, es gibt automatisierte Handelssysteme, die in ihr Modell gewisse Preisniveaus einbinden. Wenn der Goldpreis solch ein Niveau unter- oder überschreitet, wird automatisch verkauft oder gekauft. Nach unten findet der Goldpreis einen guten Support in der Zone von 1440 bis 1450 \$, also auf dem Niveau vom letzten Herbst. Ein wichtiger Widerstand liegt im Bereich von 1700 bis 1720 \$. Ist er erst einmal nachhaltig überschritten, sehe ich bis zum Allzeithoch von 1920 \$ keine grossen Widerstände mehr.

Und was sind die fundamentalen Gründe für höhere Kurse?

Ein wichtiger Faktor sind die Realzinsen, also die Nominalzinsen abzüglich der erwarteten Inflation. In den USA rentieren die fünfjährigen Staatsanleihen derzeit 0,4%. Abzüglich der erwarteten Inflation resultiert eine reale Rendite von -1,3%. Papiergeld verliert also klar an Wert. Das heisst, Gold hat zurzeit keine Konkurrenz, wenn es um risikofreie Anlagen geht. Dazu kommen die Ängste vor Überschuldung oder den Folgen des Gelddrucks. Alle wichtigen Zentralbanken drucken ungezügelt Geld. Von der fundamentalen Seite her haben wir ein wunderbares Umfeld für Gold.

Warum ist der Goldpreis nach dem Zwischenhoch im März dennoch so stark abgestürzt?

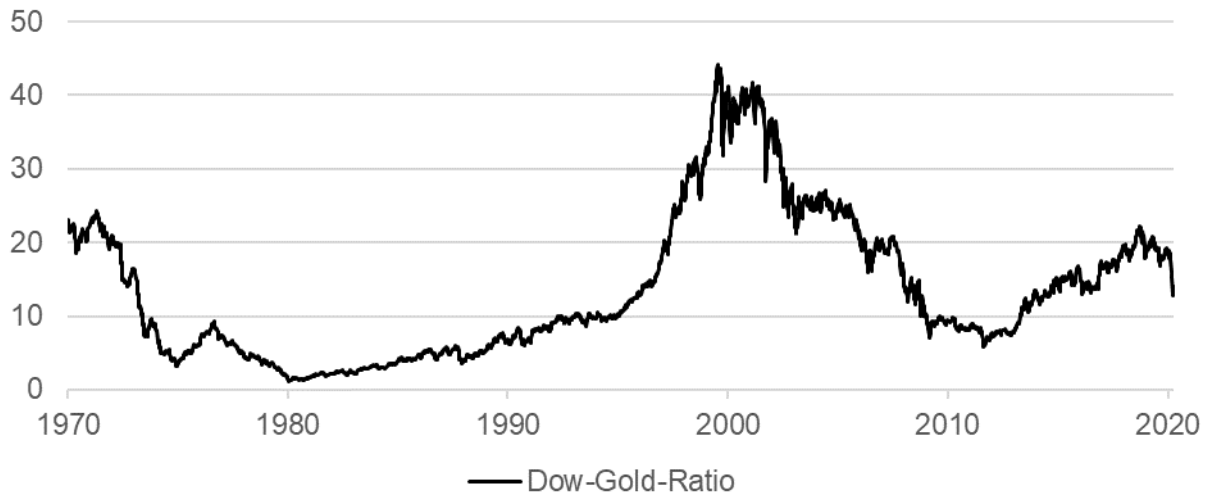
In Panikphasen wird zu einem gewissen Zeitpunkt unterschiedslos alles liquidiert, weil die Investoren Liquidität suchen oder weil sie einen Margin Call erhalten, also eine Nachschusspflicht für auf Kredit erworbene Anlagen. Dieses Muster ist bekannt, wir haben es auch in der Finanzkrise gesehen, als Gold im September 2008 bei der Lehman-Brothers-Pleite zuerst ebenfalls an Wert verlor. Doch schon im November begann der Goldpreis zu steigen, die Kurse der Goldminentitel gingen hinterher, während die Aktienindizes wie der SMI oder der Dow Jones noch bis März 2019 weiter sanken.

