

Vortrag von Ferdinand Lips im Finanz & Wirtschafts Club
vom 23. Juni 1993

"WAS FÜR HÖHERE GOLDPREISE SPRICHT"

Die Goldbaisse der 80er Jahre ist vorbei. Wir stehen am Anfang einer langfristigen Goldhausse. Es gibt sogar Leute wie Richard Russell, die behaupten, dass die Goldbaisse eigentlich schon im Februar 1985, als der Preis auf \$ 285 fiel, zu Ende war. Gemäss seiner Theorie begann dann die erste Phase eines neuen Gold Bullmarktes, der im Dezember 1987 bei einem Preis von \$ 499.75 zu Ende war. Die erste Phase ist immer eine Phase, bei der nur die weitsichtigsten Profis, die gewöhnlich sehr früh sind, zu akkumulieren beginnen. Dagegen ist das Publikum völlig desinteressiert.

Anschliessend folgte eine sechsjährige Korrektur, welche im März 1993 bei \$ 326 endete.

Seither befinden wir uns in der zweiten Phase der Hausse, welche auch gewöhnlich die längste ist. In dieser Phase steigen die Profis ein und erwerben grosse Positionen. Dies ist auch die Phase, in der die Stimmung des Publikums dreht und das Publikum allmählich in den Markt einsteigt. Da der Markt sechs lange Jahre korrigiert hat, dürfte die gegenwärtige Phase ziemlich dramatische Formen annehmen und zwar nach oben.

Am Schluss kommt dann die dritte und letzte Phase. Das ist dann der Moment, während dem die Spekulation überhand nimmt und das Publikum, oft aufgrund wildester Gerüchte, mit beiden Händen und Füßen in den Markt einsteigt, wie z.B. 1979-1980. Diese Phase ist jetzt noch weit entfernt, aber wir werden sie erleben.

Aber warum soll denn Gold steigen, wenn doch die vielzitierte Inflation in vielen Ländern scheinbar unter Kontrolle ist?

Dafür gibt es einen überragenden Grund, nämlich die Angebot-/Nachfragesituation, welche äusserst brisant ist und allein schon für höhere Goldpreise sorgen dürfte. Aus der Minenproduktion und Verarbeitung von Scrap kommen momentan ca. 2200 T auf den Markt, während die Nachfrage bei ca. 3500 T liegt.

Der World Gold Council hat kürzlich bekanntgegeben, dass die Goldnachfrage im 1. Quartal 1993 um 24 % gestiegen ist. Dabei ist vor allem die Nachfrage aus China sehr gross, dessen Wirtschaft zweistellige Wachstumsraten aufweist. Die Chinesen haben historisch dem Papiergeld nie getraut und da ihre Währung recht schwach ist und es weder einen Aktien- noch einen Obligationenmarkt gibt, weichen die Chinesen ins Gold aus, das sie sowieso schon seit Jahrtausenden lieben und schätzen.

Indien hat kürzlich Importrestriktionen aufgehoben und die Importe sind um 93 % auf 114 Tonnen gestiegen.

Goldkonsum der Schmuckindustrie

1984	1200 Tonnen
1988	1500 Tonnen
1990	2000 Tonnen plus
1991	2100 Tonnen
1992	etwas weniger als 2500 Tonnen

Wenn die Zentralbanken 1992 nicht 600 T verkauft und die Minengesellschaften nicht Hunderte von Tonnen auf Termin verkauft hätten, dann hätte das Defizit um die 1300 bis 1500 betragen. Nicht zu vergessen sind auch russische und irakische Verkäufe, die sich nicht wiederholen dürften.

Wie wird sich dieses Defizit in Zukunft entwickeln?

Es ist damit zu rechnen, dass sich die Minenproduktion in den nächsten Jahren nicht mehr stark steigern lässt. Besonders in Nordamerika haben es die Minen aus Gründen der Oekologie immer schwerer, neue Projekte in Angriff zu nehmen. Südafrika kann auch nicht mehr produzieren. Würden die Preise bleiben, wie sie sind, so müssten sogar viele Minen geschlossen werden.

Die Zentralbanken gaben das Signal zum Einstieg

Nachdem die holländische Zentralbank 400 T Gold verkaufte, ohne dass dies den Markt auch nur im geringsten erschütterte, kamen scharf überlegende, erfahrene Investoren zum Schluss, dass es für dieses Gold auch einen Käufer gegeben haben muss. Wenn also Zentralbankverkäufe, wie diejenigen von Belgien, Kanada und Holland diesen Markt nicht mehr zu erschüttern vermögen, dann ist dies ein Beweis von Stärke.

Werden die Zentralbanken weiter verkaufen? Viele Zentralbanken kamen in den letzten Jahren immer wieder unter Druck und mussten ihre schwach werdenden Währungen verteidigen. Aus der einfältigen Ueberlegung heraus, dass Gold keinen Ertrag abwirft, griffen sie dann zu ihrem wertvollsten Gut, dem Gold. Mit andern Worten, sie begannen das Familiensilber zu verscherbeln. In der Zwischenzeit haben sie allerdings auf peinliche Art und Weise erfahren, dass Gold eben auch steigen kann, vor allem wenn das Publikum unter dem Eindruck dauernder Abwertungen immer mehr das Vertrauen in das Papiergeld verliert. Dies war auch die Meinung zahlreicher Experten anlässlich der kürzlichen Weltgold Konferenz der Financial Times in Istanbul.

Die meisten Anleger haben auch kein Gold mehr. Die Schweizer Banken hielten früher für ihre Kunden 20 %. Dann reduzierten sie auf 10 % und später auf 5 %. Da hier ein allmähliches Umdenken einsetzt, werden auch sie kaum mehr als Verkäufer auftreten, im Gegenteil, sehen sie sich rein aus Performancegründen gezwungen, mit dabei zu sein.

Aber auch die Minen werden allmählich von ihren Hedgeoperationen abkommen. Wenn der Preis weiter steigt, kommen einige von ihnen sogar in die Klemme. Sollte der Preis auf \$ 420 steigen, könnte die Situation für einige von ihnen sogar sehr ungemütlich werden. Leider geben die Gesellschaften in ihren Geschäftsberichten sehr wenig oder gar keine Auskunft über ihre Hedgepositionen, so dass es genaueste Kenntnis der Gesellschaften erfordert, um zu wissen, welche Aktien man kaufen kann und welche nicht. Aber grundsätzlich kann man sagen, dass auch von dieser Seite kein grösserer Druck mehr zu erwarten ist. Da die Herren Minendirektoren mit ihren Aktionären rechnen müssen, wenn sie falsch disponiert haben, ist anzunehmen, dass ihnen ihre Stellungen wichtiger sind und sie eher dazu übergehen, wieder einzudecken. Also auch von dieser Seite her kein Druck mehr.

