



Mandantenbrief 1/2021

■ Gold & Goldminen – Zeitgemäße Anlagen für die 20er Jahre

EIN BEITRAG VON

Stefan Rehder, Gründer und
Fondsmanager der Value
Intelligence Advisors GmbH,
München



Der ausgeprägte Fokus auf Kapitalerhalt ist ein wichtiges Differenzierungsmerkmal langfristig erfolgreicher Investoren. Insbesondere wertorientierte Investoren sind der Überzeugung, dass in der Vermeidung von Verlusten der Schlüssel zu attraktiven, langfristigen Aktienrenditen liegt. Gold verfügt über eine sehr erfolgreiche Historie als Absicherung gegen extreme Entwicklungen, da die Preisentwicklung traditionell unkorreliert sowohl mit dem Aktienmarkt als auch mit dem Wirtschaftszyklus ist. Gold verleiht aktienaffinen Portfolios auf diese Weise eine höhere Widerstandsfähigkeit, gerade in schwierigen Marktphasen. Nachdem die zins- und liquiditätsgetriebene Hausse alle Assetklassen auf historische Höchstkurse getrieben hat, ist Gold deshalb ein sehr zeitgemäßer Bestandteil der Asset Allokation, insbesondere wenn man davon ausgeht, dass mit dem Ende der Pandemie die tiefgreifenden strukturellen Probleme der Gegenwart nicht gelöst sein werden. Im Folgenden möchten wir den zeitgemäßen Charakter einer Anlage in Gold näher erläutern, aktuelle Werttreiber beleuchten und dabei auch auf die vorteilhaften Perspektiven für Goldminenaktien eingehen.

MONETÄRES ASSET MIT STABILER KAUFKRAFT

Die Wahrnehmung, dass Gold eine Währung ist, hat in den letzten Jahrzehnten wenig Konjunktur gehabt, gerät aber aktuell wieder verstärkt in den Blickpunkt. Die historische Relevanz als monetäres Asset beruht auf zahlreichen einzigartigen Charakteristika: Es ist selten, nicht zerstörbar, formbar, von natürlicher Schönheit, messbar in Reinheit und Gewicht und verfügt über eine hohe Dichte. Aufgrund dieser Eigenschaften ist Gold seit 2000 Jahren ein bewährtes Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel. Die Akzeptanz von Fiatgeld – d.h. Währungen, die nicht durch ein Asset gebackt sind – ist dagegen von der Kreditwürdigkeit souveräner Staaten abhängig. Diese Kreditwürdigkeit unterliegt Schwankungen, insbesondere wenn es zu Krisen kommt. Dementsprechend „verfügen Fiatwährungen nicht zu jedem Zeitpunkt über die gleiche universelle

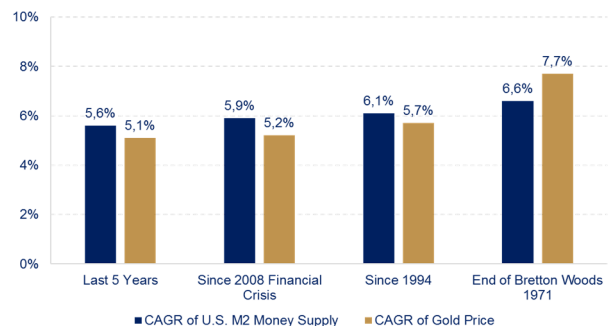
Akzeptanz wie das monetäre Asset Gold“, so u.a. Alan Greenspan, der ehemalige US-Notenbankchef.

Die stabile Kaufkraft des Goldes wird im Vergleich zu Fiatwährungen umso transparenter, je länger der Beobachtungszeitraum gewählt wird. Der US-Dollar gilt weltweit als wichtigste Reservewährung und wies über weite Strecken des letzten Jahrhunderts eine relativ stabile Wertwahrnehmung auf. Dennoch verlor der US-Dollar seit 1932 ca. 99% seiner Kaufkraft im Vergleich zu Gold. Ähnliches gilt über einen deutlich kürzeren Zeitraum auch für den Euro. Hier war seit Einführung im Jahr 1999 ein Kaufkraftverlust von 83% gegenüber Gold zu beobachten.

