

# Gold und Goldaktien in 2019: Erholung inmitten steigender Finanzmarktrisiken

Baker Steel Capital Managers LLP

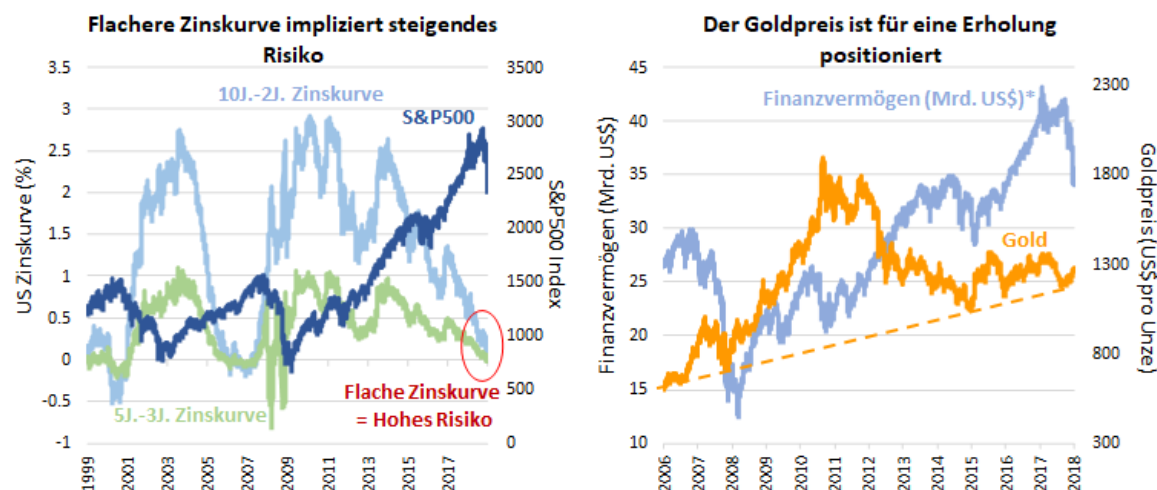
Januar 2019

An den globalen Finanzmärkten ist ein grundlegender Wandel im Gange. Das Jahr 2018 wurde von einem Anstieg der Finanzmarktrisiken definiert, welche durch die erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten und einem zunehmenden Pessimismus unter den Anlegern unterstrichen wurde. Während also die 10-jährige Ära der niedrigen Volatilität, der stabilen Aktienmarktrenditen und der bullischen Stimmung zu Ende geht, scheinen Gold- und Goldaktien für eine Erholung bereit zu sein, beeinflusst durch eine Reihe unterstützender makroökonomischer Treiber und eine steigende Nachfrage von Investoren, die vor einem unsicheren wirtschaftlichen Ausblick stehen und Schutz inmitten turbulenter Marktbedingungen suchen.

## Themen für den Goldsektor in 2019:

- Das steigende Finanzmarktrisiko ist ein wesentlicher Werttreiber für die Goldnachfrage.
- Die Realzinsen dürften niedrig bleiben, da sich der US-Zinserhöhungszyklus verlangsamt und der Inflationsdruck anhält.
- Die Ausweitung der Verschuldung ist ein wachsendes Problem für politische Entscheidungsträger und Investoren.
- Die Aussichten für den US-Dollar scheinen auf Abschwächung zu stehen.
- Goldaktien sind im Vergleich zu breiteren Märkten und zu historischen Sektorbewertungen unterbewertet.
- Reformen im Goldminensektor machen Goldaktien signifikant investierbarer als noch vor einigen Jahren.
- Geopolitische Spannungen zeigen keine Anzeichen von Nachlassen.