Sie sehen also, dass wir es heute mit einer völlig veränderten Marktlage zu tun haben und diese allein schon für einen höheren Preis sorgen dürfte.

Weltweite Reflation ist zu erwarten

Bis vor kurzem haben die meisten Regierungen und vor allem die Zentralbanken versucht, die Inflation zu bekämpfen, die Bundesbank am längsten. Das Resultat ist Stagnation, wachsende Arbeitslosigkeit und Soziallasten, welche kein Land mehr vermag. Steigende Schulden und ein Wirtschaftswachstum das unter der Inflationsrate liegt, kann sich kein Politiker auf die Dauer erlauben.

Reflation ist deshalb "in", um der Wirtschaft zu helfen Arbeitsplätze zu schaffen, Exporte zu fördern, was sie wollen. Japan schaufelt Milliarden in die Wirtschaft, Deutschland erhöht die Ausgaben massiv, bald müssen die Zinsen noch mehr gesenkt werden. Die USA haben damit schon lange begonnen. Ausgaben und Defizite wachsen täglich, das Haushaltsdefizit sogar um \$ 1,3 Mrd. pro Tag. England, Australien, Neuseeland, alle tun dasselbe.

Reflation ist das süßere Wort als Austerität. Hätten die G7 Länder nicht reflationiert, so wären wir schon lange im weltweiten Bankrott. Reflation auf monetärem Weg bringt aber die Wirtschaft nicht unbedingt in Schwung, höchstens die Finanzmärkte. Man kann die Pferde an die Tränke führen, aber man kann sie nicht zum Saufen zwingen. Die Liquidität ging deshalb bisher in die Finanzmärkte, in die Obligationen und die Aktien. Eines Tages werden die Preise der Güter wieder zu steigen beginnen, vor allem wenn die Reflation exzessiv wird.

Dann findet an den Finanzmärkten ein Umdenken statt. Ausser dem Fed wird dann niemand mehr \$ Bonds kaufen. Die Aktien können auch nicht ohne Unterlass steigen, denn ihre Kurse müssten ja irgendwie durch zukünftige Gewinne gerechtfertigt sein.

Sehen Sie, Clinton ist gewählt worden, um Arbeitsplätze zu schaffen. Es wird ihm nicht gelingen. Ganz einfach deshalb nicht, weil die grossen Gesellschaften Leute entlassen und der Staat den kleinen Gesellschaften zu viele Schwierigkeiten in den Weg legt, so dass sie aufgeben müssen. Wenn Clinton dies sieht, dann muss er handeln und es wird zu der vorher erwähnten exzessiven Geldpolitik kommen.

Die Goldbaisse ist deshalb vorbei und es wird zu einer Verlagerung von Finanz- in Sachwerte kommen. Jetzt muss man sich nur mal vorstellen, was passiert, wenn die enormen Liquiditäten an den Finanzmärkten sich auf das Gold werfen. Der Goldmarkt ist nämlich eine sehr kleine Angelegenheit. Die Börsenkapitalisierung aller Goldminen beträgt ca. \$ 40 Mrd., d.h. ungefähr so viel wie McDonalds, eine einzige Dow Gesellschaft. Von diesen \$ 40 Mrd. sind mindestens \$ 20 Mrd. in festen Händen, so dass wir von höchstens \$ 20 Mrd. sprechen. Man muss sich vor Augen halten, dass allein an den Devisenmärkten jeden Tag \$ 1000 Mrd. umgehen oder sich vorstellen, was passiert, wenn ein Investment-Fund \$ 1 Mrd. in Goldminen investieren will.

Goldaktien sind am interessantesten

Unter den Goldaktien sind die Südafrikaner die interessantesten und im Vergleich mit allen andern unterbewertet. Zum Beispiel ist die Börsenkapitalisierung von Newmont Mining und American Barrick zusammen gleich gross wie alle südafrikanischen Minen zusammen, deren Rendite auch viel höher ist, während die Rendite der beiden Nordamerikanern eine Fraktion von 1 % beträgt.

Allerdings kann man die Minen nicht wahllos kaufen. Wie eingangs erwähnt, haben viele Gold oder die zukünftige Goldproduktion auf Termin verkauft und dürften in Schwierigkeiten geraten, wenn das Metall anzieht. Man muss sich auf diesem Gebiet genau auskennen, insbesondere auf dem Gebiet der sogenannten Junior Minen, wo man nicht genau weiss, ob sie überhaupt Gold besitzen. Dies wird Sie an Mark Twain's Definition einer Mine erinnern: A hole in the ground with a liar on top.

Unsere Bank ist auf diesem Gebiet sehr erfahren und verfügt auch über ausgezeichnete Kontakte in der Branche. Unser interner Hausfonds war dieses Jahr ausserordentlich erfolgreich und ist bis Ende Mai über 106 % gestiegen. Sofern Sie dies wünschen, können wir Sie fachkundig beraten.

