

# Gold braucht Geduld

In Zürich diskutierten Experten über Edelmetallanlagen

MARTIN GOLLMER

Anleger in Gold müssen sich seit ein paar Monaten in Geduld üben. Seit dem Hoch vom September 2011 von über 1900 \$ pro Unze bewegt sich der Preis seitwärts und oszilliert mehr oder weniger stark um die Marke von 1700 \$ (vgl. Chart). Zu viele Unsicherheiten politischer und wirtschaftlicher Art prägen die Märkte gegenwärtig, erklärt Martin Murenbeeld, Chefökonom des kanadischen Vermögensverwalters Dundee Wealth, im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft». Ausdauer brauchen auch die Käufer von Goldaktien, die ebenfalls nicht vom Fleck kommen. Sicherheit, nicht Risiko wollten die Anleger zurzeit, meint Murenbeeld.

«Gold performt nicht gut, wenn sich die Wirtschaft in einem Tief befindet.» Das sei jetzt der Fall: «Wichtige Bereiche der Weltwirtschaft kühlen sich ab oder sind bereits in einer Rezession.» Murenbeeld war einer der Hauptredner am European Gold Forum (EGF), das von Dienstag bis Freitag in Zürich stattfand. Das EGF ist nach dem Denver Gold Forum in den USA das zweitgrösste Stelldeichein der Gold- und Edelmetallbranche der Welt. Rund 120 Explorations- und Produktionsunternehmen präsentierten sich in Zürich.

## Gold als strategisches Asset

Dass der Goldpreis seit einiger Zeit stagniert und zugleich volatil ist, umreist Murenbeeld mit einem Stichwort: «Unsicherheit». Fällt die US-Wirtschaft in eine Rezession zurück oder nicht? Steigen Länder aus der Eurozone aus oder nicht? Landen China und Indien sanft oder hart? Kommt nochmals eine Geldmengenlockerung oder nicht? Das seien die Fragen, die sich die Anleger gegenwärtig stellen, auf die sie aber keine klaren Antworten erhielten.

Längerfristig aber sind die Aussichten für Gold laut dem Dundee-Chefökonom intakt. Das Heranwachsen einer wohlhabenden Mittel- und Oberschicht in China, Indien und anderswo in Asien werde weitergehen. Diese Leute hätten eine hohe Affinität zu Gold. Zugleich sei vielerorts in Asien der Goldhandel liberalisiert worden. Das habe das Entstehen neuer Distributionskanäle erleichtert.

Zusätzliche Nachfrage sieht Murenbeeld in nächster Zeit auch von den Notenbanken kommen. Sie hätten Gold wieder als «strategisches Asset» entdeckt. Es gebe ihnen «Kaufkraft, wenn alle anderen Möglichkeiten versagen». Was werden wir erhalten, wenn der Euro nicht überlebt, fragten sich etwa Notenbanken in Mittel- und Osteuropa.

Aus diesen Gründen ist Murenbeeld trotz der gegenwärtigen Stagnationsphase bullish für Gold. Dem Anleger rät er, 5 bis 10% Gold in seinem Portfolio zu halten – entweder physisch oder in Form von Aktien von Goldunternehmen. «Gold ist ein

fantastisches Mittel, um sein Portfolio zu diversifizieren», sagt Murenbeeld.

Allerdings muss der Dundee-Chefökonom eingestehen, dass Goldaktien in den vergangenen Monaten ebenfalls nicht gut gelaufen sind. Die Anleger wollten eben Sicherheit und nicht Risiko, vermutet er. Das zeige sich etwa darin, dass sie trotz tiefsten Zinsen vor allem in Staatsanleihen investierten. «Wenn es eine starke Nachfrage nach Staatsanleihen gibt, leiden Goldaktien», erklärt Murenbeeld.

Die tiefen Kurse seien aber eine gute Gelegenheit, um einzusteigen. Er empfiehlt Aktien von gesunden Unternehmen mit guter Dividende. Ein Goldförderer, der sich diese Woche am EGF in Zürich präsentiert hat und diesen Kriterien entspricht, ist Nordgold. Das seit Anfang Jahr in London kotierte Unternehmen besitzt Minen in der früheren Sowjetunion (Russland und Kasachstan) und in Westafrika (Guinea und Burkina Faso). 25% des Gewinns will es an die Aktionäre weitergeben, was zurzeit eine Dividendenrendite von über 2% ergäbe – mehr, als vergleichbare Gesellschaften zahlen.

