

INTERVIEW

**«Gold wird nun viel besser performen als Aktien»**

Fritz Eggimann, Manager des Fonds AMG Gold, erwartet, dass der Goldpreis in diesem Jahr auf 2300 bis 2500 \$ je Unze steigt, und hält die grossen Goldproduzenten wie Newmont für sehr günstig bewertet.

Andreas Kälin

02.06.2021, 04.54 Uhr



«Bewegen sich die Realzinsen weiter südwärts, wovon ich ausgehe, wäre dies der Haupttreiber für den Goldpreis»: Fritz Eggimann, Manager des Fonds AMG Gold – Minen & Metalle.

Bild: ZVG

Im vergangenen August erreichte der Goldpreis ein Hoch von 2072 \$ je Unze, bevor er in eine Konsolidierungsphase eintrat und dabei bis auf 1676 \$ sank. Diese Korrektur hat im März geendet, meint Fritz Eggimann, Manager des Fonds AMG Gold – Minen & Metalle.

Etwa seit Anfang April entwickle sich Gold besser als der Dow Jones und auch der MSCI World Index, hält Eggimann fest. Er erwartet, dass das Edelmetall nun viel besser performen wird als etwa US-Aktien im Allgemeinen, und hat für den Goldpreis für dieses Jahr ein Kursziel von 2300 bis 2500 \$ je Unze gesetzt. Das entspricht einem Anstieg um 20 bis gut 30% gegenüber dem aktuellen Preis von rund 1900 \$.

Goldminenaktien sind nach Ansicht von Eggimann zurzeit ein Schnäppchen für Value-Investoren. Er achtet stark auf das Verhältnis von freiem Cashflow zum Kurs und führt aus, dass dieser Free Cashflow Yield bei den grössten Goldproduzenten wie Newmont, Barrick oder Kinross zurzeit durchschnittlich bei attraktiven 8,5% liegt.

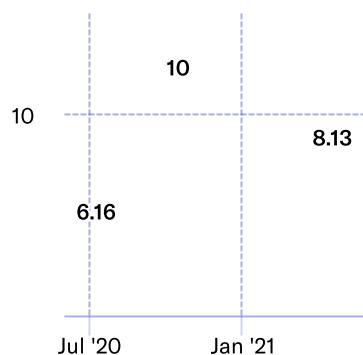
**Herr Eggimann, im April 2020 sagten Sie, Goldminenaktien seien so günstig wie schon lange nicht mehr. Und heute?**

Goldminenaktien sind weiterhin sehr günstig. Zudem sind die Aussichten für die Goldminenindustrie unverändert positiv. Wenn ich mit Anlegern spreche, stelle ich fest, dass viele von ihnen physisch oder über ETF in Gold investiert sind, aber nicht oder nur wenig in Goldminenaktien.

**Wie sehen die aktuellen Bewertungen im historischen Vergleich denn aus?**

## Kinross Gold Rg

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/1977416-65-333](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Die Aktien von Newmont, dem grössten Goldproduzenten, sind auf Basis der Gewinnschätzung für nächstes Jahr mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von nur 18 bewertet, bei sehr guten Gewinnwachstumsaussichten. In den letzten zehn Jahren bewegte sich die Ratio zwischen 10 und 33. Eine grosse Position in unserem Fonds ist auch Kinross, die ein KGV von sogar bloss 9 aufweist. Diese sehr tiefe Bewertung ist auch darauf zurückzuführen, dass Kinross zum Teil in Russland Gold fördert, einem Land, dem die Investoren besonders skeptisch gegenüberstehen. Aber das Unternehmen ist seit mehreren Jahrzehnten in Russland tätig und hat bewiesen, dass es mit der Situation gut umgehen kann. Darum ist der hohe Bewertungsabschlag bei Kinross für mich überhaupt nicht gerechtfertigt.

### **Das heisst, Edelmetalltitel sind ein Schnäppchen für Value-Investoren?**

Ja, Goldminenaktien sind zurzeit der Value Play. Wir achten auch stark auf das Verhältnis von freiem Cashflow zum

Kurs. Bei den grössten Goldproduzenten liegt der Free Cashflow Yield zurzeit durchschnittlich bei 8,5% und damit viel höher als etwa bei den vier FANG-Aktien, die einen durchschnittlichen Yield von gerade mal 3,2% bieten. Man muss auch sehen, dass die fünfzig grössten Goldproduzenten in den Jahren 2019 und 2020 ihre Nettoschulden um mehr als 10 Mrd. \$ reduziert haben und ihre Bilanzen eigentlich noch nie so solide gewesen sind wie heute. Den hohen freien Cashflow, den sie derzeit erwirtschaften, können sie nun an die Aktionäre ausschütten, via Aktienrückkäufe oder starke Dividendenerhöhungen.