In den letzten Monaten des Jahres 2018 verschlechterten sich die Aussichten für die globalen Finanzmärkte. Die Marktbedingungen für den Edelmetallsektor scheinen sich jedoch zu verbessern. Zu den wichtigsten Themen für Investoren im Jahr 2019 gehört die Reaktion der Politiker auf ein nachlassendes Wirtschaftswachstum und ein steigendes Finanzmarktrisiko. Verschiedene Warnzeichen blinken an den Finanzmärkten, darunter die Abflachung der Zinsstrukturkurve, ein Indikator für die Verschärfung der Finanzbedingungen, der in der Vergangenheit eine unmittelbar bevorstehende Konjunkturabkühlung und eine steigende Volatilität bei historisch hohen Bewertungen der US-Aktienmärkte signalisierte.

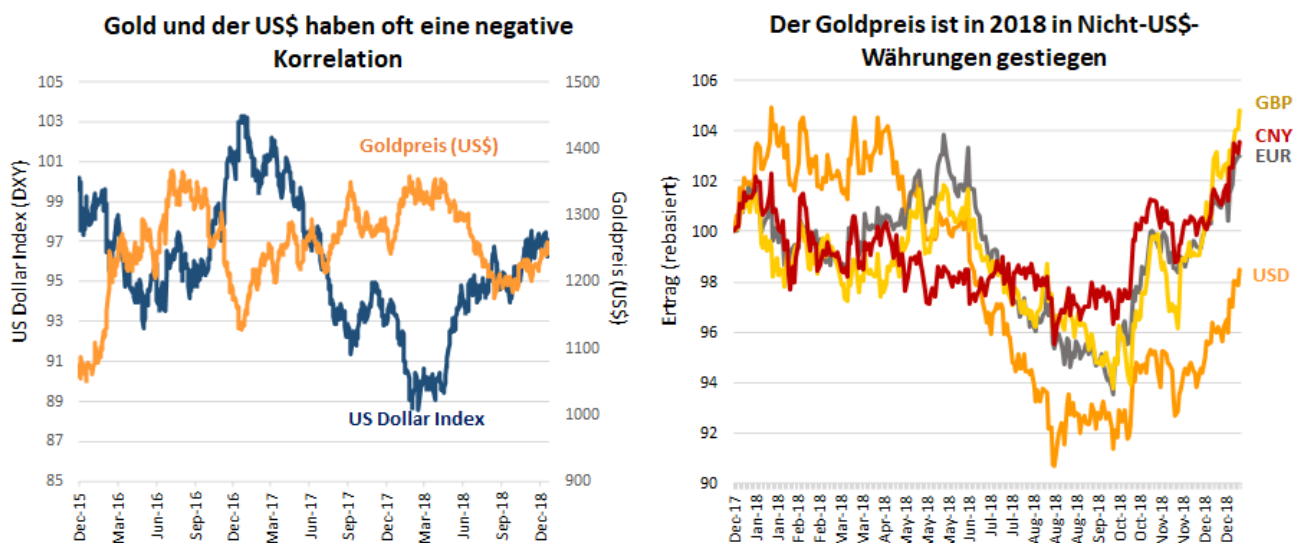


Quelle: Baker Steel intern. Bloomberg. Daten Stand 28. Dezember 2018. \*Marktkap. des MSCI world Index.

## Nach einem Jahr durchwachsender Performance ist der Goldsektor für eine Erholung positioniert

Für den Goldsektor war 2018 ein gemischtes Jahr, zumindest in US-Dollar-Werten, da die bullische Stimmung gegenüber den US-Aktienmärkten und den US-Aktiva dazu führte, dass das Metall für einen Großteil des Jahres von Anlegern ignoriert wurde. Diese relative freundlichen Marktbedingungen endeten jedoch abrupt im Oktober 2018, als die Angst vor dem US-chinesischen Handelskrieg und die Besorgnis über die negativen Auswirkungen steigender Zinsen die Finanzmärkte, die noch im September Rekordhöhen erreichten, erschütterten. Die Aktienmärkte beendeten das Jahr erheblich im Minus und der S&P 500, sowie der Dow Jones verzeichneten das schlechteste Jahresergebnis seit 2008. In ähnlicher Weise erzielten europäische Indizes, einschließlich der Stoxx 50, die schlechteste Jahresperformance seit vielen Jahren.