Goldanleger schauen gerne auf das Verhältnis des Dow Jones zum Goldpreis je Unze. Was sagt es zurzeit aus?

Zurzeit liegt das Verhältnis des Dow Jones zum Goldpreis je Unze bei 13. Anfang 2000 war es bei 42. Danach folgte für Gold ein Bullenmarkt, der bis 2011 dauerte und während dessen die Ratio auf 7 sank. Das heisst, Gold entwickelte sich in dieser Zeit weit besser als der Dow Jones. In Weltwirtschaftskrisen wie der Grossen Depression der Dreissigerjahre oder der Ölkrise in den Siebzigerjahren ging das Verhältnis meist zurück auf 1. Ich denke, wir gehen in diesem Zyklus von aktuell 13 mindestens auf 7 zurück. Das heisst, relativ zum Dow Jones wäre Gold zurzeit zu billig.

In Krisenzeiten kann die Dow-Gold-Ratio auf 1 sinken

Bei steigendem Verhältnis schneidet der Dow Jones Industrial besser ab als Gold, und umgekehrt



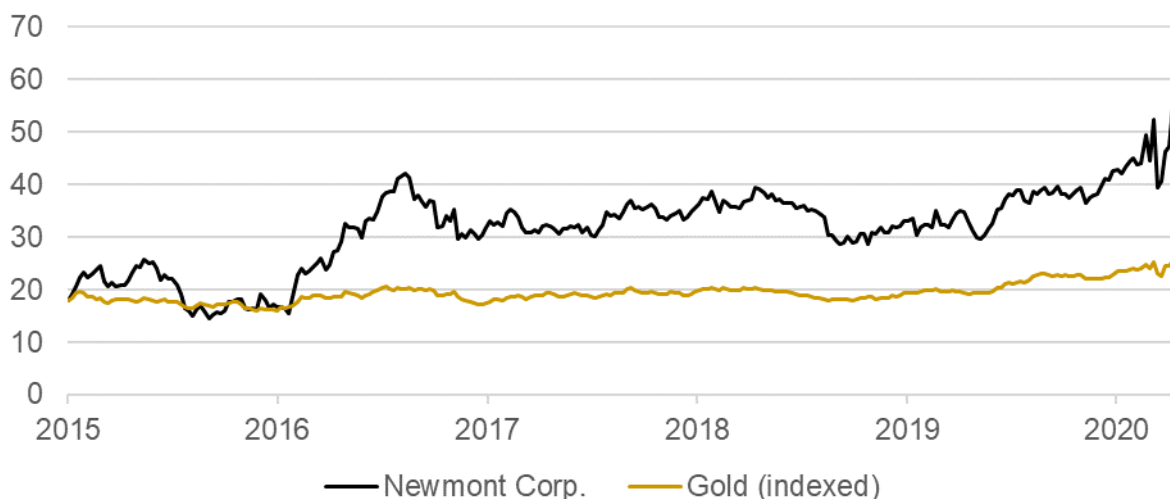
Quelle: Bloomberg, AMG

Worauf soll der Anleger denn Ihrer Meinung nach setzen, auf physisches Gold, Münzen und Barren, oder besser auf Minenaktien?

Ich empfehle einen Mix. Zwei Drittel des Goldengagements sollte man derzeit in physischen Anlagen halten. Ein Drittel kann man in Goldminenaktien investieren. Sie sind zurzeit so günstig wie schon lange nicht mehr. Der Goldpreis hat in diesem Jahr bis dato über 10% zugelegt, während die Minentitel verloren haben, Mitte letzter Woche lagen sie im Schnitt noch über 15% im Minus. Das ist eine Anomalie, die nicht von Dauer sein kann. Die Faustregel ist, dass die Goldminenaktien dreimal so stark steigen oder fallen wie der Goldpreis. 2019 war so ein Lehrbuchjahr, damals legten die Minenvaloren im Schnitt 45% zu, während der Goldpreis rund 15% gewann.