Noch nicht ganz so weit ist Romarco Minerals. Das kanadische Unternehmen entwickelt Goldprojekte in den US-Bundesstaaten South und North Carolina. Zurzeit werden die letzten Bewilligungen erwartet. Nächstes Jahr soll die erste Mine gebaut und 2014 mit der Förderung begonnen werden. Dass die Gesellschaft dereinst nicht für einen Schnäppchenpreis von einem grossen Goldförderer übernommen wird, dafür werden die illustren Namen im Romarco-Aktionariat sorgen – etwa BlackRock, Fidelity, Franklin Templeton oder Oppenheimer.

## Silber im Schatten von Gold

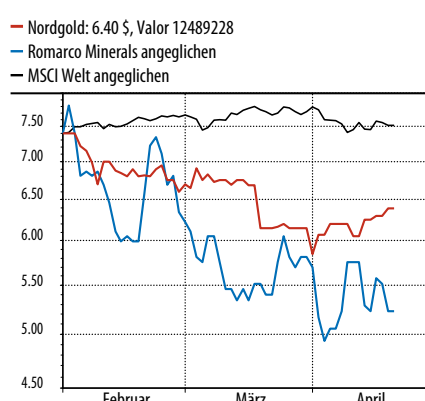
Einen selbstbewussten Auftritt hatte in Zürich Endeavour Silver. Zwar steht Silber immer noch im Schatten seines edleren Bruders Gold, doch das kanadische Unternehmen verweist mit Nachdruck darauf, dass immer mehr Leute Silber nicht nur als Besteck, sondern auch als reines Investment entdecken (vgl. Grafik). Endeavour machte am vergangenen Sonntag mit der Übernahme der El-Cubo-Mine in Mexiko von Aurico Gold von sich reden. Damit ist sie quasi über Nacht von einem Junior- zu einem mittelgrossen Silberproduzenten aufgestiegen.

Einen Rückschlag musste dagegen Orko Silver, ein anderes ambitioniertes kanadisches Juniorunternehmen, hinnehmen. Anfang April ist nämlich Pan American Silver aus dem vielversprechenden La-Preciosa-Projekt in Mexiko ausgestiegen. In Zürich versuchte Orko die verunsicherten Anleger mit der Botschaft zu beruhigen, dass bereits andere Partner bereitstünden, um das Projekt zur Produktionsreife zu entwickeln. Wer das ist, soll spätestens in einem Jahr bekannt sein.

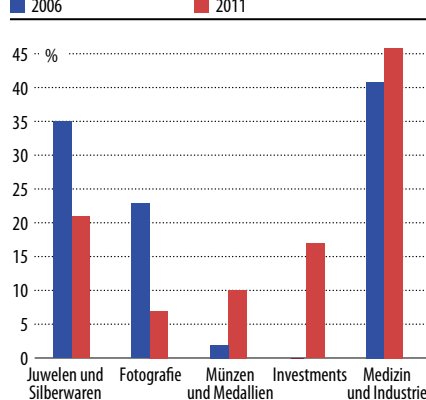
### Gold- und Silberpreis



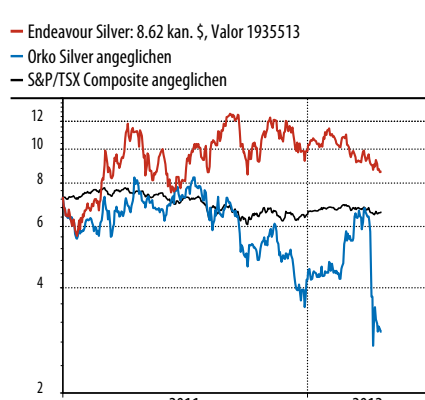
### Nordgold



### Verwendung von Silber



### Endeavour Silver



Jeremy Baker: «Saudi-Arabien ist der **Supplier of Last Resort**, also der letztinstanzliche Ölförderer.»