Im Gegensatz zu den allgemeinen Aktienmärkten erholte sich der Goldsektor im vierten Quartal 2018 in überzeugender Weise, da die Anleger nach Portfolioschutz, Diversifizierung und einem sicheren Hafen vor den Turbulenzen an den Aktienmärkten suchten. Seit dem Tiefststand des letzten Zyklus im Dezember 2015 hat sich der Goldpreis stetig erholt. Eine Korrektur im dritten Quartal 2018 brachte das Metall auf den Tiefststand seiner jüngsten Handelsspanne, obwohl Gold trotz eines starken US-Dollars seinen längerfristigen Aufwärtstrend beibehält und nun angesichts zunehmend unterstützender Rahmendaten für eine Erholung positioniert scheint. Die Stärke des Greenbacks und die bis dato zufriedenstellende Entwicklung der US-Konjunktur stellten 2018 einen Gegenwind für Gold- und Goldaktienbewertungen in US-Dollar, dar. Allerdings verzeichnete das Metall in anderen Währungen leichte Zuwächse, z.B. in Euro, Sterling und Renminbi. Wichtig für Goldaktien war, dass der Goldpreis in Produzentenwährungen wie dem australischen und kanadischen Dollar zulegte, was Margenexpansionsvorteile für ausgewählte Goldproduzenten bedeutete.

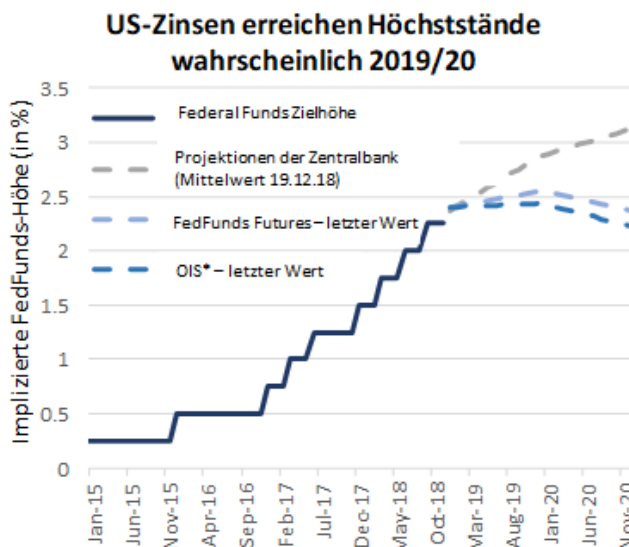
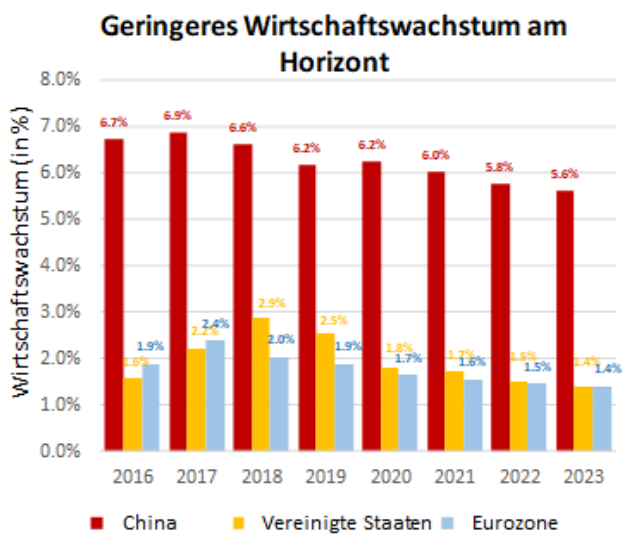


Quelle: Bloomberg. Stand 28. Dezember 2018.