Newmont versus Gold

Der Kurs des grössten Goldproduzenten verglichen mit dem Goldpreis je Unze, in \$



Quelle: Bloomberg, AMG

Gemäss dem Gesetz von Angebot und Nachfrage müsste eine geringere Goldproduktion den Preis beflügeln.

Ja, das nützt den Minen. Sie haben das Gold ja im Boden und müssen es, wenn sie die Produktion wieder aufnehmen, nur herausholen. Die Kosten dafür werden etwa so hoch sein wie zuvor, aber der Goldpreis ist dann höher. Dieser Effekt wird unterschätzt. 2019 konnten die Minen die Unze Gold im Schnitt zu 1392 \$ verkaufen. Selbst mit der konservativen Annahme eines diesjährigen Durchschnittspreises von 1500 \$ sollten die von uns analysierten Gesellschaften, die für rund 85% der weltweiten Goldproduktion stehen, fast 9 Mrd. \$ mehr Cashflow generieren. Zum normalen Kurs-Cashflow-Verhältnis von 10 entspräche dies einer Zunahme des Marktwerts von 90 Mrd. \$. Statt zu steigen, ist der Marktwert der von uns verfolgten Gesellschaften dieses Jahr aber von rund 300 auf 270 Mrd. \$ gesunken. Auch darum meine ich, dass die Minenaktien über sechs bis zwölf Monate ein Kurspotenzial von 50% und mehr haben.

Aber welche Minen sind denn vor allem von Schliessungen betroffen?

Die weitreichendsten Schliessungen hat es in Südamerika gegeben. In Peru, Chile oder Argentinien wurde Tabula rasa gemacht, die meisten Minen sind dort bis Ende April zu. Auch in Kanada, in der Region Quebec, oder in Mexiko, wo vor allem Silberminen zu finden sind, haben die Behörden Schliessungen angeordnet. Südafrika hat alle Bergbauminen, ob Gold oder Basismetalle, für die nächsten Wochen schliessen lassen. Weniger betroffen sind Zentral- und vor allem Westafrika. In den dortigen Minen hat man viel Erfahrung im Umgang mit Viren wie Ebola, und sie liegen meist abseits von besiedelten Gebieten. Die Minenarbeiter bleiben dort bis drei Monate unter sich im Camp, bevor das ganze Team ausgewechselt wird.

Und in den USA?

In Nevada ist die Bergbauindustrie immer noch am Arbeiten. Aber wenn man hört, wie sich das Virus im Land ausbreitet, ist auch dort mit temporären Schliessungen zu rechnen.

Zur Schliessung von Minen kommen die Verwerfungen an den Finanzmärkten. Das wird die Refinanzierung der Minen beeinträchtigen, das Geld könnte knapp werden.

Das sehe ich anders. Die Minen, die wir für unseren Fonds verfolgen, haben ihre Bilanzen in den letzten vier Jahren in Ordnung gebracht und tiefgehende Restrukturierungen durchgeführt. Das war nötig, nachdem der Goldpreis von 2011 bis 2015 von 1920 auf 1050 \$ je Unze gefallen war. Gerade die grossen Produzenten wie Barrick Gold oder Newmont sind heute finanziell so gesund wie noch nie. Aufgrund der relativ starken Bilanzen wird meines Erachtens die Bereitschaft der Banken sehr gross sein, bei allfälligen Liquiditätsproblemen den Kreditrahmen zu erhöhen. Wie gesagt, das Gold ist im Boden und geht nicht verloren.

Wer in Minenaktien investiert, muss sich auf vielfältige Risiken einstellen. Im November hat ein islamistischer Anschlag auf eine Mine in Burkina Faso 39 Todesopfer gefordert.