**Für Sie wie allgemein für Goldanleger ist die technische Analyse sehr wichtig. Wie sieht die Lage aus charttechnischer Sicht aus?**

Der NYSE Arca Gold Bugs Index, kurz HUI, der die Aktien von internationalen Goldproduzenten umfasst, hat in diesem Jahr in Franken 8,5% zugelegt und sich damit verglichen mit dem MSCI World Equity Index eher unterdurchschnittlich entwickelt. Wenn ich den HUI aus charttechnischer Perspektive betrachte, ist jüngst der Widerstand beim Zwischentop von Anfang Januar durchbrochen worden. Nun kann der HUI in Richtung des letztjährigen Augusthochs von 374 und darüber hinaus gehen. Das entspricht einem Kurspotenzial von 20% und mehr für Goldminenaktien in diesem Jahr.

**Wie sieht die Analyse für den Goldpreis aus?**

Der Goldpreis je Unze erreichte im letzten August ein Hoch von 2072 \$. Danach trat er in eine etwa siebenmonatige Konsolidierungsphase ein, in der er bis auf

1676 \$ zurückging. Diese Korrektur hat Ende März geendet. Mitte April, das ist das Gute, hat Gold begonnen, sich wieder besser als alle anderen Commodities wie Kupfer, Nickel oder Öl zu entwickeln. Anders gesagt, vor und bis August 2020 war Gold der Leader im Commodity-Zyklus, danach haben die Basismetalle, Öl oder auch Getreide diese Rolle übernommen. Jetzt dreht es erneut. Wenn ich das Sentiment betrachte, sind die Investoren zurzeit sehr bullish eingestellt für Kupfer, Nickel oder Öl. Das ist ein bisschen zu viel des Guten, diese Commodities sollten aus meiner Sicht jetzt ein paar Monate konsolidieren. Für Gold dagegen ist das Sentiment zurzeit eher neutral, das lässt Raum nach oben.

### **Welche charttechnischen Widerstände muss Gold nun erst einmal überwinden?**

Im Januar erreichte der Goldpreis je Unze fast 1960 \$. Diesen Widerstand muss er jetzt überwinden. Wenn er dort durch ist, geht es weiter in Richtung 2000 bis 2070 \$. Wechselt das Sentiment, kann es rasch gehen. Vor fünf Monaten habe ich in einem Webinar für Gold ein Kursziel von 2300 bis 2500 \$ für dieses Jahr gesetzt, daran halte ich fest. Wir achten übrigens sehr auf die Zu- und die Abflüsse in die Gold-ETF. Von Dezember 2020 bis Ende April verzeichneten die ETF starke Rücknahmen im Umfang von etwa 8%. Seit Anfang Mai weisen sie wieder einen Zufluss aus, sie haben damit den langfristigen Aufwärtstrend wieder aufgenommen. Die Investoren werden meines Erachtens nun aus Basismetallen wie dem Kupfer eher hinaus und hinein in Gold gehen.

## **Sie achten, wie viele Goldanleger auch, auf das Verhältnis des Dow Jones Index zum Goldpreis je Unze. Was signalisiert es?**

Auch da hat der Wind wieder zu drehen begonnen. Etwa seit Anfang April performt Gold besser als der Dow Jones und auch besser als der MSCI World Index. Das Verhältnis von Goldpreis zu Dow Jones liegt aktuell bei knapp 18. Wir erwarten, dass es weiter zurückgeht. 2009 war es bei 9. Wir rechnen damit, dass Gold nun viel besser performt als US-Aktien.

## **Was wäre denn der grosse fundamentale Treiber für den Goldpreis, die Inflationserwartungen?**

Die Inflation ist ein Haupttreiber. Da geht es vor allem um die Realzinsen. Sie lagen gemessen an der Rendite der fünfjährigen US-Staatsanleihen abzüglich der fünfjährigen Inflationserwartungen im letzten Januar bei  $-1,9\%$ . Danach stiegen sie bis März, auf  $-1,45\%$ . Nun sind sie wegen höherer Inflationserwartungen wieder auf  $-1,65\%$  gesunken. Der längerfristige Abwärtstrend bei den Realzinsen ist intakt. Viele glauben, dass die Realzinsen nicht mehr viel weiter zurückgehen können. Aber damals in den Siebzigerjahren hatten wir stark steigende Inflationserwartungen, bei gleichzeitig anziehenden Nominalzinsen, was dazu führte, dass die Realzinsen bis auf  $-5,5\%$  sanken.