## Ein verlangsamtes globales Wirtschaftswachstum unterstützt den Goldpreis

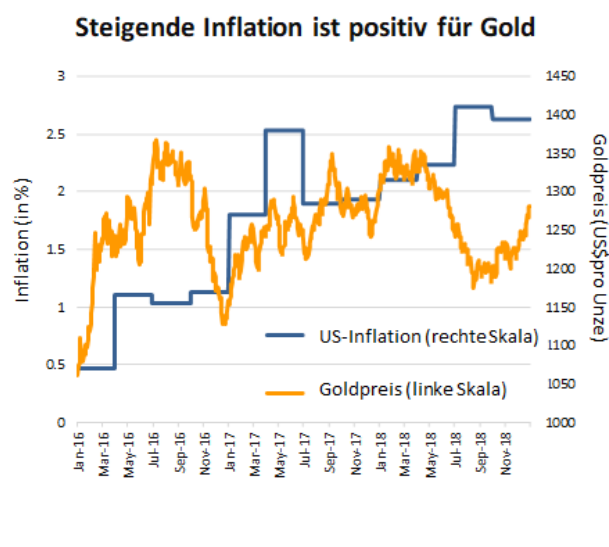
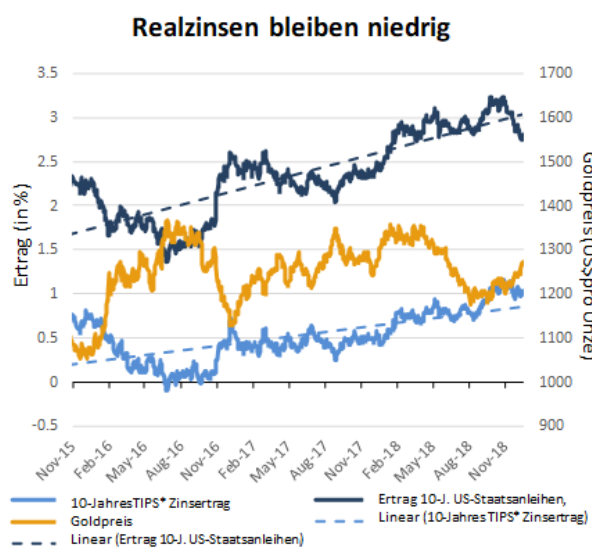
In 2019 zeichnet sich eine weltweite konjunkturelle Abkühlung ab, was insbesondere durch die reduzierten Wachstumsaussichten in den USA, Europa, China und den Schwellenländern unterstrichen wird. Die Entwicklung der US-Wirtschaft wurde noch in den ersten drei Quartalen 2018 weitgehend durch die positiven Auswirkungen der Steuersenkungen von Trump abgeschirmt. In den letzten drei Monaten schwächten sich die Wachstumsaussichten jedoch bereits ab, da die positiven Auswirkungen der Steuersenkungen nachließen und sich die monetären Bedingungen in Bezug auf öffentliche und private Schuldenlasten verschlechterten. Außerdem forderten der starke US-Dollar und die Unsicherheit des Handelskrieges ihren Tribut. Die Rückkehr der Angst und der Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten Ende 2018 stellt für die Anleger nach den Jahren niedriger Volatilität, stabiler Marktgewinne, Optimismus und Selbstzufriedenheit eine Wende dar. Ein

anhaltender Fluss positiver US-Wirtschaftsdaten während eines Großteils des Jahres 2018 hat die US-Aktienmärkte unterstützt, jedoch sind die besten Tage des US-Aktienbullenmarkts wahrscheinlich vorbei.



Quellen: Bloomberg, IMF, Baker Steel Capital Managers LLP. Stand 28.12.2018. \*Over Night Index Swaps

