

Goldminen versus Goldbarren

Der Goldpreis wird von zahlreichen angebots- und nachfragespezifischen Faktoren beeinflusst. Gold weist seit jeher eine starke negative Korrelation mit dem US-Dollar und den Preisen der US-Schatzanleihen auf. Darüber hinaus betrachten viele Anleger Goldbarren aufgrund des mangelnden Ausfallrisikos als Anlage mit einem geringen Risiko. Die Schmuckherstellung ist eine weitere grosse und wachsende Nachfragequelle. Zudem beflügelt das Wachstum der alternativen Anlagen die Arbitragegeschäfte und das Carry-Trading und sorgt somit für neue Nachfrage. Auf der Angebotsseite bestimmen vor allem die Goldproduktion bestehender und zukünftiger Minen, der Markt für Altgold und die Verkaufsaktivitäten der Zentralbanken das Bild.

Im Jahr 2004 verringerte sich die Goldproduktion der Minen um rund 4,9%, und das Angebot an Altgold ging um 11,8% zurück. Dagegen stieg die Nachfrage von seiten der Schmuckbranche um 5,2%. Der Goldpreis liegt trotz seines jüngsten Anstiegs am unteren Ende seiner historischen Spanne. Nach heutigen Massstäben hätte eine Feinunze Gold Anfang der 80er Jahre rund 1300 US\$ gekostet. All dies verspricht eine gute Entwicklung des Goldpreises in der Zukunft.

Betrachten wir nun die Goldminen. Ihr Geschäft besteht schlicht und einfach in der Goldförderung. Sie tragen dementsprechend Explorationskosten, zu denen sich nach erfolgreicher Exploration noch die Förderkosten addieren. Die Höhe dieser Kosten und ihre Entwicklungsperspektiven spielen bei der Bewertung der Goldunternehmen eine wichtige Rolle.

Infolge des stetigen Rückgangs der realen Goldpreise in den letzten 20 Jahren hat die Exploration neuer Goldminen ab-

genommen. Obwohl die in der jüngeren Vergangenheit in Betrieb genommenen Minen grösser sind als ihre Vorgängerinnen, ist das neu entstehende Förderpotential noch immer geringer als früher. Obwohl die Beziehung zwischen Goldaktien und Goldpreis äusserst stark ist, notieren Goldaktien im Verhältnis zum Goldpreis derzeit etwa drei Standardabweichungen unter dem normalen Wert.

Die Rentabilität einer Mininggesellschaft hängt stark vom Goldpreis ab, es sei denn, das Unternehmen hat den überwiegenden Teil seiner künftigen Produktion bis weit in die Zukunft abgesichert. Bei Barkosten von 330 US\$ pro Unze (die geschätzten Durchschnittskosten der grossen Goldkonzerne im letzten Jahr) und einem Goldpreis von 340 US\$ pro Unze verdient ein Unternehmen 10 US\$ pro Unze. Steigt der Goldpreis jedoch um 3% auf 350 US\$ pro Unze, verdoppelt sich der Gewinn.

Es scheint, als ob die Anleger Gold (anstelle von Goldaktien) nicht wegen des vergleichsweise günstigen Preises kaufen. Ein Anleger, der eine Anlage mit Wertpotential sucht, wird versuchen, genau das Gegenteil zu tun. J.M. Keynes stellte in einem berühmten Ausspruch fest, dass Märkte länger irrational bleiben könnten, als man selbst solvent. Anomalien können sich also durchaus längere Zeit halten und sind zunächst nicht von einer normalen Veränderung der Bedingungen zu unterscheiden. Nichtsdestotrotz: Anleger, die hohe langfristige Renditen anstreben und in Gold oder Goldaktien investieren möchten und denen sich zwei mögliche Anlagen bieten – eine, die im historischen Vergleich günstig, und eine andere, die historisch teuer erscheint – werden eher dazu neigen, die letztere der beiden eingehend zu prüfen.

exploration and, although mines recently commissioned are larger than the industry's early mines, the capacity coming on line is still not what it used to be. There is actually an "aging" of mine capacity going on. In addition to this, the weakness over recent years in the US dollar relative to the production currencies, the Australian dollar and the rand, has pushed the industry's extraction costs expressed in US dollars per ounce higher. Although this trend appears to have reversed over the past few months, this is still a factor when we compare the situation a couple of years ago to today. Add to that the fact that the prices of steel, cement, explosives and labour have been creeping upwards, and the margin picture begins to look bleak. One more factor which has been a problem for miners in the recent past is that gold has not kept up with oil price rises. Particularly energy intensive low-grade mining has suffered from these increased input costs.

This has meant that over the recent past, mining stocks have underper-

formed gold prices, leaving them historically cheap. In fact, gold shares are currently trading some three standard deviations below their normal relationship with the gold price, despite the fact that the relationship is very strong.

The profitability of a miner (unless the company has hedged a very large portion of its future production a long way forward) is highly geared to the gold price: A company with cash costs per ounce of US\$ 330 (the estimated average for the majors last year) will make US\$ 10 per ounce at a gold price of US\$ 340 per ounce, but double that if gold prices rise by 3% to US\$ 350 per ounce. Although this effect is well known and therefore reflected in the prices of the stocks, it is currently less valued than has been normal over the past 20 years. Even bearing in mind that individual gold miners operating in specific regions and implementing specific strategies face different challenges and large global majors face different markets and growth opportu-

nities from small ventures, there seems to be an anomaly here.

Not all gold miners are being more optimistic about their reserves now than five or ten years ago, and currency movements do not fully explain this and neither do falling profit margin expectations. It seems that investors are buying gold (instead of gold shares) for reasons other than relative cheapness. An investor looking for value will look for opportunities to do the opposite.

As J.M. Keynes famously observed, markets can remain irrational longer than a person can remain solvent. Anomalies can persist for long periods of time and are initially indistinguishable from changes in reality. Nevertheless, an investor seeking strong long-term returns and looking to add gold or gold stocks to her portfolio, faced with the opportunity of buying an investment that looks historically cheap or one that looks historically expensive, will be inclined to look most carefully indeed at the latter. ■