

IM INTERVIEW: MARTIN SIEGEL, STABILITAS

## „Goldaktien ein tolles Investment“

Fondsmanager beurteilt ETFs kritisch – Große Chancen in Aktien aus dem Edelmetallsektor

Gute Chancen für Gold und Goldminenaktien sieht Martin Siegel, Geschäftsführer der auf Edelmetallfonds spezialisierten kleinen Fondsgesellschaft Stabilitas. Dabei bereitet ihm das gegenwärtige Umfeld steigender Zinsen keine Sorgen. Kritisch sieht Siegel aus Anlegersicht die Konstruktion aktueller Gold-ETFs.

Börsen-Zeitung, 1.5.2018

- Herr Siegel, die politischen Spannungen sind international sehr hoch. Ist Gold als sicherer Hafen in Krisenzeiten geeignet?

Diese Ansicht ist weit verbreitet, aber falsch. Dies zeigt die längerfristige Betrachtung: Zwischen 1980 und 1999 ist der Goldpreis gefallen, obwohl wir in diesem Zeitraum zahlreiche politische Krisen hatten. Zwischen 1999 und 2011 ist der Goldpreis hingegen gestiegen, ohne dass man sagen könnte, dass es in dieser Zeitspanne deutlich mehr politische Krisen gegeben hätte. Ich glaube, hinter der weit verbreiteten Einschätzung von Gold steckt etwas ganz anderes: Immer wenn sich Journalisten bestimmte Preisanstiege bei Gold nicht erklären können, suchen sie sich politische Krisen, die sie als Grund nennen. In der Realität ist es so, dass politische Krisen meistens nur über wenige Tage einen spürbaren Effekt haben können, der meistens aber klein ausfällt. Bereits über eine Zeitspanne von wenigen Wochen ist der Effekt hingegen meist nicht mehr nachweisbar. Grundsätzlich hat Gold seine Wertaufbewahrungsfunktion natürlich nicht verloren. Gold hat über Jahre, Jahrzehnte, ja sogar Jahrtausende im Wesentlichen seine Kaufkraft behalten.

- Mit Blick auf die Wertaufbewahrungsfunktion von Gold: Wann kaufen Anleger das Edelmetall und verkaufen es? Spielt dabei die Inflation eine zentrale Rolle?

Wenn die Anleger Vertrauen in ihre jeweilige Währung haben, dann kaufen sie kein Gold. Wenn aber das Vertrauen in die Währung sinkt, steigt das Interesse an Gold. Dabei geht es nicht nur um eine Absicherung gegen Inflation. Es kann sich auch um

Misstrauen gegenüber dem Finanzsystem handeln, wie es 2007 im Rahmen der Finanzkrise zu beobachten



war. Wenn Privatinvestoren Angst um ihr Ersparnis haben, greifen sie zu dem Edelmetall. Das Interesse an Gold steigt auch dann sprunghaft an, wenn es eine stark steigende Inflation gibt. Das war beispielsweise in den Jahren zwischen 1976 und 1980 zu beobachten, als die Geldentwertung trotz rezessiver Tendenzen der Volkswirtschaft kräftig zulegte. Ein deutliches Ansteigen der Inflation ist auch aktuell nicht ausgeschlossen. Man kann aktuell nicht sagen, dass die Notenbanken die Inflation grundsätzlich im Griff hätten.

- Inwiefern?

Das Vertrauen in die Solidität einer Währung hängt an der Solidität der jeweiligen Zentralbankpolitik. Inflation wird im Allgemeinen über die gemessenen Preisänderungen innerhalb eines Warenkorbs definiert. Aktuell ist aber viel Geld in bestimmte Anlageklassen wie Aktien, Luxusimmobilien und andere Vermögenswerte geflossen, die vom Warenkorb nicht beziehungsweise – über Mieten – nur indirekt erfasst werden. Wäre das viele vorhandene Geld stattdessen in die Gütermärkte geflossen, würden wir bereits jetzt eine deutliche Inflation sehen. Nun behalten Notenbanken wie die EZB ihre ultralockere Geldpolitik vorerst bei, und es besteht der Konsens, dass es im Fall weiterer Krisen wieder quantitative Maßnahmenpakete der EZB geben wird. Es wird auch zweifellos neue Griechenland-Hilfspakete geben, falls das notwendig werden sollte, um deutsche und französische Banken angesichts der niedrigen Zinsspanne zu retten.