Die Aussichten für die Weltwirtschaft und die breiteren Finanzmärkte sind für den Goldsektor von großer Bedeutung, da Gold als Safe-Haven-Asset- und Portfolio-Diversifizier gilt. Angesichts der Bedeutung der Schaffung von Wohlstand durch die Nachfrage nach Edelmetallen stellt eine potenzielle Konjunkturabkühlung jedoch auch eine Bedrohung für den Goldsektor dar, wie dies in vielen Branchen der Fall ist. Unter den gegenwärtigen wirtschaftlichen Bedingungen haben wir aber vor allem wichtige positive Faktoren für Gold identifiziert: (1) Die US-Realzinsen scheinen auf absehbare Zeit zu fallen oder zumindest niedrig zu bleiben. Niedrige Realzinsen unterstützen den Goldpreis, da niedrige Renditen die Opportunitätskosten für das Halten von Gold für Anleger verringern und den Inflationsdruck erhöhen. Nach drei Jahren „Normalisierung“ der Zinssätze in den USA beginnt sich der Druck der nominalen Zinssätze auf die Wirtschaftstätigkeit zu zeigen, während die Realzinsen niedrig geblieben sind. Die US-Notenbank hielt entschlossen an ihrem Zinserhöhungsprogramm fest, obwohl das Weiße Haus sich verbal widersetzte (Die Fed, und insbesondere Chairman Powell, zog wiederholt den Zorn Präsident Trumps mittels Wutausbrüchen auf Social Media auf sich). Die jüngste volatile Entwicklung der US-Aktienmärkte ist sicherlich zum Teil auf diesen Streit zurückzuführen.



Quelle: Bloomberg. Stand 28. Dezember 2018. \*TIPS=Inflationsgeschützte US-Staatsanleihen

(2) Die hohe Verschuldung ist ein wachsendes Problem für politische Entscheidungsträger nach Jahren niedriger Zinssätze und droht, die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Zinserhöhungen zu verstärken. Die Folgen der steigenden Kreditkosten auf den Schuldendienst von Unternehmen und Verbraucher sollten der Fed einen weiteren Anreiz bieten, eine Anhebung der Zinssätze nicht über das derzeitige Niveau hinaus fortzusetzen. Sollte sich die Fed dieses Jahr entscheiden, die Zinserhöhungen einzufrieren oder sogar die Leitzinsen zu senken, wäre dies für Gold von großer Bedeutung. Der Goldpreis erreichte seine Tiefststände, als die Fed die erste Zinserhöhung des aktuellen Zyklus im Dezember 2015 ankündigte. Dieser erholte sich jedoch in den folgenden Jahren, als deutlich wurde, dass das Tempo der Steigerungen langsam sein würde und die Realzinsen niedrig bleiben würden.

(3) Eine stetig anziehende Inflation in den USA würde 2019 einen weiteren makroökonomischen Treiber für Gold darstellen. Während die Preissteigerungsrate in den letzten Jahren in der amtlichen Statistik kaum eine Rolle spielte, scheint sich der Inflationsdruck nun etwas zu verstärken, und mehrere Faktoren deuten darauf hin, dass dieser Druck 2019 wahrscheinlich nicht nachlässt. Insbesondere die im letzten Jahr zusätzlich erhobenen US-Zölle dürften, zusammen mit einem angespannten Arbeitsmarkt, weiterhin einen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben. Handelsstreitigkeiten, Zölle und wirtschaftlicher Nationalismus, angeführt von der Trump-Administration, werden unserer Meinung nach auch 2019 ein Schlüsselthema bleiben. Eine steigende Inflationsrate und die Aussicht auf ein Ende der Leitzinserhöhungen würden vor dem Hintergrund eines schwächeren Wirtschaftswachstums in 2019 auf ein günstiges Umfeld für Gold hindeuten.

Trotz dieser drei positiven Faktoren für Gold im Jahr 2019 bestehen auch potenzielle Bedrohungen für die Edelmetallbranche in einem Umfeld mit nachlassendem Wachstum und steigendem Finanzmarktrisiko. Historisch unterstützt, ceteris paribus, das Wirtschaftswachstum einen steigenden Goldpreis, wobei der „Wohlstandseffekt“ normalerweise als vorteilhafter Faktor, insbesondere für die physische Goldnachfrage, wirkt. Wenn sich die Konjunktur verlangsamt, bedeutet dies auch eine mögliche Verlangsamung der Goldnachfrage nach Schmuck und Technologie. Wir sind jedoch der Ansicht, dass die Nachfrage nach physischem Gold aufgrund unterstützender demographischer Veränderungen in den Schlüsselmärkten, des Kaufs von Gold durch die Zentralbanken und der Nachfrage nach Barren und Münzen aus Investitionsgründen nach wie vor robust bleiben wird. Darüber hinaus hat sich die Nachfrage nach „Papiergold“ (bspw. ETCs oder Derivate) in den letzten Jahren stetig erhöht. Diese steigt normalerweise, wie oben beschrieben, insbesondere in Krisenzeiten und in Phasen eines verlangsamten Wirtschaftswachstums an.