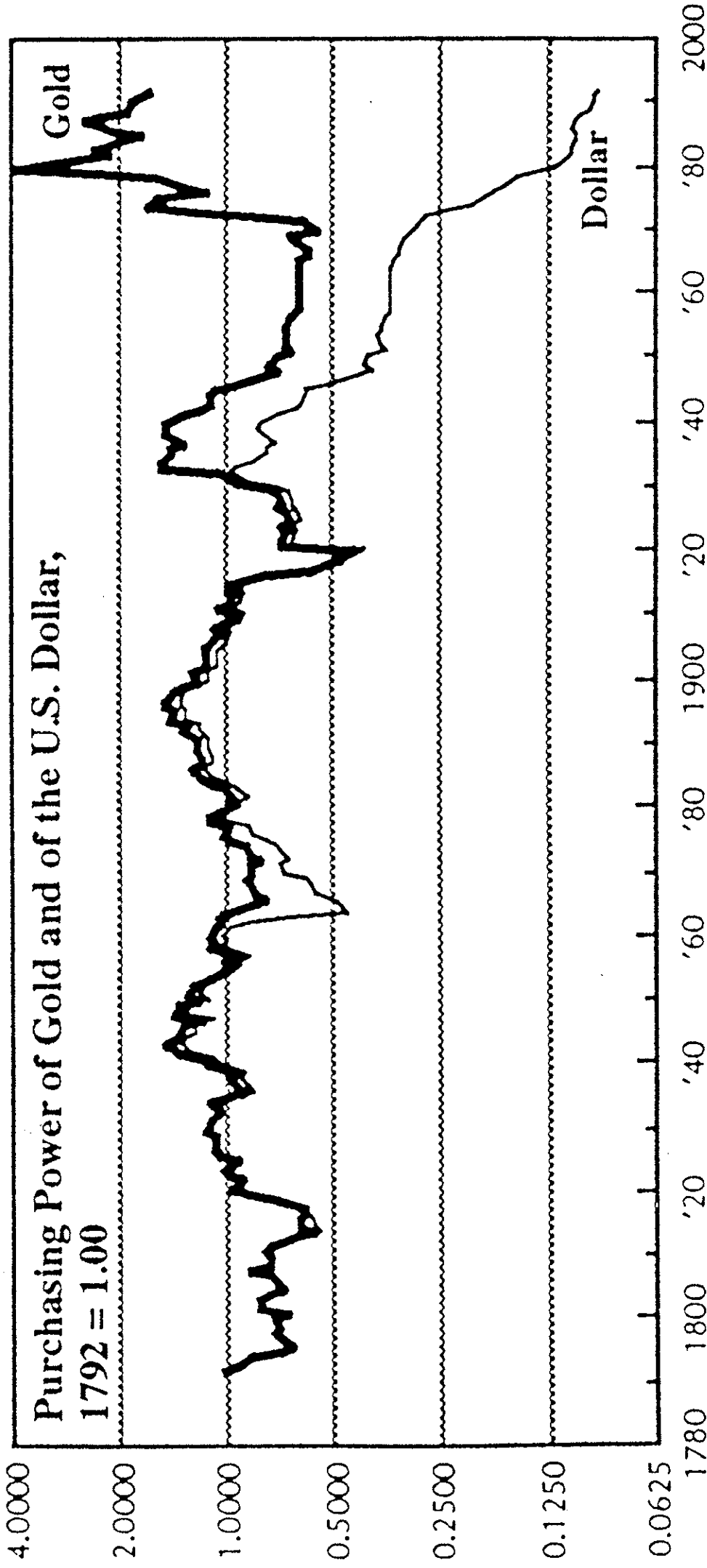
Abschliessend lassen Sie mich nochmals festhalten: Gold ist in einem neuen Bull Market, der lange andauern könnte, und zwar aus folgenden Gründen:

1. Die Angebot/Nachfragesituation ist äusserst brisant.
2. Wir befinden uns am Beginn einer weltweiten Reflation.

Schauen Sie aber bitte nicht wie gebannt auf die Inflation. Die Inflation ist im Moment nicht das Hauptproblem. Ein Aufflackern ist immer möglich. Aber für den Goldmarkt wäre dies so etwas wie die Glasur auf dem Kuchen, nicht mehr. Die viel grössere Gefahr besteht in der Möglichkeit einer schweren Deflation nach diesem Aufflackern.

Es handelt sich momentan immer noch um einen Markt, in dem erst die Profis engagiert sind. Die technische Situation ist sehr gesund. Die Hausse dürfte sehr lange dauern und es wird nicht mangeln an Angriffen auf das Gold, Rückschläge sind deshalb immer zu erwarten. Aber vergessen Sie nie:

"There is no fever like gold fever. Oder: es gibt kein grösseres Fieber als das Goldfieber!"



Note: On April 2, 1792, Congress established the dollar (then legally equivalent to 24.75 grains of pure gold) as the Nation's monetary unit. The changes in purchasing power shown in the chart were calculated from annual averages of the wholesale price index (source: U.S. Department of Labor) and the annual averages of the exchange ratio of dollars for gold. The precision of these data may be questioned, particularly with respect to the absolute level of the purchasing power of gold over long periods.

THE EMBEZZLED SAVINGS OF AMERICANS
(Billions of Dollars)*

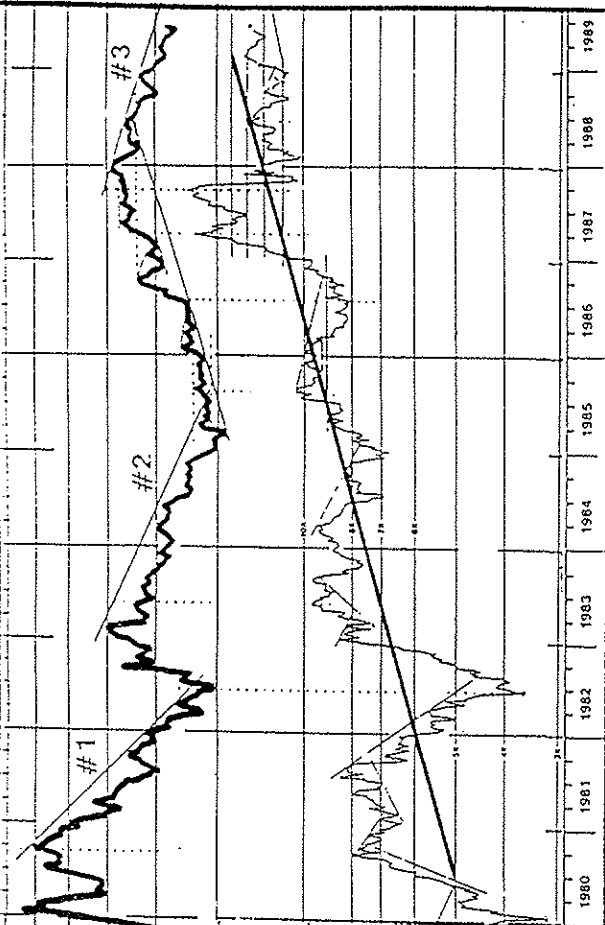
1	2	3	4	5
<i>During</i> <i>Year</i>	<i>Total</i> <i>Savings,</i> <i>Then-Current</i> <i>Dollars</i>	<i>Relative</i> <i>Purchasing</i> <i>Power</i> <i>of the Dollar</i>	<i>Savings</i> <i>Expressed</i> <i>in Today's</i> <i>Dollars</i>	<i>Loss of</i> <i>Real Wealth</i> <i>in Today's</i> <i>Dollars</i>
1939	\$127.8	100.0	\$1,314.81	\$-1,187.01
1940	11.9	99.3	121.56	-109.66
41	9.3	90.3	86.42	-77.12
42	23.3	82.8	198.58	-175.28
43	35.7	80.5	295.52	-259.82
44	41.7	78.7	337.43	-295.73
45	38.1	76.9	301.52	-263.42
46	17.5	65.1	117.24	-99.74
47	12.2	59.8	75.09	-62.89
48	7.7	58.1	46.02	-38.32
49	11.0	59.3	67.13	-56.13
1950	8.3	56.0	47.82	-39.52
51	18.1	52.8	98.38	-80.28
52	24.0	52.4	129.27	-105.31
53	20.4	52.0	109.38	-88.95
54	16.8	52.4	90.69	-73.88
55	24.6	52.2	132.41	-107.77
56	25.6	50.2	131.95	-106.39
57	24.8	49.3	125.79	-100.98
58	24.6	48.4	122.78	-98.14
59	30.9	47.6	151.27	-120.39
1960	26.2	47.0	126.57	-100.38
61	25.8	46.7	123.81	-98.02
62	36.5	46.1	172.71	-136.26
63	41.8	45.3	194.61	-152.86
64	49.9	44.9	230.59	-180.64
65	51.6	44.0	233.69	-182.10
66	55.0	42.5	240.21	-185.24
67	62.2	41.2	263.95	-201.72
68	61.5	39.4	249.32	-187.87
69	61.4	37.1	234.49	-173.11
1970	68.9	35.2	249.51	-180.56
71	88.4	34.1	309.78	-221.38
72	112.4	32.9	381.02	-268.59
73	134.7	30.3	419.97	-285.26
74	142.6	27.0	395.87	-253.22
75	155.8	25.2	404.21	-248.46
76	176.5	24.1	436.69	-260.23
77	212.1	22.5	492.03	-279.89
78	253.4	20.7	539.11	-285.71
79	290.2	18.3	545.01	-254.78
1980	298.5	16.2	498.25	-199.71
81	324.0	14.9	496.52	-172.48
82	374.8	14.3	553.07	-178.30
83	446.1	13.8	634.27	-188.18
84	566.6	13.3	775.03	-208.42
85	500.4	12.8	659.36	-159.00
86	470.1	12.7	612.78	-142.66
87	460.4	12.1	574.63	-114.23
88	580.2	11.6	693.47	-113.30
89	632.9	11.1	722.90	-90.01
1990	453.2	10.5	487.82	-34.66
91	373.4	10.2	390.01	-16.61
92	198.6	9.9	201.59	-2.99
Totals:	\$8,340.3		\$17,643.86	\$-9,303.56