## **Dahin wird es auch dieses Mal gehen?**

Ich denke, es wird wieder in die Richtung von  $-5\%$  gehen. Denn die Zentralbanken wollen die Nominalzinsen im Griff behalten. Sie werden die Kontrolle der Zinskurve

anstreben und Inflation zulassen, mit dem Argument, sie sei nur temporär. Aber das Problem wird sein, dass, wenn die Preise in der Tendenz weiter steigen, sich die Inflation in den Köpfen der Konsumenten und der Anleger verankern wird. Steigen die Inflationserwartungen, wird auch der Goldpreis massiv anziehen, aufgrund sinkender Realzinsen.

### **Und wenn die Inflation doch nur temporär sein wird?**

Solange die Realzinsen gemessen an den fünfjährigen US-Staatsanleihen nicht deutlich höher als  $-1\%$  gehen, wird daraus wohl kein Gegenwind für Gold entstehen. Bewegen sie sich aber weiter südwärts, wovon ich ausgehe, dann wäre dies der Haupttreiber für den Goldpreis.

### **Wie steht es um Silber, hat es, wie viele meinen, noch grösseres Aufwärtspotenzial als Gold?**

Die Gold-Silber-Ratio ist etwas zurückgekommen, zugunsten von Silber, das schon 2020 besser lief als Gold. Silber hat einen grünen Touch, man braucht es etwa in der Photovoltaik oder für die Energiespeicherung. In dem Sinne verfügt es über eine starke industrielle Komponente. Allein die grüne Nachfrage macht bei Silber 10 bis 12% der Gesamtnachfrage aus; alle industriellen Verwendungen zusammengezählt, sind es um 55%. Bei Gold entfallen rund 15% der Nachfrage auf den industriellen Komplex. Grundsätzlich ist im Boden mehr Silber als Gold vorhanden, aber das Silberangebot ist viel unelastischer, und zwar darum, weil Silber immer auch mit anderen Metallen gefördert wird, mit Kupfer, Zink oder Gold. Das heisst, die Produzenten können nicht einfach die

Förderung verdoppeln, um vom Preisanstieg zu profitieren, weil Silber immer hauptsächlich als Beiprodukt gefördert wird.

**Vor Kurzem haben auch junge Anleger, die Generation Robinhood, Silber entdeckt. Sie sahen, dass bei diesem Edelmetall in grossem Umfang Leerverkäufe durchgeführt wurden, und wollten über einen Short Squeeze die Leerverkäufer zwingen, ihre Positionen überstürzt einzudecken.**

Ja, nur ist mir nicht aufgefallen, dass es in Silber so hohe Short-Positionen gegeben haben soll. Aber wie auch immer, der Silberpreis steigt und fällt mehr und weniger mit dem Goldpreis. Und wenn ich für Gold in diesem Jahr einen Anstieg auf 2300 bis 2500 \$ je Unze prognostiziere, gehe ich davon aus, dass Silber noch stärker avancieren und sich in Richtung 40 bis 50 \$ bewegen wird.

**Dies entspräche für Silber einem Plus bis über 75%. Da müsste eine Konklusion doch auch sein, nun auf Silberminen zu setzen?**

## **Fortuna Silver Rg**

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/997460-65-333](https://www.börse.ch/aktien/no-region/no-list/997460-65-333))



Es kommt darauf an. Die Silberproduzenten sind, anders als die Goldförderer, meist nicht mehr günstig, sondern schon recht stolz bewertet. Manche von ihnen haben zudem selbst auf dem heutigem Silberpreisniveau Mühe, überhaupt Geld zu verdienen. Dazu kommt: Reine



Silberproduzenten gibt es fast nicht mehr, die meisten haben diversifiziert und erzielen maximal die Hälfte des Umsatzes mit der Silberproduktion. Dennoch gibt es Silberminenaktien, die Edelmetallinvestoren ins Depot legen sollten, wie Fortuna Silver, die ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 9 und einen hohen Free Cashflow Yield von 10% aufweisen. Ein Kauf ist für uns auch Pan American Silver, die eines der grössten Silbervorkommen Argentiniens besitzt.