Die betreffende Gesellschaft, Semafo, wurde nun von der auf Westafrika fokussierten Endeavour Mining übernommen. Die geopolitischen Risiken sind in Afrika wohl am grössten. In Südafrika sind häufige Streiks ein Grund, weshalb die dort ansässige AngloGold Ashanti ihr Minengeschäft im Land verkauft. Auch in den Philippinen kann es Probleme geben. OceanaGold musste den Betrieb der Gold- und Kupfermine Didipio wegen lokaler Proteste und einer Anordnung der Lokalbehörde aussetzen. Unseres Erachtens eskomptiert der Aktienkurs eine permanente Schliessung der Mine. Die Unternehmensführung erwartet aber, dass sie dieses Jahr die Bewilligung erhält, um den Betrieb wieder aufzunehmen. Käme es dazu, würde der Aktienkurs einen grossen Sprung machen.

Sie haben mit dem Fall Semafo das Thema Übernahmen angesprochen. Gibt es noch Übernahmekandidaten?

Gesucht sind gerade in Westafrika kleinere Minen direkt neben Gebieten, in denen grössere Produzenten bereits tätig sind. Die Zeit von grösseren Zusammenschlüssen scheint mir vorbei zu sein. Die grossen Konzerne streben heute nicht mehr an, die Produktion auf 8 Mio. Unzen oder mehr zu steigern. Sie wollen sie zurückfahren auf ein Niveau, das besser zu managen ist. Eine Strategie des Wachstums zu jedem Preis und jedem Goldgehalt wird heute im Aktienkurs abgestraft.

Was wollen die Anleger denn?

Die Anleger wollen sehen, dass die Produzenten auch bei einem tieferen Goldpreis um 1000 \$ noch freien Cashflow erzielen, um eine Dividende auszahlen zu können. Als Kirkland Lake Gold im November ankündigte, für die Übernahme von Detour Gold eine Prämie von 24% zu zahlen, kam das im Markt nicht gut an. Die Kirkland-Aktien gerieten stark unter Druck.

Es gibt die grossen Produzenten, die Seniors, dann die kleinen Juniors oder die Explorer, die noch gar nicht produzieren, sondern erst nach Vorkommen suchen. Wie soll der risikofähige Anleger investieren?

Er muss diversifizieren. In unserem Fonds machen die Intermediates, also die mittelgrossen Gesellschaften, die bis 1 Mio. Unzen produzieren, bis 40% des Vermögens aus. Die Seniors wie Barrick Gold oder Newmont haben einen Anteil von 30 bis 35%. Wir halten auch einige Aktien von risikoreicheren Explorern wie Osisko Mining, aber sie zählen nicht zu den Kernanlagen. Dann investieren wir auch in Silberminen wie Pan American Silver oder First Majestic Silver, die 6 bis 7% unseres Vermögens ausmachen.

Positionen im AMG Gold

Die zehn grössten Positionen im Fonds AMG Gold - Minen & Metalle, per 8. April 2020

Gesellschaft	in % des Fondsvermögens
Barrick Gold	8
Newmont	7,4
Kinross Gold	6,6
AngloGold Ashanti	6,3
B2Gold	5,6
Gold Fields	5,3
Endeavour Mining	4,8
Teranga Gold	4,7
Pan American Silver	4,6
Evolution Mining	4,3

Der Silberpreis hat sich längere Zeit schlechter entwickelt als der Goldpreis und ist wie dieser im März regelrecht abgestürzt. Wie sieht die Prognose für Silber aus?

Der Silberpreis hat etwa fünf Jahre in einem Band von 13.60 bis 20 \$ je Unze gependelt. Im März hat er den unteren Rand durchbrochen und ist bis auf 11.68 \$ gesunken. Diese Marke bildet nun eine Unterstützung und muss halten, sonst kann der Preis bis auf 8.40 \$ fallen. Aber meine Annahme ist, dass Silber nun besser performen wird als Gold.

Worauf basiert diese Annahme?

