

Glänzende Aussichten für Goldaktien während das gelbe Metall neue Rekordhöhen erklimmt

Ein Update zum Edelmetallsektor

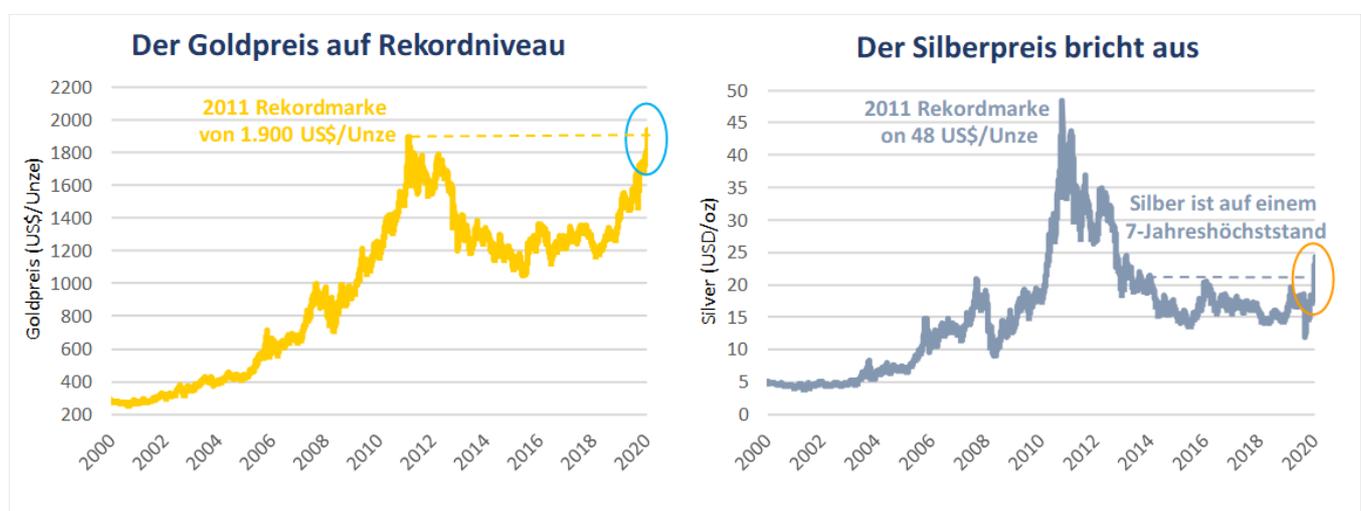
Baker Steel Capital Managers LLP

30. Juli 2020

Der Goldpreis erreichte diese Woche in US-Dollar ein Rekordhoch von über 1.900 USD / Unze vor einem unsicheren und sich wandelnden makroökonomischen Hintergrund nach der COVID-19-Pandemie. Viele wirtschaftliche Trends und Themen, die vor der Pandemie existierten, wie sinkende Realzinsen, steigende Schulden und wiederauflebende protektionistische Tendenzen, wurden durch die Krise verstärkt. Die drastischen Maßnahmen der politischen Entscheidungsträger zur Umsetzung beispielloser wirtschaftlicher Impulse und des Gelddrucks haben die Voraussetzungen für einen Bullenmarkt bei Edelmetallen in den kommenden Monaten und Jahren geschaffen.

Während die Dynamik bei Gold zunimmt, ergibt sich eine nahezu perfekte Situation für Goldminenaktien, die bei dem jetzigen starken Goldpreisanstieg von einer erheblichen Margenausweitung profitieren und dazu von niedrigen Energiekosten und einer Verbesserung der Anlegerstimmung profitieren – zu einer Zeit wo Goldaktien immer noch relativ zu breiten Aktienmärkten und physischem Gold unterbewertet sind. Als eine der wenigen Branchen, in denen Rentabilität und Dividendenrenditen steigen und in denen viele Unternehmen einen attraktiven fundamentalen Wert aufweisen, betrachten wir den Goldminensektor seit Anfang der 2000er Jahre als in seiner besten Form. Als spezialisierter Anlageverwalter mit einem aktiven Managementansatz sehen wir eine Vielzahl von Möglichkeiten vor uns in einer Zeit, wo sich ein neuer Bullenmarkt für Edelmetalle entwickelt.