* End of year.

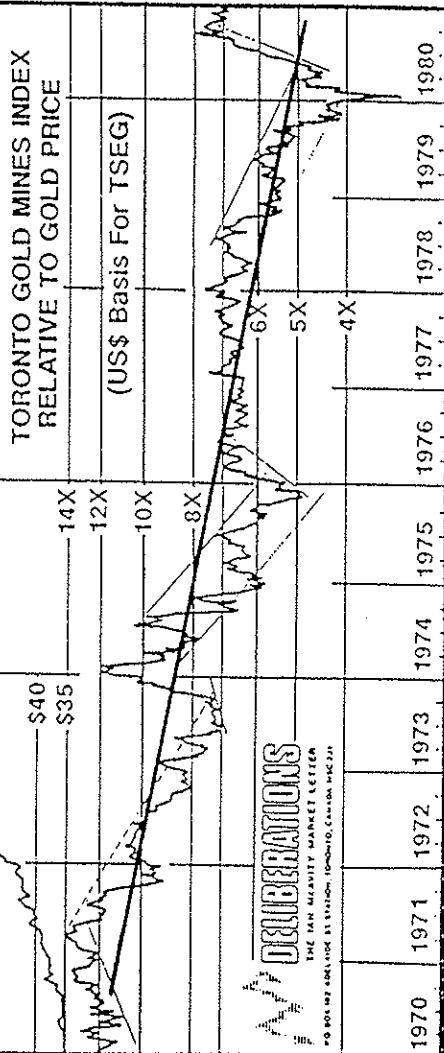
GOLD VERSUS GOLD SHARES

1970 / 1989 A History Lesson . . .

LONDON GOLD PRICE
(Weekly Average of PM Fix)



TORONTO GOLD MINES INDEX
RELATIVE TO GOLD PRICE
(US\$ Basis For TSEG)



DELIBERATIONS
THE VAN HEUVEN MARKET LETTER
PO BOX 47491 WILSON BLVD STATION 100 TORONTO, CANADA M2J 2J7

GOLD SHARES VS GOLD: The Actual Record (Debunking a myth....)

Almost a cliché, "everybody knows" that gold shares with their implicit profit leverage "must" be the better performer if the gold price itself makes a big move. (If gold runs from \$300 to \$400, for a 33% gain, a producer with costs of \$200/oz would enjoy a 100% jump in profits....that's the rationale). Well, history shows that this DID NOT OCCUR DURING THE 1970'S WHILE GOLD RAN FROM \$40 TO \$850 !!