(4) Es wird erwartet, dass sich die langfristigen demografischen Veränderungen in den einflussreichen Märkten in Indien und China fortsetzen werden, da die aufstrebende Mittelschicht und der steigende Konsum- und Investitionsgrad in diesen Volkswirtschaften die Goldnachfrage antreiben. Im Jahr 2018 verzeichnete China, der weltweit größte Goldmarkt für Goldbarren, einen Anstieg der Nachfrage nach Goldbarren und Münzen um 28% gegenüber dem Vorjahr (Stand 28. September 2018). Selbst bei einem verlangsamten Wirtschaftswachstum in China und Indien würden wir erwarten, dass das Wachstum dieser Märkte die potenzielle Nachfrageschwäche in anderen Ländern mehr als ausgleicht. Die Nachfrage nach physischem Gold ist auch in den Industrieländern nach wie vor stark, insbesondere in Europa und vor allem in Deutschland, wo der Absatz von Goldbarren und -münzen im Vergleich zum Vorjahr (Stand 28. September 2018) um + 10% stieg. Dieses Nachfragewachstum unterstreicht die anhaltende Bedeutung von Gold für Investoren in entwickelten Märkten, die mit einer Vielzahl wirtschaftlicher und politischer Risiken konfrontiert sind, von anhaltenden italienischen Haushalts- und Schuldenproblemen, über Auswirkungen des Brexit bis hin zum Populismus in vielen europäischen Ländern. In ähnlicher Weise zeigen die Goldkäufe der Zentralbanken keine Anzeichen einer Verlangsamung. Q3 2018 verzeichnet seit 2015 die größten vierteljährlichen Käufe von Gold, angeführt von China und Russland. Dabei gab es so gut wie keine Nettoverkäufer bei Zentralbanken.

Vor diesem positiven Hintergrund für die physische Goldnachfrage ist es bemerkenswert, dass die Verknappung des Goldangebots wahrscheinlich bestehen bleibt. Da die Explorationsausgaben der

Goldproduzenten in den fünf Jahren vor 2018 erheblich gesunken waren und bedeutende Goldentdeckungen fehlten, kann es einige Jahre dauern, und wahrscheinlich unter dem Vorzeichen eines deutlich höheren Goldpreises, bevor ein signifikanter Anstieg des Angebots eintritt.

### **Werden Goldaktien in 2019 andere Aktienwerte schlagen?**

Goldaktien erzielten im vierten Quartal 2018 im Gegensatz zu breiten Aktienmärkten vor dem Hintergrund steigender Risiken im Finanzsektor eine starke Rendite. Dieser erneute Aufschwung folgt der schwachen Performance der Goldaktien für einen Großteil des Jahres 2018 und einem breiten Abverkauf im Sommer, da Goldaktien wegen der schwachen Anlegerstimmung in Bezug auf Gold und eines starken US-Dollar unter Druck gerieten. Der Sektor ist im Vergleich zum historischen Niveau und relativ zu den allgemeinen Märkten nach wie vor erheblich unterbewertet. Eine Allokation in Goldaktien bietet im Vergleich zu Gold in einem steigenden Goldpreisumfeld typischerweise ein höheres Aufwärtspotenzial. Angesichts der zunehmend günstigeren Wirtschafts- und Marktbedingungen für Gold erwarten wir, dass 2019 für Goldaktien ein Jahr der Erholung sein wird. In Anbetracht der erheblichen Unterschiede, die derzeit zwischen den Goldproduzenten bestehen, was die Qualität der Vermögenswerte, die Geschäftstätigkeit, das Management und die Kursentwicklung der Aktien anbelangt, sind wir der Ansicht, dass eine "passive" Anlage in diesem Sektor, beispielsweise über einen ETF, nicht der beste Weg ist, um in einen solchen Spezialsektor zu investieren. Die historischen Renditen zeigen eindeutig, dass ein aktiv verwalteter Goldaktienfonds wie der BAKERSTEEL Precious Metals Fund im Vergleich zu einem Index-Tracking-Fonds oder einem ETF ein überlegenes Aufwärtspotenzial mit niedriger oder ähnlicher Volatilität bieten kann.

