

«Ohne China wäre der Goldpreis unter 1000 \$»

ANDREAS KÄLIN



Nachdem die Goldpreise 2011 den Höchststand erreicht haben, ist im Markt nun ein totales Umdenken vonnöten, meint der Experte Fritz Eggmann. (Bild: Deutsche Bundesbank/AP dapid/Keystone)

Fritz Eggmann, Manager des Fonds AMG Gold, Minen & Metalle, spricht im Interview mit FuW über die zwei Goldmärkte, das Köpferrollen im Minensektor und die Bedingungen für eine Wende.

Herr Eggmann, hat der Goldpreis nach dem letztjährigen Einbruch einen Boden gefunden, und was kann ihn stützen?

Im Jahr 2013 mussten Gold-ETF aufgrund von Mittelabflüssen 850 Tonnen Gold ([Gold 1258.75 0.47%](#)) oder fast 40% ihres Gesamtbestandes zurückgeben. Der Angebotsüberhang scheint absorbiert zu sein. Im Januar gab es nur Abflüsse von 0,3% des gesamten Volumens.

Haben die Abflüsse in den ETF damit zu tun, dass die Anleger Edelmetall lieber physisch als in Papierform halten wollen?

Ja, es gibt zwei Goldmärkte, einerseits den Papiermarkt mit Futures oder ETF, andererseits den physischen Markt mit Barren und Münzen. In Asien ist physisches Edelmetall gefragt. Im vergangenen April, als der Preis abstürzte, wurden Futures im Wert von Millionen Unzen Gold in Sekunden auf den Markt geworfen. Es gibt Indizien, dass dies gemacht wurde, um das physische Gold günstiger kaufen zu können. Es macht sonst keinen Sinn, in Sekunden über Futures eine halbe Jahresproduktion abzustossen.

Wo sehen Sie den Goldpreis dieses Jahr?

Im Dezember wurde nochmals die Marke von 1200 \$ je Unze getestet. Auf diesem Niveau kommt jeweils physische Nachfrage aus dem Osten. Es sieht so aus, dass das physische Gold von Westen nach Osten geht. Besonders die Chinesen kaufen massiv zu, ohne sie wäre der Goldpreis wohl schon unter 1000 \$ je Unze gefallen.

Noch viel mehr als das gelbe Metall selbst verloren die Minenaktien an Wert. Wie erklären sich diese Kurseinbrüche?

Dazu muss man verstehen, was seit Beginn des Bullenmarkts passiert ist. Von 2000 bis 2012 ist der durchschnittliche Goldpreis jedes Jahr gestiegen, das war nicht normal. Die Manager begannen, in Fantasien zu schwelgen. Das war die Keimzelle für schlechte Entscheidungen. Man förderte überall Gold. Vor zehn Jahren wurden 2,6 Gramm pro Tonne Erz produziert, heute sind es 1,1 Gramm. Die Manager schauten nicht auf die Kosten.

Hochmut ist also vor dem Fall gekommen.

Ja, die Minenmanager hatten die Nase hoch oben. Sie wurden grössenwahnsinnig. Jetzt hat der Markt ihnen das Messer an den Hals gesetzt. Seit der Goldpreis 2011 das Höchst erreichte, haben die Titel der grossen Produzenten zwei Drittel und die der kleinen neun Zehntel verloren. Es braucht nun ein totales Umdenken.

Bei Barrick Gold, dem weltgrössten Produzenten, hat der Gründer und langjährige Präsident

Zur Person

Fritz Eggmann ist Manager des Fonds AMG Gold-Minen & Metalle



Bild: ZVG

Peter Munk im Dezember überraschend gekündigt. Rollen nun die Köpfe?