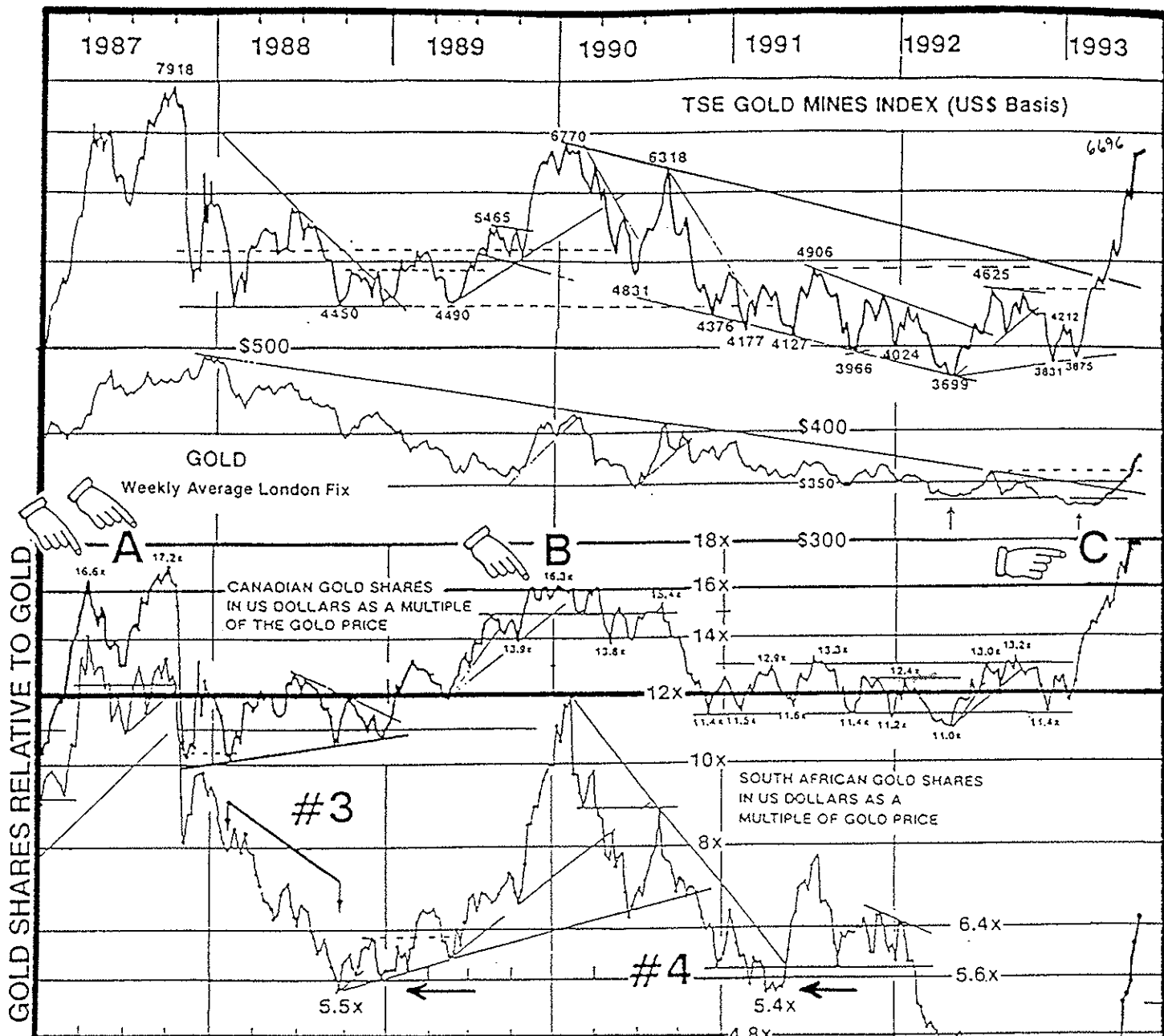
Between the watershed lows of 1957 (when the industry was being government subsidized to stay alive), the TSE Gold Shares to Gold ratio was down to 5.9x. It had climbed to 19.7x by 1968 as the gold pool operations were being abandoned, and free-trading in gold resumed.

This actual history shows that Gold Shares did not perform as well as the bullion price from 1971 thru 1980/82....slumping from 14x gold to 4x gold. It was as if "nobody believed the new price levels could hold." They did....

From the 1982 low extreme at 4x gold, gold share index consistently out-performed bullion, as the industry grew and became financially strong. The Index peaked in 1987 at 17.2x gold.

As shown on page 13, the ratio has been flat in a range of 11½x gold to 16x gold. The Index recently traded at 18.3x gold - higher than 1987's 17.2x peak. There's nothing to say the ratio can't go higher. It hit 20.5x in 1937; but a review of 60 years of past history indicates that there were 3 previous opportunities to trade gold shares for gold when the index was at or above 16x the gold price, and subsequently went below 6x the gold price where history says the shares were a better buy than bullion.

Since 1987, a range of 16x to 11½x has been demonstrated (on page 13). It was this study of the past that helped fuel my involvement back in 1983, (10 years ago now!) with Central Fund of Canada Ltd, the closed-end fund which only holds gold & silver. A tradeable share without the volatility of mining shares. (See disclosure box on page 13)



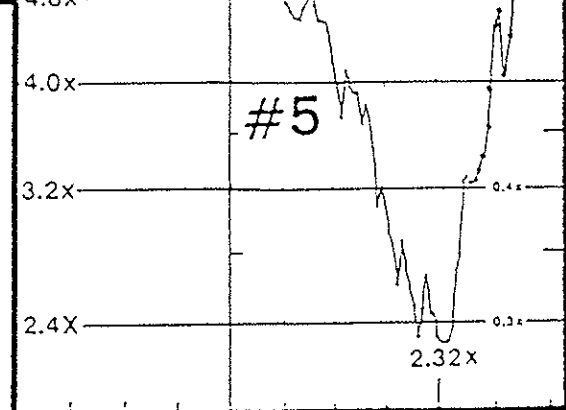
Updating this chart from last issue, current "C" on the Shares/Metal Ratio compared to tops at "A & B" is worrisome. If gold were \$478, the ratio would be 14x. The shares may be \$100/oz ahead of the metal !!