- Das bedeutet, dass es keine stark steigenden Zinsen geben wird?

Zweifellos. Was aber auch passieren kann, ist, dass die Notenbanken in eine Klemme geraten, weil die Inflationsrate langsam wieder steigt. So sind der Ölpreis sowie die Notierungen der Industriemetalle wieder gestiegen, entgegen vielen Prognosen. Wenn in einer solchen Situation die Zinsen niedrig gehalten werden müssen, während die Geldmenge langsam ausgedehnt wird, entsteht bei steigenden Inflationsraten ein Szenario, das für die Goldanlage ideal ist.

- Was spricht denn Ihrer Meinung nach im Umfeld moderat steigender Zinsen für die Goldanlage?

Entgegen der vielfach vertretenen Meinung können steigende Zinsen durchaus positiv für Gold sein. So hat ja, wie erwähnt, der Goldpreis zwischen 1976 und 1980 trotz steigender Zinsen von 200 Dollar auf rund 800 Dollar zugelegt. Ein Grund dafür liegt darin, dass Anleger, die Anleihen im Portfolio haben, bei steigenden Zinsen mit diesen Papieren Kursverluste erleiden. Sie werden daher Mittel in andere Anlageklassen umschichten. Bei Aktien gibt es das Problem, dass die Unternehmen unter steigenden Finanzierungskosten und eventuell unter Rezessionsgefahren leiden. Das begrenzt die Attraktivität von Aktien in einem derartigen Umfeld. Wenn man die aktuelle Lage betrachtet, so bieten Aktien mit Blick auf die Dividendenrendite zwar eine höhere Verzinsung als Anleihen. Allerdings befinden sich viele Aktienindizes auf Allzeithochs oder in der Nähe davon. Im Umfeld steigender Zinsen verliert auch der Immobiliensektor an Attraktivität, dessen Preisniveau sich auch auf einem Allzeithoch befindet. Daher halte ich derzeit Gold für ein sehr interessantes Investment, das etwa um 50% unter dem Allzeithoch liegt.

- Warum hat der Goldpreis bislang von dem von Ihnen beschriebenen Umfeld nicht profitieren können?

Ich glaube, das liegt vor allem daran, dass die Börsen so gut gelaufen sind. Das Umfeld für die Aktienmärkte ist positiv, es gibt eine freundliche Be-

richterstattung über diese Märkte. Dem gegenüber stieg der Goldpreis zwischen 2000 und 2011 von 250 Dollar auf 1 900 Dollar, was sicherlich eine Übertreibung darstellte. Mittlerweile hat sich das aber alles wieder ausgeglichen. Allerdings sollte man fairerweise anmerken, dass Gold derzeit sicherlich nicht ein außergewöhnlich chancenreiches Investment darstellt. So billig wie 1999 ist Gold derzeit zweifellos nicht. Allerdings ist es mit Blick auf die Bewertungsniveaus bei Aktien und Immobilien ein guter Zeitpunkt, um über den Einstieg in Gold nachzudenken – gerade mit Blick auf die steigenden Zinsen. Ich bin der Auffassung, dass es durchaus auch auf das absolute Zinsniveau ankommt und nicht, wie oft argumentiert, hauptsächlich auf die Realzinsen.