Das Köpferollen in der Branche begann schon 2012. In den Unternehmen, auf die sich unser Fonds fokussiert, sind seither fast 40% der Manager ausgewechselt worden. Das habe ich noch nirgendwo erlebt, aber es ist nötig. Bei Barrick liefen die Kosten aus dem Ruder. So hiess es vor sechs Jahren, das Projekt Pascua-Lama an der Grenze von Argentinien zu Chile werde 2,5 Mrd. \$ kosten, nun haben sie schon 6 Mrd. \$ dafür ausgegeben. Wäre der Goldpreis nicht eingebrochen, wäre alles noch schlimmer gekommen. Dank dem er heute tiefer ist, trennt sich bei den Managern nun die Spreu vom Weizen ([Weizen 153.3 1.66%](#)).

Die Minengesellschaften stehen im Ruf, wenig auf die Interessen der Aktionäre geschaut zu haben. Bessert sich das?

Bei Barrick Gold ([ABX 19.15 -0.78%](#)) erhielt Ex-CEO Aaron Regent CEO 2012 den höchsten Bonus aller an der Börse von Toronto kotierten Gesellschaften. Man bediente sich auf eine untragbare Art. Aber das bessert sich. Barrick Gold hat nun Managementverträge, die an den Aktienkurs gekoppelt sind.

Der tiefere Goldpreis wirkt sich auf die ausgewiesenen Reserven aus. Die Anleger fürchten hohe Abschreibungen.

Die Branche hat kommuniziert, dass noch ein Abschreibungsbedarf da ist. Ich spreche wieder von Barrick Gold. Die Gesellschaft hat bisher mit einem Goldpreis von 1300 bis 1500 \$ je Unze gerechnet. Es würde mich nicht erstaunen, wenn sie sagen, dass sie neu von einem Preis von 1100 \$ ausgehen und dementsprechend die Reserven abwerten müssen. Aber ich glaube, sehr viel ist nach dem Rückgang schon in den Aktienkursen eskomptiert.

Werden viele Projekte wegen des tieferen Goldpreises oder der Kosten aufgegeben?

Ein Beispiel dafür ist das Projekt Pascua-Lama, das Barrick Gold auf die Seite geschoben hat. Viele Unternehmenschefs kommunizieren klar, dass sie Minen schliessen werden, wenn der Goldpreis unter 1100 \$ je Unze fallen sollte.

Auf was schauen Sie vor allem, auf die Kosten, den Cashflow, den Goldgehalt?

Es kommt auf das Umfeld an. Zurzeit achten wir vor allem darauf, dass die Bilanz gesund ist. Die Eigenkapitalquote sollte idealerweise 50% und mehr betragen. Wer zu viel Fremdkapital hat, wird Probleme bekommen, wenn der Goldpreis doch Richtung 1000 \$ je Unze geht. Vor dem Hintergrund hat Barrick Gold im Dezember eine Kapitalerhöhung durchgeführt. Wir suchen Gesellschaften mit einer gesunden Bilanz, einem freien Cashflow und einem Produktionswachstum. Da bleiben nicht viele übrig.

Was das Produktionswachstum betrifft, wird es nicht immer schwieriger, Vorkommen mit hohen Goldgehalten zu finden?

Über die letzten fünfzehn Jahre wurden 1,2 Mrd. Unzen produziert. Aber nur 800 Mio. hat man durch neue Vorkommen ersetzt. Es ist schwer, noch Minen mit Goldgehalten von 5 Gramm je Tonne Erz zu finden. Ab einem Gehalt von 2 bis 2,5 Gramm halte ich Minen heute für lohnenswert.

Wo hat es noch vielversprechende Gebiete?

In West- und Zentralafrika gibt es noch gute Stellen. Ich denke an Burkina Faso. Dort holt Semafo pro Jahr bis 200 000 Unzen aus dem Boden. Zudem verfügt das mittelgrosse Unternehmen über grössere Landreserven, auf denen sie nach weiteren Vorkommen bohren kann. Das berücksichtigt der Aktienkurs zu wenig. Auf einem vielversprechenden Gebiet ist auch die kleine Guyana Goldfields tätig. Der Explorer hat in dem südamerikanischen Land ursprünglich ein Projekt über 1,5 Mrd. \$ auf die Beine stellen wollen, nun hat er es auf ein Drittel redimensioniert. Generell ist Redimensionieren die Devise für die Branche in den nächsten Jahren.