CLOSED-END PRECIOUS METAL FUNDS - NET ASSET VALUES

As of May 27, 1993 London PM Gold Fix : US\$ 374.75

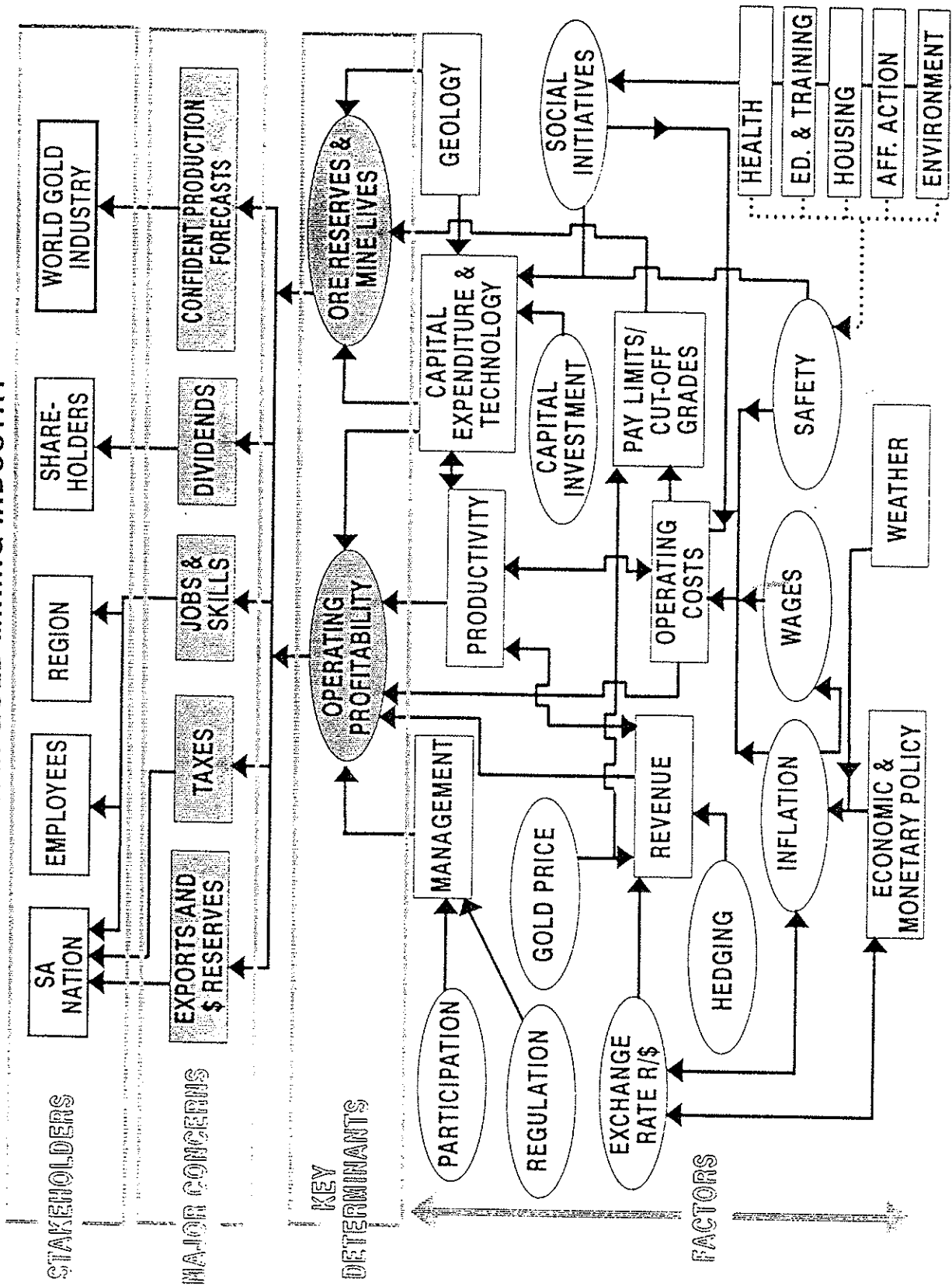
Stock Name	Listed	Market	N.A.V.	Market Disc/Prem
ASA Ltd	NY-ASA	US\$49.50	US\$51.77	-4.4%
-NAV adjusted by FR Discount:31%		US\$49.50	US\$35.71	+38.6%
Central Fund of Can*	T-CEF.A	C\$6.38	C\$6.01	+6.1%
-also listed	Amex-CEF	US\$5.13	US\$4.66	+10.0%
BGR Precious Metals	T-BPT	C\$11.50	C\$12.49	-7.9%

* Ian McAavity is a director, advisor to, and shareholder of Central Fund of Canada Ltd. As an "insider" under the law, no opinion or recommendation is intended by the inclusion of Central Fund in this table.



The South African golds have rebounded very smartly, but are still at one-half the levels reached in 1987. How much 'political risk' is built in? Physical platinum is a useful hedge...

A SYSTEM FOR EXPLORING THE OUTLOOK FOR THE SOUTH AFRICAN GOLD MINING INDUSTRY



GELD+FINANZ

Investieren in Gold

Gelbes Wunder Defizite als Anlass für Preishausse

Der jüngste Verkauf von 400 Tonnen Gold durch die niederländische Zentralbank sowie entsprechende Diskussionen über die Zukunft der Goldreserven der Schweizerischen Nationalbank (SNB) verunsichern die Anleger. Denn viele Investoren halten immer noch einen bestimmten Prozentsatz ihres Portefeuilles in gelbem Edelmetall.

Von Ferdinand Lips*

Zum erstenmal in über zehn Jahren liegen heute am Goldmarkt Angebots- und Nachfragefaktoren vor, welche zumindest zu einer Kursrholung führen könnten. 1992 war die Nettoweltgoldproduktion leicht niedriger als im Vorjahr, die Nachfrage von Fabrikantenseite, insbesondere aus dem Fernen Osten, dagegen noch nie so stark. Ausserdem steht die weltweite Short-Position von physischem Gold wahrscheinlich auf dem höchsten Stand, der je erreicht wurde. Sollte sich die Investment-Nachfrage aus irgendeinem Grunde erholen, sei es z.B. wegen einer unvorhergesehenen Krise oder dem Aufflackern inflationärer Erwartungen, dann könnte die Kombination von einer grossen Short-Position und grossen computerprogrammierten Commodity-Pools am Goldmarkt zu dramatischen Ausschlägen führen. Als Auslöser dazu wäre eine wachsende Inflationsangst infolge steigender Haushaltsdefizite durchaus denkbar.

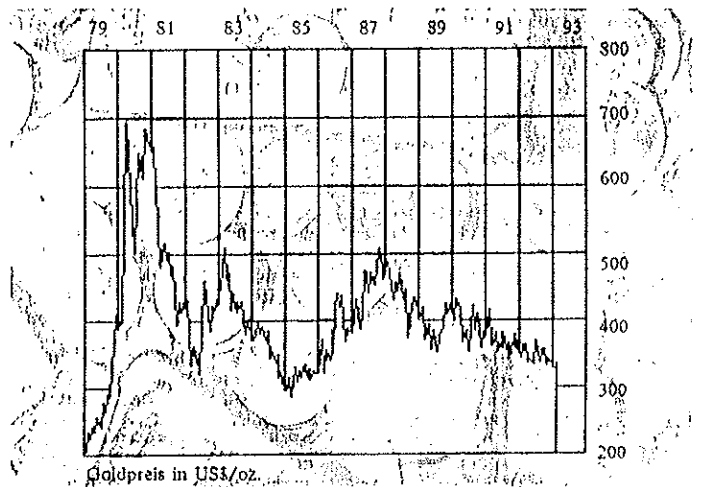
Buchgewinne entlasten Kapitalmarkt

Ein weiterer Punkt zugunsten des Goldes ist, dass ein hoher Goldpreis für jede Regierung mit hohen Goldreserven eine potentielle Bonanza erster Ordnung darstellt. Die Handlungen der Zentralbanken von Kanada, Bel-

gien und Holland zeugen deshalb nicht von grossem Weitblick. Die Goldreserven der US-Treasury stehen bekanntlich immer noch mit 42,22 Dollar pro Unze zu Buche. (Seit 1971 liegt die Bewertung der SNB bei 4596 Fr. pro Kilo Feingold.) Würden diese auf den gegenwärtigen Marktkurs aufgewertet, so entstünde dadurch ein unverhoffter Gewinn von 100 Mrd Dollar. Dies bedeutet, dass am Kapitalmarkt 100 Mrd Dollar weniger aufgenommen werden müssten. Die logische Folgerung ist, dass je höher der Goldpreis aufgewertet würde, desto grösser der Buchgewinn und desto niedriger die Belastung des Kapitalmarktes ausfiele. Je höher die Staatsdefizite steigen, um so zwingender bedürfen die Regierungen einer solchen Lösung. Es ist zudem eine leichte Lösung und sauber. Die Moral eines solchen Schrittes ist natürlich fragwürdig, aber wenn die Politiker dies einmal erfasst haben und auf den Geschmack gekommen sind, dann werden sie wahrscheinlich tun, was ihnen nützt.