LANGFRISTIGER WERTZUWACHS

Ein Grund für ihre historisch divergierende Kaufkraftentwicklung ist der, dass Gold im Gegensatz zu „Papiergeld“ nicht beliebig multiplizierbar ist. Der Goldbestand wächst weltweit jährlich nur um 1-2%, da nur wenige neue Goldvorkommen entdeckt werden. Der Preis des Goldes wird somit im Wesentlichen von der Nachfrage nach einem relativ statischen Bestand bestimmt. Die Geldmenge wird dagegen von den Notenbanken gesteuert und wuchs historisch deutlich dynamischer. Seit dem Ende des Bretton Woods Abkommens im Jahr 1971 und der damit verbundenen Entkoppelung der Geldmenge vom Goldstandard lag die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M2 in den USA auch deshalb bei 6,6% p.a., d.h. deutlich höher als die Wachstumsrate des weltweiten Goldbestandes. In der Folge stieg der Preis des knapperen monetären Assets (Gold) im gleichen Zeitraum um 7,7% p.a. Ein ähnlicher Zusammenhang ist über diverse unterschiedliche Zeiträume ebenfalls zu beobachten:

Geldmenge M2 vs. Goldpreis
Jährliche Wachstumsrate in %



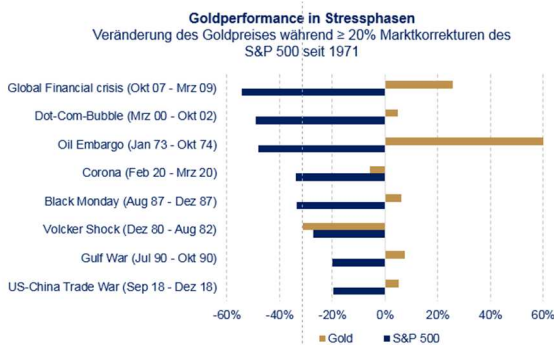
Die Korrelation zwischen Geldmenge und Goldpreis ist nicht immer so stabil wie es die Grafik suggeriert. Die Wahrnehmung, dass Gold ein monetäres Asset ist, unterliegt im Zeitablauf starken Schwankungen und gerät insbesondere in konjunkturell guten Zeiten in



Vergessenheit. Wir gehen aber davon aus, dass die Geldmenge auch zukünftig deutlich schneller wachsen wird als die Goldmenge.

EINE UNKORRELIERTE ANLAGE

Im Gegensatz zu Basismetallen und anderen Edelmetallen verfügt Gold über keinen großen industriellen Nutzen. Neben der Nachfrage korreliert auch die Förderung von Gold – im Gegensatz zu der von Industrie-rohstoffen – kaum mit dem Konjunkturzyklus. Mit der sehr geringeren Korrelation in wirtschaftlich guten Zeiten ist deshalb auch eine sehr geringe in schlechten Zeiten verbunden. Die geringe Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus kann als ein Grund dafür angeführt werden, dass der Goldpreis ebenfalls eine geringe Korrelation mit dem Aktienmarkt aufweist. In größeren Korrekturphasen neigt Gold sogar zu einer negativen Korrelation zum Aktienmarkt (siehe Grafik).



Im Rahmen der Asset Allokation und Portfoliodiversifikation kann Gold somit eine wichtige Absicherungsfunktion einnehmen.