Der Goldpreis ist in den letzten Wochen überzeugend gestiegen und hat sein 2011 Hoch von 1.900 USD / Unze überschritten. Diese Spitzenmarke baut auf der jüngsten starken Performance des Metalls auf, die sich in Folge der COVID-19-Krise und dessen negativen Auswirkungen auf Volkswirtschaften weltweit und der Angst und Unsicherheit auf den Finanzmärkten entwickelt hat. Nachdem der Silberpreis eine ähnlich starke Performance gezeigt hat und ein Vierjahreshoch erreicht hat, nimmt die Dynamik im Edelmetallsektor zweifellos zu.



Quelle: Bloomberg. Stand 27. Juli 2020.

Angesichts der langfristig niedrigen und negativen Realzinsen, einer raschen Ausweitung der Verschuldung, wirtschaftlicher Impulse in einem historisch sehr großen Umfang und wachsenden Inflationsdrucks sind die Haupttreiber des neuen Goldbullensmarkts klar. Die Argumente für eine Allokation in Goldaktien sind in den letzten Monaten angesichts des steigenden Risikos im Finanzsektor, der Rezessions-, bzw. Depressionsängste, der Verschlechterung der öffentlichen Finanzen und der Anzeichen für eine nachlassende Stärke des US-Dollars immer stärker geworden. Bei der Betrachtung des potenziellen Ausmaßes des neuen Goldbullensmarkts identifizieren wir zwei Kernthemen:

- 1. Ein großer makroökonomischer Wandel ist im Gange**, der auf dem Post-COVID-19-Ansatz der politischen Entscheidungsträger in Bezug auf Wirtschaftsanreize, Gelddrucken und Verschuldung beruht.
- 2. Aktien von Goldproduzenten** haben aufgrund von **Margenausweitung** und des damit verbundenen Potenzials zur Erhöhung der Dividenden weiteren Spielraum zu einer Neubewertung.

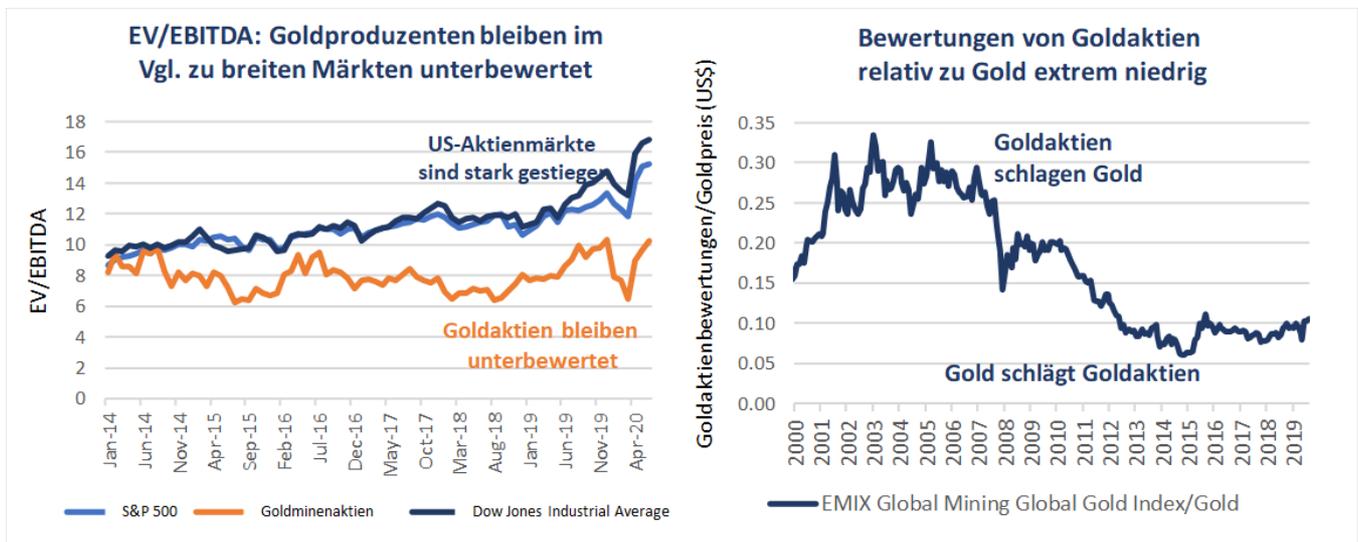
Eine makroökonomische Verschiebung ist im Gange - Gelddrucken, Schulden und negative Realzinsen