Neben den positiven Aussichten für den Goldpreis umfassen die Hauptthemen für Anleger im Goldaktiensektor bedeutende Reformen, die seit dem Ende des Abschwungs des Goldsektors vor drei Jahren innerhalb der Branche umgesetzt wurden. In einem Sektor, der zuweilen für verschwenderische Managementpraktiken, unkluge M&A-Deals und häufig für die Wertvernichtung von Aktionärgeldern bekannt war, selektiert unser Fondsmanagementteam die Goldproduzenten, welche die dringend benötigten Reformen durchsetzen und einen erneuten Fokus auf Shareholder Value anstreben. Bei diesen Unternehmen wurde die Kapitaldisziplin bereits verbessert, eine aktive Dividendenpolitik und Reformen des Managements umgesetzt. Diese sind wesentliche Faktoren für eine Gleichschaltung von Interessen von Goldminenbetreibern und aktiven Investoren.

Was M&A anbelangt, so war die wichtigste Transaktion des Jahres 2018 die Fusion von Randgold Resources und Barrick Gold, zwei großen Konzernen, die damit den weltweit größten Goldproduzenten erschufen. Die Tatsache, dass diese Fusion zu einer Null-Prämie stattfand, ist für den Goldsektor von Bedeutung, wo M&A-Prämien historisch hoch waren. Die Outperformance von Barrick, Randgold und anderen großen Produzenten aufgrund des Optimismus in Bezug auf diesen Deal sorgte am Anfang des vierten Quartals für einen Auftrieb bei den Large-Cap-Goldaktien. Während der Mid-Cap-Teil des Sektors zu dieser Zeit hinterherhing, wurde er durch den Verkauf eines großen Publikumsfonds, der sich in der Umstrukturierung befindet, weiter beeinträchtigt. Ironischerweise hat ein Großteil der Verkäufe durch diesen Fonds die liquiden, gut gemanagten hochwertigen Mid-Cap-Produzenten im Goldsektor beeinflusst, was zu einer Verfälschung der Bewertungen im Vergleich zu den Unternehmen mit größerer Marktkapitalisierung führte. Für aktive Investmentmanager hat die jüngste Underperformance der mittelgroßen Goldproduzenten die Möglichkeit geschaffen, Positionen in qualitativ hochwertigen Unternehmen in diesem Marktsegment aufzubauen. Ein Re-Rating dieser Positionen hat zum Teil bereits im Dezember stattgefunden. Wir glauben, dass sich dieser Trend Anfang 2019 fortsetzt.

## Zusammenfassung Ausblick Gold und Goldaktien 2019

Nach einem Jahr der Reform, der Konsolidierung und der Verschiebung der Anlegerstimmung ist der Gold- und Goldaktiensektor auf Erholung eingestellt. Die Branche wird durch ein günstiges makroökonomisches Umfeld unterstützt, die Marktbedingungen begünstigen höhere Goldpreise, viele Goldproduzenten sind zurzeit stark unterbewertet und bei einer Auswahl von Unternehmen, die Reformen durchlaufen haben, erscheint das Potenzial für Investoren im Jahr 2019 beträchtlich. Mit einem zunehmend pessimistischen Ausblick für breitere Aktienmärkte vor dem Hintergrund eines nachlassenden Wirtschaftswachstums erscheint eine Neubewertung des Goldsektors, die auf eine robuste physische Nachfrage, den Kauf von Gold als „sicherer Hafen“ und zur Portfoliodiversifizierung zurückzuführen ist, durchaus möglich. Der zeitliche Einstieg in den Goldsektor kann für Anleger schwierig sein. Historisch hat sich jedoch eine Strategie des "Kostendurchschnitts" (gestaffelte Anlagen) als erfolgreich erwiesen, um eine Position in Gold- und Goldaktien über einige Monate aufzubauen. Aktives Management ist nach wie vor die beste Methode, um das Aufwärtspotenzial einer Auswahl von Goldproduzenten mit den besten Vermögenswerten, Qualitätsmanagement und Interessenabgleich mit den Aktionären zu nutzen.