GELDPOLITIK & ZEITGEIST

Bereits vor der Pandemie gewann eine umstrittene Wirtschaftstheorie, die MMT (Modern Monetary Theory), immer mehr Anhänger. Die MMT ist eine post-keynesianische Wirtschaftstheorie, die davon ausgeht, dass ein Staat fiskalpolitische Impulse jederzeit durch die Aufnahme neuer Schulden finanzieren kann – solange er sich in seiner eigenen Währung verschuldet. Schulden werden dabei einfach durch frisch gedrucktes Geld bedient. Die Überwachung der Preisstabilität geht von der Notenbank auf die Regierung über, die im Falle anziehender Inflation die Steuern erhöht und dämpfend eingreift – so die Theorie. Die Pandemie dürfte der MMT zum endgültigen Durchbruch verholfen haben. Stützten sich bisher noch Hoffnungen auf die These, dass reales Wirtschaftswachstum und damit verbundene höhere Steuereinnahmen eine Lösung zur Finanzierung der weltweit stark angestiegenen Staatsschulden sein

könnten, so rückte diese Wunschvorstellung durch die Pandemie endgültig in unerreichbare Ferne. Es wurden Transferleistungen von historischer Dimension notwendig bei denen der Staat keine andere Alternative sah, als die Geldschöpfung selbst in die Hand zu nehmen – so wie im Rahmen der MMT vorgesehen. So zählen zu den neuentdeckten Optionen der Politik z.B. Kreditgarantien, mit denen der Staat die Notenbanken bei der Geldschöpfung umgehen und direkt auf die Kreditvergabe und damit die Geldmenge Einfluss nehmen kann. Wir gehen davon aus, dass die Politiker sich dieses Instrument nicht wieder aus der Hand nehmen lassen werden. Die Unabhängigkeit der Notenbanken als ein wichtiger Hüter der Geldwertstabilität scheint damit endgültig der Vergangenheit anzugehören. Wahrscheinlicher ist es vielmehr, dass die Notenbanken die Politik bei der Inflationierung der signifikant gestiegenen Verbindlichkeiten unterstützen und sowohl Zinsen als auch die gesamte Zinsstrukturkurve auf absehbare Zeit niedrig halten werden.

Die gezielte Einflussnahme des Staates auf die Differenz zwischen Inflation und Zinssatz wird auch als finanzielle Repression bezeichnet. Finanzielle Assets in allen gängigen Währungen (Bargeld, Anleihen, Geldmarktanlagen, Sparguthaben etc.) sind vor diesem Hintergrund unattraktiver denn je. Reale Assets können dagegen einen wirkungsvollen Schutz gegen die gezielte Inflationierung der Währung bieten – sofern sie nicht überbewertet sind. Zu den wenigen, verbliebenen attraktiven realen Assets zählen wir neben ausgewählten Aktien primär physisches Gold. Eine attraktive Schnittmenge zwischen diesen beiden Assetklassen bilden Goldminenaktien. Sie sind anspruchsvolle aber potenziell sehr renditeträchtige Anlagen in einer Welt, in der es dem Zeitgeist entspricht, sehr sorglos mit der Geldwertstabilität umzugehen.

GOLDMINENAKTIEN

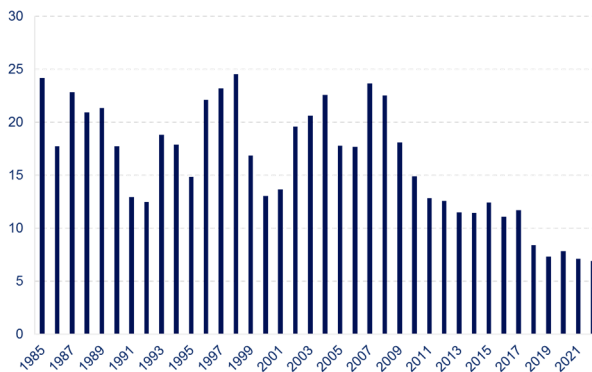
Goldminenaktien sind i.d.R. sehr volatil und haben den Ruf besonders risikoreiche Anlagen zu sein. Aus wertorientierter Perspektive ist hohe Volatilität nicht zwangsläufig ein sinnvoller Indikator für das Risiko eines Assets. Maßgeblich ist vielmehr die Differenz zwischen Wert und Preis. Wichtigster Treiber des Wertes von produzierenden Goldminenunternehmen ist der Goldpreis. Aufgrund einer weitgehend fixen Kostenbasis variieren die Gewinne einer Goldmine i.d.R. direkt mit dem Goldpreis. Liegen die Produktionskosten für eine Unze Gold beispielsweise bei \$1.000, dann wird eine Änderung des Goldpreises von \$1.500 auf \$2.000 pro Unze die Minengewinne um 100 % erhöhen, verglichen mit einem Anstieg des Metallpreises von 33 %. Goldminenaktienkurse bewegen sich somit grundsätzlich stärker als der