Ein grosses Problem für die Branche stellt zurzeit die Finanzierung von Projekten dar.

Ja, Bankkredite kann man zurzeit vergessen. Eine viel genutzte Finanzierungsmöglichkeit ist aktuell die über Royalty-Gesellschaften wie Franco Nevada, die Geld vorschliessen und dafür von den Minen den Stream erhalten, das produzierte Edelmetall. Solche Gesellschaften haben zurzeit die schönste Aufgabe in der Branche, Franco Nevada bildet in unserem Fonds die viertgrösste Position.

Und wie steht es mit der Variante, dass kleinere Gesellschaften sich von grösseren übernehmen lassen? Eben hat Goldcorp für Osisko 2,6 Mrd. kan. \$ geboten.

Goldcorp ([GG 25.12 1.49%](#)) ist eine starke Gesellschaft. Im Sektor gibt es aber nur noch eine Handvoll davon. Darum glaube ich nicht, dass wir alle Monate Übernahmen sehen werden. Ich erwarte auch nicht, dass die Starken, zu denen auch Yamana Gold oder Randgold Resources zählen, sich die Objekte abjagen. Osisko hat Goldcorps Angebot ja als viel zu tief deklariert. Dass da aber ein Weisser Ritter auftaucht und mehr bietet, halte ich für unwahrscheinlich.

Die Branche ist auch mit politischen Risiken konfrontiert, mit den Begehrlichkeiten der Staaten. Mexiko, eine beliebte Destination für Schürfer, erhöht die Steuern massiv.

Derlei Begehrlichkeiten sind ein grosses Problem, vor allem in Lateinamerika. Mexiko verdoppelt die Steuern auf Gewinne aus der Edelmetallförderung. Ein anderer Fall ist Indonesien, das zuerst sogar ein Exportverbot verhängen wollte, nun aber nur die Steuern heraufgesetzt hat. Freeport-McMoRan mit ihrer Grasberg-Mine wird da ein Problem erhalten. Weniger problematisch ist die Lage in Zentralafrika. Randgold Resources ist in dem Gebiet der grösste Förderer. Wie CEO Mark Bristow uns sagte, hat er da nie eine Verstaatlichung erlebt, die Zusammenarbeit mit den Regierungen funktioniert gut.

Goldminenaktien gelten als historisch tief bewertet, nach vielen Massstäben wie den Verhältnissen des Goldpreises zum S&P 500 oder zum Gold- und Silberaktienindex XAU. Was aber braucht es für eine Trendwende?

Dazu braucht es vor allem einen steigenden Goldpreis. In Zeiten von Währungsturbulenzen, wie sie zurzeit in den Schwellenländern zu beobachten sind, hat Gold meistens profitiert. Wichtig ist auch, dass unter den Managern der Minenunternehmen ein Umdenken stattfindet und sie die Projekte redimensionieren. Dann werden sich die Margen wieder ausweiten. Meines Erachtens wird 2014 ein Übergangsjahr sein. Aber in den nächsten Monaten sollte man in den Sektor investieren, um 2015 die Ernte einzufahren. Dreht der Goldpreis nach oben, werden auch stärker verschuldete Unternehmen wie Newmont Mining oder AngloGold Ashanti Luft bekommen. Diese extrem tief bewerteten Aktien werden dann ein besonders grosses Aufholpotenzial haben.

Mehr zum Thema

21.01.14 ROHSTOFFE
[Kaufangebote wühlen die Goldbranche auf](#)

Abo

30.12.13 ROHSTOFFE
[Goldbranche leidet weiter](#)

Abo

17.08.12 ROHSTOFFE
[Barrick Gold reduziert Afrika-Engagement](#)

Abo