#### ■ Wie wird sich der Goldpreis in den nächsten Monaten entwickeln?

Meiner Meinung nach wäre ungefähr 1 800 Dollar je Feinunze ein fairer Preis. Zu berücksichtigen ist, dass die Produktionskosten für Gold seit 2011 weltweit deutlich gefallen sind. Mit einem Goldpreis von 1 400 bis 1 500 Dollar können viele Produzenten aktuell gut leben. Allerdings sehen wir nun einen deutlichen Anstieg des Ölpreises, wobei zu berücksichtigen ist, dass Energie bei der Goldproduktion ein bedeutender Kostenfaktor ist. Zudem gibt es in vielen Volkswirtschaften annähernd Vollbeschäftigung, so dass die Lohnkosten steigen. Steigende Zinsen spielen auch eine Rolle, da Goldminenbetreiber wegen der zahlreichen Risiken hohe Aufschläge bei Krediten zahlen müssen. Die Kosten ziehen also für die Produzenten wieder an. Bei 1 500 bis 1 600 Dollar wird es sich aber dennoch eine recht ordentliche Weltproduktion an dem Metall geben.

#### ■ Wie schätzen Sie die Aussichten für Goldminenaktien ein?

Dort ist die Situation meiner Meinung nach sehr positiv. In dem Sektor ist ein Kursanstieg um rund 50 % zu erwarten. Minengesellschaften wurden am Aktienmarkt in den vergangenen Jahren vernachlässigt, obwohl sie meist gutes Geld verdienen. Das liegt daran, dass mit einem sinkenden Goldpreis natürlich das Interesse spekulativer Akteure zurückgeht. 2011 hatten wir dagegen noch sehr viel spekulatives Geld in diesen Aktien. Das hat seither stark nachgelassen. Dabei bekommen die Anleger nicht mit, dass es vielen Minengesellschaften fundamental gesehen deutlich besser geht als 2011.

#### ■ Woher kommt das?

Das liegt daran, dass die Energiepreise sehr viel stärker gefallen sind als der Goldpreis. Zudem ist die Produktivität der Belegschaften deutlich gestiegen. 2011 hatten die Un-

ternehmen noch sehr hohe Löhne zahlen müssen als heute. Das ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Aktien vieler Goldminenbetreiber heute um 50 % oder mehr unterhalb des Niveaus von 2011 notieren, wobei viele Gesellschaften eine Dividendenrendite von 2 bis 3 % bieten. Goldminenaktien sind meiner Meinung nach derzeit ein tolles Investment: Sie profitieren von dem zu erwartenden Anstieg des Goldpreises, bauen ihre Unterbewertungen ab und zahlen zudem noch ansprechende Dividenden.

#### ■ Sollten Anleger eher auf die großen Goldminenbetreiber oder auf kleinere Unternehmen setzen?

Ich denke, aktuell sind die großen Werte interessanter. Sollte der Goldpreis wie erwartet auf rund 1 500 Dollar steigen, wird viel Geld in den Sektor fließen. Die meisten Anleger setzen dabei stets auf die großen Blue Chips. Angesichts der Tatsache, dass sich viele der Aktien um rund 50 % unter ihrem Allzeithoch befinden, stellt sich die Frage, weshalb Anleger unnötige Risiken eingehen sollten, indem sie auf kleine Unternehmen setzen, wenn die großen Konzerne ausgesprochen gute Chancen bieten.

#### ■ Was halten Sie derzeit von Explorationsunternehmen?

In der gegenwärtigen Marktphase sind Explorationsunternehmen weitgehend uninteressant. Nach einer fünfjährigen Abwärtsbewegung kommt kein Fondsmanager auf die Idee, nach risikoreichen Explorationswerten zu suchen. Erst wenn eine Rally in dem Sektor schon länger gelaufen ist und die großen Werte deutlich höher bewertet sind, sollte man sich wieder nach Explorationsunternehmen umsehen.