Goldpreis, da die Veränderungen ihrer Gewinnmargen überproportional ausfallen. Der potenziell attraktive Hebel führte in der Vergangenheit regelmäßig zu spekulativen Blasen. Ein Blick auf die Bewertung des Sektors zeigt aber, dass dies aktuell nicht annähernd der Fall ist.

Die Preismultiples großer Goldminenaktien liegen zum Jahresende 2020 signifikant niedriger als im historischen Durchschnitt. Das Verhältnis von Marktkapitalisierung zu Cash-Flows bewegt sich sogar auf dem niedrigsten Stand seit 1985.

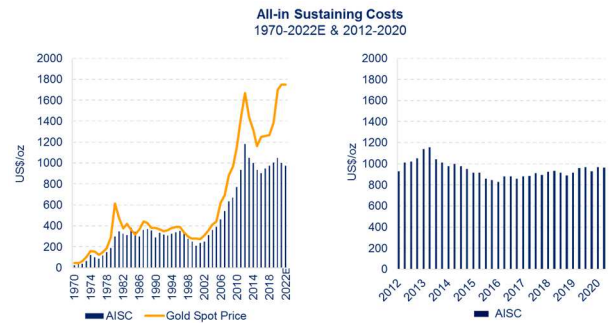
Preis / Cash-Flow Multiple
Goldminen-Researchuniversum Scotiabank, Q4 2020



Ein noch aussagekräftigerer Indikator für die aktuell attraktive Bewertung von Goldminen ist das Verhältnis von Marktbewertung zu Nettoinventarwerten. Große Goldminenunternehmen werden derzeit zu ca. 110 % des Barwertes der zukünftigen Cashflows ihrer Minen gehandelt, verglichen mit einem Durchschnitt von 150 % über die letzten 33 Jahre (Quelle: Scotiabank). Die historisch sehr moderate Bewertung von Goldminen steht im krassen Widerspruch zu den guten Perspektiven des Goldpreises – sofern man unsere These teilt, dass es dem Zeitgeist entspricht, relativ sorglos mit der Geldwertstabilität umzugehen.

Einen weiteren Grund für die nach wie vor niedrigen Bewertungen von Goldminenunternehmen sehen wir u.a. in dem Reputationsverlust, den die Branche gerade im letzten Jahrzehnt erlitten hatte. Nachdem der Goldpreis 2012 ein zwischenzeitliches Hoch von 1900 US-Dollar erreichte, tätigten viele Unternehmen in Erwartung weiter steigender Goldpreise riskante Übernahmen und ihre Kostenbasis verschlechterte sich deutlich (linke Graphik). Mit dem anschließenden Rückgang des Goldpreises waren hohe Abschreibungen notwendig. Die Goldminenbranche hat aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Seit 2015 sind die Produktionskosten („All-in Sustaining Costs“) stabil geblieben (rechte Grafik) und statt riskanter

Übernahmen wurden Schulden zurückgeführt. Folglich sind die Bilanzen der Unternehmen grundsolide.