**Wenn Sie Pan American Silver ansprechen – das Unternehmen hat jüngst nicht nur ein enttäuschendes Quartalsresultat vorgelegt, sondern muss auch Gegenwind befürchten von der Politik. Es besitzt mehrere Minen in Peru, und dort könnte nun mit Pedro Castillo ein Leninist an die Macht kommen.**

Ja, Länderrisiken gibt es, gerade in Südamerika. Im Vorfeld solcher Wahlen wie jetzt in Chile oder Peru sind die Aktien dort engagierter Bergbauunternehmen stets volatil, aber das eröffnet auch Chancen. Ich glaube nicht, dass eine südamerikanische Regierung Minen verstaatlichen und selbst betreiben wird. Venezuela hatte es versucht, und es hat nicht geklappt. Was ich aber erwarte, ist, dass die Förderabgaben, sprich: die Steuern, erhöht werden. Das wird zu hundert Prozent geschehen. Aber damit muss ein Bergbauunternehmen umgehen können, indem es die Kosten im Griff behält. In den letzten hundert Jahren sind die Abgaben in Südamerika immer wieder erhöht worden.

**Länder wie die USA, Kanada oder Australien, die eine bedeutende Bergbauproduktion haben, gelten gemeinhin als sicher. Aber wenn man etwa die steigende Staatsverschuldung**

**anschaut, dürfte auch dort der Druck zu Abgabenerhöhungen zunehmen.**

In der angelsächsischen Welt wird es sicher nie Verstaatlichungen von gesunden Unternehmen geben, aber es werden Steuererhöhungen kommen. Doch davon sind alle Unternehmen in allen Sektoren betroffen. Und überall, nicht nur in Amerika, sondern auch in Europa und der Schweiz. Wie gesagt, man muss nun darauf achten, welche Bergbaugesellschaften ihre Kosten im Griff haben.

**Ein anderes Thema sind die ESG-Normen. Wie sich die Umweltproblematik auswirken kann, erfährt OceanaGold, die das grosse Kupfer- und Goldprojekt in Didipio besitzt und nun schon fast zwei Jahre darauf wartet, dass die philippinische Regierung die Lizenz dafür erneuert.**

Ja, die Erneuerung der Lizenz für Didipio ist für OceanaGold eine Pièce de résistance. Jüngst hat es vielversprechende Indizien gegeben. Das Unternehmen hat dort einen kleinen Teil der Angestellten, die es letztes Jahr entlassen hatte, im März wieder eingestellt, für Unterhaltsarbeiten. Weil man nie weiss, wie sich der Prozess in solchen Fällen entwickelt, haben wir unsere Position in OceanaGold letztes Jahr verkauft. Erst wenn die Lizenz für Didipio wieder auf dem Tisch ist, würden wir den Wiedereinstieg prüfen.

**Wie gehen Sie in Ihrem Anlageprozess die ESG-Problematik an?**

Wir arbeiten mit Sustainalytics zusammen, einem auf Nachhaltigkeit spezialisierten Berater. Wir geben ihm die Titel an, in die wir investieren wollen, und er prüft die

entsprechenden Unternehmen anhand eines Katalogs von Fragen, zum Beispiel über die Art und Weise, wie das Abwasser entsorgt wird, oder über die sozialen Bedingungen für die Arbeiter, was für Löhne sie erhalten und wie es mit der Sicherheit aussieht.

### **Und welche Edelmetallminen erfüllen die ESG-Kriterien am besten?**

Das sind die Grossen, Newmont oder Barrick. Sehr fortschrittlich ist diesbezüglich auch Agnico Eagle Mines, die vorwiegend in Kanada, aber auch in Finnland und Mexiko tätig ist. Gerade in den angelsächsischen Ländern müssen die Unternehmen nicht erst seit gestern, sondern schon seit zwanzig Jahren für die Lizenzanforderungsreiche ESG-Kriterien erfüllen.

**Es fällt auf, dass der AMG Gold sehr stark in die Seniors, also die grossen Produzenten, und dann in sogenannte Intermediates wie Yamana Gold oder B2Gold investiert.**

## **Newmont Rg**

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/956952-65-333](#))



Wir haben das Portfolio vor anderthalb Monaten etwas umgeschichtet und den Anteil in den Seniors erhöht. Für die Grossen wie Newmont, Barrick, Agnico Eagle Mines oder Kinross geniesst der freie Cashflow derzeit höchste Priorität. Wir sorgen uns jeweils immer ein wenig, dass die

Unternehmen schnell wieder um jeden Preis wachsen und akquirieren wollen, sobald der Gold- und der Silberpreis steigen und sie Geld zur Verfügung haben. Aber momentan sieht es nicht danach aus, sie versprechen, mit ihren Mitteln zu haushalten. Gerade die Grossen werden dieses Jahr verhältnismässig enormen freien Cashflow generieren, den sie für höhere Ausschüttungen an die Aktionäre verwenden können.