#### ■ Was halten Sie von Royalty-Unternehmen, die Einnahmen aus Schürfrechten generieren?

Royalty-Unternehmen sind in den vergangenen Jahren ein gutes Investment gewesen. Die Unternehmen weisen ein stetiges, wenn auch begrenztes Wachstum auf und bieten nebenbei auch noch eine Dividendenrendite von rund 1 %, was in einem Niedrigzinsumfeld durchaus eine Rolle spielt. Von zentraler Bedeutung ist jedoch, dass die Unternehmen extrem geringe Risiken aufweisen, weil sie viele Projekte verpachtet haben. Wenn nun eines dieser Projekte zu einem Fehlschlag werden sollte, so gibt es nach wie vor stabile Einkommensströme aus den anderen Projekten. Gut laufende Projekte hingegen können für langjährige Einnahmen sorgen, auch wenn die Finanzierungskosten längst wieder hereingekommen sind. Da Royalty-Unternehmen für die von ihnen geleisteten Projektfinanzierungen festgelegte Gold- und Silbermengen erhalten, profitieren

sie stark von steigenden Edelmetallpreisen. Negativ zu sehen ist, dass die Unternehmen wegen der sehr geringen Risiken in der Regel eine hohe Bewertung aufweisen mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) in der Größenordnung von 50. Royalty-Unternehmen sind zudem in Szenarien weniger attraktiv, in denen der Goldpreis rasch steigt. Für institutionelle Investoren haben diese Titel aber den Vorteil, dass sie ein geringes Risiko aufweisen und dass sich aktive Manager mit ihnen vergleichsweise wenig befassen müssen – ganz im Gegensatz zu anderen Goldminen-Unternehmen mit ihren hohen Risiken. Hat ein Fondsmanager aber zu viele Royalty-Werte im Portfolio, so kann dies wegen des geringen Wachstums zu Performance-Verlusten führen. Auf lange Sicht haben Royalty-Aktien aber fast alle anderen Minenwerte in der Performance geschlagen.

#### ■ Sind Goldaktien mit Ausnahme der Royalty-Unternehmen somit für Anleger wartungsintensiver als Aktien aus anderen Branchen?

Das ist definitiv so. Man braucht schon eine gewisse Erfahrung und Expertise, um allein nur die Geschäftsberichte der Gesellschaften zu verstehen. Insbesondere kleinere Unternehmen verweisen beispielsweise in schlechten Zeiten lieber auf ihr Explorationsergebnis als auf ihr Produktionsergebnis. Oder es wird beispielsweise gar nicht über Exploration geredet, wenn das Unternehmen praktisch keine neuen Funde gemacht hat. Man muss in der Lage sein, die versteckten Sachverhalte zu finden, und man muss auch in der Lage sein, sie unter Berücksichtigung des Bewertungsniveaus einzuordnen. Zudem sollten sich Anleger den Markt in einer gewissen Breite ansehen. 20 bis 30 Aktien sollte man in jedem Fall beobachten. Und selbst wenn man nur in Blue Chips investiert, muss man das Risiko streuen und mindestens in fünf, besser in zehn Werte investieren. Anleger, die sich diese Mühe nicht machen wollen, sollten besser in diejenigen Goldminenfonds investieren, die über die vergangenen fünf bis zehn Jahre die beste Performance aufwiesen.

#### ■ Halten Sie Gold-ETFs für sinnvoll?

ETFs wären eine Möglichkeit, wenn sie keine Wandelschuldverschreibungen wären. Anleger haben im Vergleich zu physischem Gold das Kontrahentenrisiko. Meiner Meinung nach ist auch Xetra-Gold nicht in jedem Fall sicher. So kann Xetra-Gold laut Prospekt die Herausgabe von Gold verweigern, beispielsweise wenn ein Marktungleichgewicht festgestellt wird. Diese Konstruktionen sind auch noch nicht krisengetestet. Anleger, die Investments in Gold und nicht in Goldaktien suchen, sollten daher lieber direkt in

physisches Metall investieren, indem sie bei einem anerkannten großen Händler Münzen oder Barren kaufen. Unter Berücksichtigung von Schließfachgebühren und Versiche-

rungsprämien sind die Kosten auch nicht viel höher als bei einem Investment in Gold-ETFs – man kann aber sein Gold jederzeit verkaufen.  
.....

Das Interview führte Dieter Kuckelkorn.