Was für die USA zutrifft, kann auch den andern Länder recht sein. Zum Beispiel Deutschland: Auf der einen Seite hat Deutschland grosse Goldreserven und auf der andern Seite infolge der Wiedervereinigung einen riesigen Kapitalbedarf. Ebenso Russland, das verzweifelt Kapital sucht, um die Einführung der freien Marktwirtschaft erfolgreich durchzuführen. Da Russland einer der grössten Goldproduzenten der Welt ist, würde ein hoher Goldpreis den Russen nicht nur zum nötigen Geld verhelfen, sondern sie wären in dem Ausmass auch etwas weniger abhängig vom internationalen Kapitalmarkt. Man könnte die Liste der Länder endlos weiterführen. Sie alle müssten weniger borgen, und dies würde genügen, um die Kapitalmärkte zu entlasten und den Druck von den Zinssätzen wegzunehmen.

Aber abgesehen davon werden viele Investoren bald einmal zur Einsicht kommen, dass es kaum mehr Kapitalanlagen gibt, welche die nötige Sicherheit bieten. Immobilienmärkte sind auf lange Zeit uninteressant, die Aktienmärkte infolge Weltwirtschaftskrise nicht allzu attraktiv und zum Teil sogar gefährlich. Da zudem die Währungen in allen Himmelsrichtungen schwanken, dürfte am Schluss die Stunde des Goldes als bestes und bewährtestes Wertaufbewahrungsmittel doch noch schlagen. □



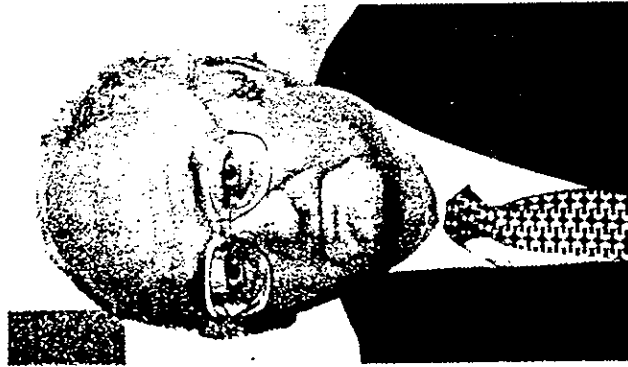
Erstmals seit zehn Jahren deuten die Angebots- und Nachfragefaktoren am Goldmarkt auf eine Kursrholung hin. (Foto «Handelszeitungs»-Archiv)

* Der Autor ist Generaldirektor der Bank Lips, Burkhardt AG in Zürich.

FuW-Interview

Zwingt Goldhaussa zu einer neuen Anlagepolitik?

«Die Aussichten für eine Fortsetzung der Goldhaussa sind gut»



Heute mit Ferdinand Lips
Teilhaber Bank Lips, Zürich

— Herr Lips. Gold ist seit kurzem in aller Munde. Hat sich etwas Fundamentales geändert?

Wie Sie sagen, das Sentiment ist sprunghaft gestiegen, weil grosse, bekannte Investoren wie George Soros nach dem Durchbruch der Unze über den Widerstand von 340 \$ sehr publikumswirksam eingestiegen sind. Die weiterhin sehr starke Erholung der Goldminenaktien auf leicht höhere Goldpreise ist ein gutes Zeichen.

— Sollen wir in Kürze viel höhere Goldpreise?

In diesem Umfeld ist alles möglich. Vergessen wir nicht, dass der Goldmarkt im Vergleich zum Volumen der weltweiten Finanzmärkte eine sehr kleine Grösse ist.

— Was spricht denn für das Gold angesichts des weltweit deflationären Umfeldes?

Wenn Sie einen langfristigen Goldchart mit der Entwicklung der realen kurzfristigen Dollar-Zinssätze vergleichen, dann sehen Sie die Antwort auf einen Blick. Während der siebziger Jahre hatten wir eine Goldhaussa dank negativer realer Dollar-Zinsen. Diese Entwicklung stoppte jäh Anfang der achtziger Jahre mit der von den USA indizierten und weltweit begleiteten antiinflationären Geldpolitik. Seit hier haben wir ein Umfeld mit hohen realen Zinsen. Nun sind wir aber wieder unter der Führung der Amerikaner am Aufbau der Liquidität und somit bei sinkenden realen Zinssätzen. In den USA wurden die realen Dreimonatssätze kürzlich erstmals seit elf Jahren wieder negativ. Die Nachzügler im Lockern der Geldpolitik rekrutieren sich aus dem DM-Block. Hier zeichnet sich in Deutschland aufgrund der schwachen europäischen Konjunktur und der Währungsprobleme innerhalb des Europäischen Währungssystems eine markante Änderung der Zentralbankpolitik zugunsten von Zinssenkungen ab. Damit verliert in nächster Zeit ein wichtiger Grund gegen höhere Goldpreise sukzessive an Bedeutung.

— Dann sind nur die realen Zinssätze zu beobachten, um die Entwicklung des Goldes einzuschätzen?