### **Sind kleinere Produzenten für Sie zu risikoreich?**

Wenn das Interesse an Goldaktien jeweils so richtig erwacht und auch die Generalisten unter den Anlegern in diesen Sektor zu investieren beginnen, also in der ersten Phase, in der wir zurzeit stecken, fliesst das Geld vor allem in die grossen Unternehmen, wie die bereits erwähnten Seniors, zu denen allenfalls auch noch Gold Fields oder AngloGold Ashanti zu zählen sind. In der zweiten Phase werden die Anleger risikobereiter und investieren auch in mittlere und kleinere Produzenten, die vielleicht nur ein oder zwei Projekte haben.

### **Und wie halten Sie es mit den Explorationsunternehmen, die noch gar nicht produzieren?**

Wir fokussieren uns grundsätzlich auf Minengesellschaften, die in der Lage sind, freien Cashflow zu erwirtschaften. Das ist unser Kerngeschäft. Einen Anteil um 10% des Fondsvermögens haben wir auch in Explorers investiert, im Grunde handelt es sich dabei um Ausnahmen. Die wichtigste darunter ist Rupert Resources. Sie exploriert in Finnland, im Lappland-Bezirk, und man geht davon aus, dass auf ihrem Gebiet 5 bis 8 Mio. Unzen

Gold zu finden sind. Agnico Eagle Mines ist mit einem Anteil von 19% darin investiert. Wir sind seit dem Start bei Rupert Resources dabei, aber nur, weil wir über einen sehr guten Zugang und sehr gute Informationen verfügen. Es ist ein Spezialfall für uns.

**Aufgefallen ist, dass australische Goldminen in jüngerer Zeit schlecht performt haben. Bietet sich hier nun eine Einstiegsgelegenheit?**

Ja, vor rund einem Monat haben wir wieder ein paar australische Minenaktien zugekauft. Die australischen Förderer litten unter dem Problem, dass sie viel von ihrer Produktion vorausverkauften. Das führte bei den gestiegenen Goldpreisen dazu, dass ihr Erlös je Unze weit unter dem Marktwert ausfiel und ihre Aktien unterdurchschnittlich performten. Inzwischen haben sie ihre gehedgten Positionen, also die Verkäufe auf Termin, massiv heruntergefahren. Das hat uns gefallen, und darum haben wir uns den einen oder anderen Produzenten wie Silver Lake Resources oder Ramelius Resources wieder angeschaut und darin investiert.

## Die grössten Positionen von AMG Gold – Minen & Metalle

<b>Unternehmen</b>	<b>Kategorie</b>	<b>in % des Fonds</b>
Newmont Mining	Senior	9,2
Barrick Gold	Senior	9,0
Agnico Eagle Mines	Senior	5,1
Kinross Gold	Senior	5,0
Harmony Gold Mining	Senior	5,0
Yamana Gold	Intermediate	3,8
Pan American Silver	Silberaktien	3,6
Argonaut Gold	Intermediate	3,6
Rupert Resources	Explorer	3,3
Artemis Gold	Explorer	3,3

## Zur Person

ZVG

### **Fritz Eggimann**

Fritz Eggimann (1964) hat Anfang 2006 zum Vermögensverwalter AMG Analysen & Anlagen gewechselt und dort den Fonds AMG Gold – Minen & Metalle lanciert. Als Finanzinvestor und Portfoliomanager beschäftigt er sich 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 mit der charttechnischen Analyse zu ergänzen.

---



#### 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.

Andreas Kälin 13.04.2020



#### MEINUNG

### Glänzt Gold bald wieder?

Eine Reihe von Faktoren spricht für steigende Preise von Edelmetallen. Die Chancen stehen gut, dass der Goldpreis sein Rekordhoch vom vergangenen Sommer wieder erreicht.

Louis-Vincent Gave 26.05.2021



#### TECHNISCHE ANALYSE

### Die Korrektur bei Goldaktien ist vorbei

Die Aktien der Goldförderer konsolidieren seit August. Mit dem Anstieg von letzter Woche dürfte die Korrektur beendet sein. Damit übernimmt wieder der seit Ende 2018 bestehende Aufwärtstrend.

Gregor Mast 18.05.2021





Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.