# «Das iranische Öl fehlt»

JEREMY BAKER Der Harcourt-Strategie erklärt die Probleme im globalen Öl- und Metallangebot

Die strukturelle Hausse in Rohstoffen geht weiter, davon ist Jeremy Baker, Rohstoff-Investmentstrategie von Harcourt Investment Consulting, überzeugt. In Metallen werde die Nachfrage Chinas auch bei einem abflachenden Wirtschaftswachstum riesig bleiben, und in Rohöl fehle in den nächsten Jahren schlichtweg das Potenzial für eine deutliche Ausdehnung des Angebots.

Jeremy Baker ist seit Ende 2007 bei Harcourt Investment Consulting verantwortlich für die Investitionsstrategien der Rohstoff-Hedge-Funds. Er begann seine Karriere in der Ölindustrie 1991 als Taucher und Tiefsee-Schweisstechniker. Danach folgte die Mitarbeit an grossen Bau- und Offshoreprojekten sowie die Arbeit für eine Ölfeldservicegesellschaft als Spezialist für Tiefseeinspektion und -unterhalt. 1997 wechselte er in die Bankbranche. Baker schreibt regelmässig für die «Finanz und Wirtschaft» Rohstoffberichte.

Herr Baker, seit Anfang Jahr hat Benzin die grösste Wertsteigerung unter den Rohstoffen erfahren, Erdgas die grössten Verluste. Nimmt die Diskrepanz weiter zu? Die fundamentalen Faktoren, die den Gaspreis belasten, dürften sich nicht so schnell verändern. Das Angebot wird weiterhin steigen. Es ist schwierig zu beurteilen, wie tief die Preise sinken werden, aber es besteht weiteres Potenzial für Einbussen. Die Nachfrage hat zwar auch etwas zugenommen, aber damit die Konsumenten in grösserem Stil von Kohle auf Gas umsteigen, müssen die Preise während einer längeren Periode tief sein.

Die Gasförderung wurde mit dem hydraulischen Sprengen von Gestein durch Fracking deutlich erhöht. Ist in der Ölproduktion eine ähnliche Entwicklung denkbar? In Nordamerika gibt es in Erdgas ein grosses Überangebot, da die neuen Technologien den Zugang zu riesigen Reservaten ermöglichen. Horizontalbohrtechnik und Multi-Fracking erlauben es, ein Feld mit einer geringeren Anzahl von Bohrungen zu erschliessen. Die gleiche Technologie wurde auch schon für Ölschiefer angewandt, deshalb ist in den USA in den letzten Jahren auch die Ölproduktion gestiegen. Diese Technik weckt jedoch auch Bedenken wegen einer allfälligen Verschmutzung des Grundwassers.

Weshalb ist der Preis des europäischen Brent-Rohöls deutlich mehr gestiegen als die Notierung der US-Sorte WTI? WTI ist landlocked – es kann nicht exportiert werden. In den USA und Kanada ist die Ölproduktion gestiegen. Dieses Öl fliesst im Lagerterminal in Cushing im US-Bundesstaat Oklahoma zusammen. Die Verteilung ab Cushing ist nicht effizient. Ein Überschuss im Angebot hat zu der Contango-Struktur (längerlaufende Kontrakte sind günstiger als prompte, Anm. d.

Red.) in WTI geführt. WTI kann nicht fliesen, bis wichtige Pipelines an die Küste in Betrieb genommen werden können, was ab dem Sommer der Fall sein wird. Kommt dann deutlich mehr WTI auf den internationalen Markt – bis 2013 rund 400 000 Fass pro Tag –, dürfte sich die Preisdifferenz abflachen. Brent ist wegen seiner Verfügbarkeit für die internationalen Märkte effizienter als WTI.

Wie sieht es mit der politischen Risikoprämie aus?

Die Produktion im Iran ist in den letzten Monaten von 4,2 auf 3,6 Mio. Fass pro Tag zurückgegangen, und es wird erwartet, dass sie auf 3,3 Mio. Fass sinkt. Die Sanktionen greifen und haben eine massive Auswirkung auf den Iran. Dieses Öl fehlt dem globalen Angebot. Die politische Situation im Irak ist nach wie vor instabil, und die Erwartungen, die man seit 2003 in die irakische Produktion setzte, wurden

*Wir haben den Angebotschock in Öl, der früher oder später eintreten wird, noch nicht gesehen.*

jedes Mal enttäuscht. Wir haben den Angebotschock, der früher oder später eintreten wird, noch nicht gesehen. Er wird beträchtliche Folgen haben, da es nicht genügend Reservekapazitäten gibt.