Die Geologen sagen grundsätzlich, dass im Boden gegen fünfzehnmal mehr Silber vorhanden ist als Gold. Das Verhältnis von Gold- zu Silberpreis ist vor ein paar Tagen aber auf mehr als 120 gestiegen. Da zeigt sich eine Anomalie, die nicht von Dauer sein kann. In den vergangenen dreissig Jahren lag das Verhältnis von Gold- zu Silberpreis im Durchschnitt bei 53. Zu solch einem Wert werden wir sicher zurückkehren, was heisst, dass Silber sich besser als Gold entwickeln sollte.

Dann müsste der Anleger jetzt auch auf Silberminen setzen?

Richtig, aber es gibt nicht mehr so viele Minengesellschaften, die sich allein auf Silber fokussieren. Fresnillo produziert zum Beispiel zu 34% Silber und 54% Gold. Mag Silver zählt zu den Explorern und wird in diesem Jahr in Produktion gehen. Andere wie Pan American Silver oder First Majestic Silver haben in den vergangenen Jahren in den Goldsektor diversifiziert. Was Minengesellschaften mit Silbervorkommen anbelangt, favorisieren wir Pan American Silver. Man muss aber sehen, dass die meisten Silberminen erst ab einem Unzenpreis von 22 \$ profitabel werden.

In Zeiten einer grossen Krise, wie wir sie jetzt durchleben, taucht für die Edelmetallanleger noch eine ernstzunehmende Gefahr auf, die von Enteignungen und Verboten.

Das Risiko, dass Minen verstaatlicht werden, ist vorhanden, besonders in Südamerika. Dort besteht diese Gefahr nicht erst seit diesem Jahr, sondern eigentlich seit dreissig Jahren. In Südamerika gab es unter sozialistischen Regierungen schon Verstaatlichungen. Ich bin aber überzeugt, dass in der westlichen Welt, in Nordamerika, Australien oder Europa, Minengesellschaften nicht verstaatlicht werden. Das war auch in der Vergangenheit nicht der Fall. Ein Beispiel bieten die USA. Präsident Franklin D. Roosevelt verbot per Gesetz ab Mai 1933 den privaten Goldbesitz. Wer Gold besass, musste es dem Staat veräussern. Wer es nicht tat, riskierte eine hohe Geld- oder eine Gefängnisstrafe bis zehn Jahre. Die Minengesellschaften, die Arbeitsplätze boten und Steuern zahlten, wurden von der Regierung aber nicht verstaatlicht. Der Aktienkurs von Homestake Mining, dem damals grössten US-Goldproduzenten, hat sich von 1930 bis 1934 versechsfacht.

Aber der Besitz von physischem Gold könnte in einer tiefen Währungskrise wieder verboten werden?

Ich kann mir gut vorstellen, dass ein Land das Gold wieder zu konfiszieren versucht, wenn das Vertrauen in seine Währung verloren gehen sollte und entsprechend die Geldentwertung angeheizt wird. Das Risiko von Goldkonfiszierungen halte ich für sehr viel höher als die Gefahr, dass in den grossen angelsächsischen Bergbauländern Amerika, Kanada oder Australien Minen verstaatlicht werden.

Fritz Eggimann



Fritz Eggimann (1964) wechselte Anfang 2006 zum Vermögensverwalter AMG Analysen & Anlagen und lancierte dort den Fonds AMG Gold – Minen & Metalle. Als Finanzinvestor und Portfoliomanager beschäftigt er sich schon seit 1993 mit dem Thema Gold. Den bekennenden Contrarian reizte die Tatsache, dass das Edelmetall als Anlageklasse in den Neunzigerjahren immer unbeliebter wurde. 1998 ging er von der damaligen SBG zum unabhängigen Vermögensverwalter Farinelli, Renggli & Partner, für den er reine Goldaktienportfolios privater und institutioneller Kunden betreute. Als verantwortlichem Fondsmanager des AMG Gold ist es ihm wichtig, die fundamentale Analyse mit der charttechnischen Analyse zu ergänzen.