Sicher ist dies ein wichtiger Punkt. Es gibt aber eine ganze Reihe von Faktoren, die ebenfalls zu beachten sind. Die Angebots-/Nachfragesituation hat sich in den letzten beiden Jahren klar zugunsten des Goldes verschoben. Die Bewertung vieler Märkte, der Aktien- wie der Obligationenmärkte, hat mittlerweile viel an Attraktivität eingebüsst. Man schaut, wo es noch günstig bewertete Alternativen gibt. Die wirtschaftspolitische Änderung in den USA hin zu aktiveren staatlichen Eingriffen macht viele Investoren nervös. Die Aussichten stehen gut, dass nach vielen

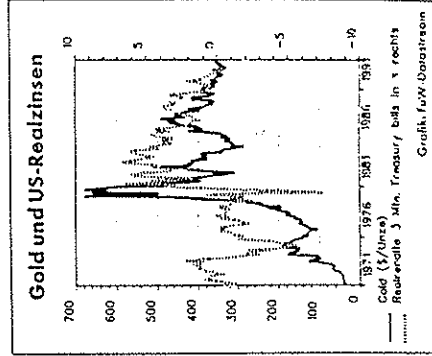
vergeblichen Anläufen zu einer Trendwende dieses Mal Gold wirklich für längere Zeit steigt. Allerdings dürfte es eine holprige Angelegenheit werden.

— In welcher Form beteiligen Sie sich am Aufschwung?

Wir kaufen in erster Linie erstklassige Goldminenaktien. Dabei diversifizieren wir in den drei wichtigsten Regionen Südafrika, Nordafrika und Australien. Ausgewählte Kandidaten sind Amgold, Vaal Reefs, Placer Dome, Newmont-Mining, Homestake. Als spekulative Beimischung kann man mit kleineren oder mit höheren Abbaukosten belasteten Minenaktien das Portefeuille ergänzen wie Crown Resources, Emperor Mines oder Durban Deep.

— An welchen Märkten sehen Sie ebenfalls Chancen im laufenden Jahr?

Die sehr schwache Konjunktur wird Europa noch deutlich tiefere Zinsen aufzwingen. Europäische Obligationen erachten wir daher als sehr attraktiv. Im Vordergrund steht der DM-Block. Wo die doch beträchtlichen Währungsrisiken ge-



scheit werden – wie z. B. Italien, Spanien, Frankreich –, können erwartete Senkungen der langfristigen Zinsen mit einer Kombination von Schweizerfranken-Festgeld und Optionen auf Staatsanleihen gespielt werden.

— Wie stufen Sie das Gewinnpotential der Aktienmärkte ein?

Das Umfeld der Zinsphantasie favorisiert die europäischen Börsen. Trotz miserabler Wirtschaftsnachrichten ermöglichen Zinssenkungen an den Börsen eine Höherbewertung. Daher bevorzugen wir auch zinssensitive Werte wie Banken und Versicherungen. Nach den starken Avancen ist kurzfristig die laufende Konsolidierung sehr gesund. Dem amerikanischen Markt stehen wir mit grosser Skepsis gegenüber. Da sind wir nur noch mit zinsabgesicherten Wandelanleihen und wandelbaren Vorzugsaktien aus dem zyklischen Bereich engagiert.

— Ist in Japan nach der dreijährigen Baisse die Trendwende erfolgt?

Die japanische Börse wird über Jahre Verdauungsarbeit zu leisten haben. In diesem Zeitraum wird es kurzfristig Tradingmöglichkeiten geben. Aber dem langfristigen Investor bieten andere Märkte deutlich bessere Risiko/Rendite-Möglichkeiten.

— Wie sieht momentan Ihr Musterportefeuille eines konservativen Anlegers aus?

Zu rund 50 bis 60% halten wir Obligationen und Festgelder in DMark, Schweizerfranken und Yen. Ca. 20 bis 30% legen wir weltweit in defensiven Wandelanleihen an. Der Aktienanteil beläuft sich noch auf 10%, ebenfalls Schwergewicht Europa. 5 bis 10% sind weltweit diversifiziert in Goldaktien. Schliesslich empfehlen wir 5 bis 10% Managed Futures/Heide Funds als sehr effiziente Diversifikationsmittel.

Interview: Peter Bohnenblust

BANK LIPS AG

Marktkommentar

Juni 1993

Gold ist wieder eine rege diskutierte Anlagealternative. Wer sachlich und sorgfältig die Fakten zusammenträgt, der kann auf die Beendigung des 13jährigen Abwärtstrends hoffen. Viele Marktteilnehmer meiden allerdings das gelbe Metall weiter. Sie erwarten, dass angesichts des strukturellen deflationären Druckes die Weltwirtschaft über Jahre von Inflation verschont bleiben wird und notfalls riesige Goldbestände in den Notenbankkellern auf eine Verkaufschance warten.

Traditionellerweise erzielen Goldaktien nach dem Höhepunkt einer Obligationenhausse und gegen Ende einer Aktienhausse die beste Performance. Dieser Zeitpunkt dürfte in den USA, Japan und ein paar andern Märkten bald erreicht sein. Noch nicht soweit sind die Europäer. Im Gegensatz zu praktisch allen Finanzinstrumenten weist Gold eine Unterbewertung auf, wenn man seinen realen Preis anhand von Inflationsraten und Zinssätzen bereinigt. Die Trendwende in der weltweiten Liquiditätsversorgung und die sinkenden realen Zinssätze verringern zusehends die Opportunitätskosten einer Goldinvestition.

Wir erwarten für die vor uns liegenden Jahre keine starke Erhöhung der Inflation. Trotzdem kann eine Abnahme des deflationären Druckes einen Einfluss auf Gold ausüben. Diese Entwicklung ist momentan festzustellen. Vorauseilende Inflationsindikatoren – zu den zuverlässigsten gehört das Gold – signalisieren eine Trendwende. Allerdings deutet eine seitwärts verlaufende Inflationsentwicklung auf absehbare Zeit auf eine gemässigte Neubewertung des Goldes hin.

Umfangreiche Goldverkäufe haben in den letzten Jahren eine für Gold positive Entwicklung der Angebots/Nachfrage-Situation kaschiert. Bereits 1990 überstieg die gesamte industrielle Nachfrage das westliche Minenangebot um 71 Tonnen. Dieser Nachfrageüberschuss stieg 1991 auf 212 und letztes Jahr gar auf 466 Tonnen. Konservative Schätzungen stellen den Überschuss in diesem Jahr auf 600 Tonnen. Die fundamentale Marktlage spricht für höhere Preise.

Gewiss, es liegen grosse Notenbankbestände zur Bekämpfung einer sogenannt spekulativen Goldhausse bereit. Aber wo sind letztendlich die Spekulanten zu suchen? Sind sie unter den Analysten, die aufgrund ihrer Untersuchungen des gesamten Umfeldes ihre Positionen in Gold aufbauen, oder sind sie unter jenen Politikern, die mit der Bekämpfung eines Symptoms (höhere Goldpreise) eine grundsätzliche wirtschafts- und währungspolitische Misere verdecken wollen?