Saudi-Arabien hat prominent angekündigt, für das fehlende Angebot aufzukommen, um die Ölmärkte zu stabilisieren. Die Opec-Reservekapazität wird mit 2 bis 3 Mio. Fass angegeben. In Realität dürfte sie deutlich tiefer sein. Viel wird von den Saudis abhängen, aber Experten bezweifeln, ob Saudi-Arabien über eine längere Zeit 10,5 oder 11 Mio. Fass fördern kann. Das Land hat das in der Vergangenheit noch nie gemacht.

Verfügt wirklich nur Saudi-Arabien über freie Förderkapazitäten?

Andere Opec-Länder können allenfalls einen kleinen Beitrag leisten, aber Saudi-Arabien ist der Supplier of Last Resort, also der letztinstanzliche Ölförderer. Die Höhe der Reservekapazitäten und von welcher Seite der Angebotschock ausgelöst werden wird, sind zurzeit die Hauptfragen. Ausserhalb der Opec ist nicht viel zu erwarten. Die USA haben zwar hohe Lager, aber diese können höchstens eine kurzfristige Pufferfunktion übernehmen.

Was ist von der immer wieder aufflackernden Diskussion über die Freigabe strategischer Reserven zu halten? Das ist letztendlich eine politische Diskussion, besonders in einem Wahljahr. Ein

hoher Ölpreis ist für jede Regierung schlecht für die Wiederwahl.

*Gibt es Faktoren, die das fragile Gleichgewicht an den internationalen Ölmärkten nachhaltig verändern könnten?*

Würden im Irak und Iran plötzlich prowestliche Regierungen an die Macht kommen, hätten wir eine ganz neue Situation. Die Rohöl- und Gasvorkommen in diesen zwei Ländern sind riesig. Würden westliche Unternehmen investieren, könnte das Angebot massiv ausgedehnt werden.

*Welchen Ölpreis kann die Weltwirtschaft noch ertragen, ohne dass die Demand Destruction, also die Nachfragezerstörung, einsetzt?*

Verharrt der Ölpreis während ein bis zwei Monaten auf 130 \$ oder mehr, ist das bestimmt ungesund für die Weltwirtschaft – aber auch die heutigen Niveaus sind hoch. Der Preiseinfluss ist zudem von Region zu Region verschieden: Die USA leiden stärker unter steigenden Preisen; in Europa wirkt sich ein Anstieg wegen der hohen Steuerbelastung weniger heftig aus. China wird wahrscheinlich Öl zu fast jedem Preis importieren. Dort und in anderen Schwellenländern wird der direkte Einfluss von Preissteigerungen für den Konsumenten jedoch durch Subventionen abgefedert. Stetige Preissteigerungen sind zudem weniger schlimm als schockartige, da die Nachfrager Zeit haben, zu substituieren, wobei die Alternativen begrenzt sind.

*Werden die Preise für Basismetalle künftig statt nur von Chinas Bedarf auch vom Angebot bestimmt?*

Ja. Einerseits wird der Bedarf Chinas, das für viele Metalle der weitaus grösste Nachfrager ist, hoch bleiben. Das ist auch der Fall, wenn die chinesische Wirtschaft sich hin zu mehr inländischem Konsum entwickelt. Zudem wird dieses Rebalancing Jahre dauern. Andererseits sind die Schätzungen der Analysten in Bezug auf die neue Metallproduktion – zum Beispiel von Kupfer – seit Jahren regelmässig zu hoch.

Weshalb?

Die Inbetriebnahme einer Mine dauert meist viel länger als geplant. Es gibt immer wieder technische Probleme. Dazu kommen Umweltbelange und Schwierigkeiten mit den Minengewerkschaften, wie Streiks. Das prognostizierte Angebot wird auf den Markt kommen, aber mit jahrelanger Verzögerung.

*Wird der Preis von Kupfer, eines der von Investoren bevorzugten Basismetalle, weiter steigen?*

Ja, zumindest bis das neue Angebot in einigen Jahren wirklich da ist. Aber Zink oder Blei könnten interessanter sein. Dort investieren die Unternehmen zu wenig.

INTERVIEW: ELISABETH TESTER