*Baker Steel Capital Managers LLP verwaltet den **BAKERSTEEL Precious Metals Fund**, einen aktiv verwalteten Goldaktienfonds, der im Vergleich zu seinen Mitbewerbern und im Vergleich zu passiven Positionen in Gold- oder Goldaktien eine starke Performance aufweist.*

*Die Fondsmanager Mark Burridge und David Baker wurden für das Jahr 2018 mit zwei Sauren-Gold-Medaillen ausgezeichnet. Der Fonds ist der Gewinner des Lipper Fund Award im dritten Jahr in Folge für den besten Gold- und Edelmetallaktienfonds über drei Jahre und fünf Jahre (für Österreich, Frankreich, Großbritannien und Europa) und Gewinner über fünf Jahre für die Schweiz und Deutschland.*

Quellen: Bloomberg, IMF, World Gold Council, Baker Steel Capital Managers LLP.

### **Kontakt:**

Baker Steel Investor Relations, Sven Kuhlbrodt: [svenkuhlbrodt@bakersteelcap.com](mailto:svenkuhlbrodt@bakersteelcap.com), Tel. +44 20 7389 8288

### **Wichtig**

Bitte beachten Sie: Dieser Bericht wurde von Baker Steel Capital Managers LLP (eine Personengesellschaft mit beschränkter Haftung nach englischem Recht, eingetragen in England unter der Nr. OC301191 und reguliert durch die Financial Conduct Authority) für den BAKERSTEEL Precious Metals Fund ("BSPM") zur Information einer begrenzten Anzahl von institutionellen Anlegern (im Sinne der Definition im Fondsprospekt) erstellt. Er ist vertraulich und ausschließlich für die Verwendung durch die Person bestimmt, an die er adressiert ist. Dieses Dokument stellt kein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder anderen Beteiligungen dar und ist auch kein Teil eines solchen Angebots. Außerdem ist weder dieses Dokument noch die Tatsache, dass es veröffentlicht wird, die Grundlage für einen diesbezüglichen Vertrag und eine Berufung auf dieses Dokument im Zusammenhang mit einem Vertrag ist nicht möglich. Empfänger dieses Dokuments, die beabsichtigen, Anteile oder Beteiligungen im BSPM zu beantragen, werden darauf hingewiesen, dass ein solcher Antrag ausschließlich auf der Basis der Informationen und Meinungen erfolgen kann, die in dem entsprechenden Verkaufsprospekt oder anderen diesbezüglichen Angebotsunterlagen gemacht werden. Sie können von den in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen abweichen. Dieser Bericht darf nicht vervielfältigt oder einer anderen Person zur Verfügung gestellt werden und keine andere Person darf sich auf seinen Inhalt berufen. Die Veröffentlichung dieser Informationen stellt kein Angebot dar, sich an einem Investment zu beteiligen, und ist kein Bestandteil eines solchen Angebots. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, eine Anlageberatung irgendeiner Art zu erteilen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als verlässlicher Hinweis für eine zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Die zukünftige Wertentwicklung kann gegebenenfalls wesentlich schlechter sein als die frühere Wertentwicklung und führt unter Umständen zu erheblichen Verlusten oder zum Totalverlust. Einige Zahlenangaben sind Näherungswerte und dienen lediglich der Information. Sie wurden aus verschiedenen Quellen gewonnen. Sofern nichts anderes angegeben ist, beziehen sich Daten und Aussagen auf den Stand zum Ende des Berichtszeitraums.