Ausführungen zu Goldminen wären unvollständig, wenn nicht auch die Risiken zur Sprache kämen, die den Sektor traditionell begleiten. Hierzu zählen z.B. Explorationsrisiken und Realisierungsrisiken. Diesen Problemen kann durch Diversifikation und einem verstärkten Fokus auf produzierende, und damit weniger spekulative Goldminenunternehmen, wirkungsvoll begegnet werden. Zudem reduziert es Anlagerisiken, sich auf Unternehmen mit Minen in sicheren Jurisdiktionen zu fokussieren. Eines der gravierendsten Probleme des Sektors ist aber, dass es zunehmend schwieriger wird, neue Goldvorkommen zu entdecken bzw. Goldminen mit rentablen Kostenstrukturen zu entwickeln. Dieser Trend ist aber schon seit Jahrzehnten zu beobachten und kann nur selektiv die deutlichen Abschläge erklären, zu denen Goldminenunternehmen aktuell im Vergleich zu ihren historischen Bewertungsdurchschnitten notieren. Unternehmen mit langen Minenlaufzeiten und attraktiven Kostenstrukturen sind eine Möglichkeit, diesem Problem aus dem Wege zu gehen.

ZUSAMMENFASSUNG

Nach einem Jahrzehnt, in dem die zins- und liquiditätsgetriebene Hausse alle Assetklassen auf Rekordhöhen getrieben hat, spricht vieles dafür, dass die 20er Jahre für Anleger deutlich anspruchsvoller werden. Es mangelt an Wertaufbewahrungsmitteln, deren Preise noch nicht durch niedrige Zinsen inflationiert wurden. Gold ist ein besonders zeitgemäßes Asset, da es nicht beliebig reproduzierbar ist, Portfolios in Stressphasen des Marktes eine nervenschonende Stabilität verleiht und zudem in seiner Preisentwicklung vom anhaltend rasantem Geldmengenwachstum profitieren sollte. Letzteres ist keineswegs Gewissheit, der Zeitgeist spricht aber dafür.

Goldminenunternehmen sind naturgemäß die größten Profiteure eines anhaltend steigenden Goldpreises. Ihre Bewertungen sind schon bei aktuellen Goldpreisen attraktiv, die Bilanzen sind stabiler denn je und auch ihre disziplinierte Kapitalallokation spricht für ein deutlich



verbessertes Chance-Risikoprofil. Die Ausgangsposition für langfristige Anlagen im Goldminensektor ist somit günstig.

Überdurchschnittlich hohe Volatilität wird auch zukünftig ein Wegbegleiter des Goldminensektors bleiben und für Irritationen sorgen. Auch sollten Anleger darauf vorbereitet sein, dass Goldminenaktien – im Gegensatz zu physischem Gold – in stärkeren Korrekturphasen zumindest kurzfristig dazu neigen, eine vergleichsweise hohe Korrelation mit den Aktienmärkten zu zeigen. Für all diejenigen Anleger aber, die es sich leisten können langfristig zu denken und zu investieren, dürften sowohl physisches Gold als auch Goldminenaktien sehr zeitgemäße Anlagen für die 20er Jahre darstellen.

Stefan Rehder ist Gründer und Fondsmanager der Value Intelligence Advisors GmbH, einer unabhängigen Vermögensverwaltung mit Sitz in München. Er ist Fondsadvisor des "Value Intelligence Fonds AMI" und des "Value Intelligence ESG Fonds AMI" – zweier wertorientierter, vermögensverwaltender Aktienfonds mit ausgeprägtem Fokus auf den Kapitalerhalt. Mit dem „Value Intelligence Gold Company Fonds AMI“ bietet die Gesellschaft zudem einen Goldminenfonds an, der von Caesar Bryan, Gabelli Asset Management, New York, einem der erfahrensten und erfolgreichsten Goldminenfondsmanager weltweit, beraten wird.