Während das wirtschaftliche Umfeld nach COVID-19 einige Ähnlichkeiten mit den Folgen der globalen Finanzkrise (Global Financial Crisis, GFC) aufweist, in deren Verlauf quantitative Lockerungen, niedrige Realzinsen und steigende Schulden einen historischen Aufwärtstrend im Goldsektor stützten, gibt es bedeutende Unterschiede zwischen der wirtschaftlichen Erholung von COVID-19 und der Bekämpfung von früheren Krisen. Drastische Maßnahmen der politischen Entscheidungsträger weltweit als Reaktion auf die konjunkturelle Abkühlung unterstreichen den grundlegenden makroökonomischen Wandel, der im Gange ist.

Erstens geht das historische Niveau der von den Industrieländern angekündigten wirtschaftlichen Anreize wesentlich weiter als die nach der GFC ergriffenen quantitativen Lockerungsmaßnahmen mit tiefgreifenden potenziellen Folgen für die Inflation und die öffentlichen Finanzen. Die Aufgeschlossenheit für Staatsausgaben, die durch Schulden finanziert werden, hat zugenommen, wie der in der vergangenen Woche abgeschlossene gemeinsame Schuldenvertrag der EU über 750 Mrd. EUR zeigt. Der Konsens für eine rasche Ausweitung der Verschuldung durch die Industrieländer ist eine Abkehr von der Politik der letzten Jahrzehnte, zumal das Potenzial für mehr Ausgaben als Reaktion auf die Krise grenzenlos erscheint.

Ein zweiter Faktor ist die erhöhte Bereitschaft der politischen Entscheidungsträger, durch den Kauf öffentlicher und privater Schulden neue Geldmengen zu schaffen. Die Maßnahmen von Regierungen weltweit zur Gewährleistung von Milliarden an risikoreicheren Darlehen für kleine und mittelgroße Unternehmen, die über Geschäftsbanken, Kurzarbeit und Arbeitslosenunterstützung vergeben werden, sind eine wesentliche Änderung der Haushaltsausgabenmodelle. Im Rahmen solcher Systeme wird Bargeld über Geschäftsbanken direkt an (vorwiegend Mittelstands-)Unternehmen oder die allgemeine Bevölkerung weitergeleitet, anstatt von den Banken selbst, hauptsächlich zur Rekapitalisierung, verwendet zu werden. Während wir im letzten Jahrzehnt eine Inflation verschiedener Vermögenswerte (wie Aktien oder Immobilien) gesehen haben, könnten wir uns jetzt am Beginn einer Phase von einer breiteren, bzw. Konsumenten-Inflation befinden. Insgesamt hat sich die Geldmenge (M2) in Rekordtempo erhöht nachdem politische Entscheidungsträger weltweit Maßnahmen ergriffen haben, um die nachlassende Wirtschaftstätigkeit anzukurbeln.

Damit ist auch die Aussicht auf eine signifikant höhere Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gegeben, ein weiterer wichtiger Unterschied zu der Zeit nach der Finanzkrise. Dies wird schlussendlich nicht nur zu einer besseren Kreditversorgung der Realwirtschaft, aber auch zu merklicher höherer Inflation führen.



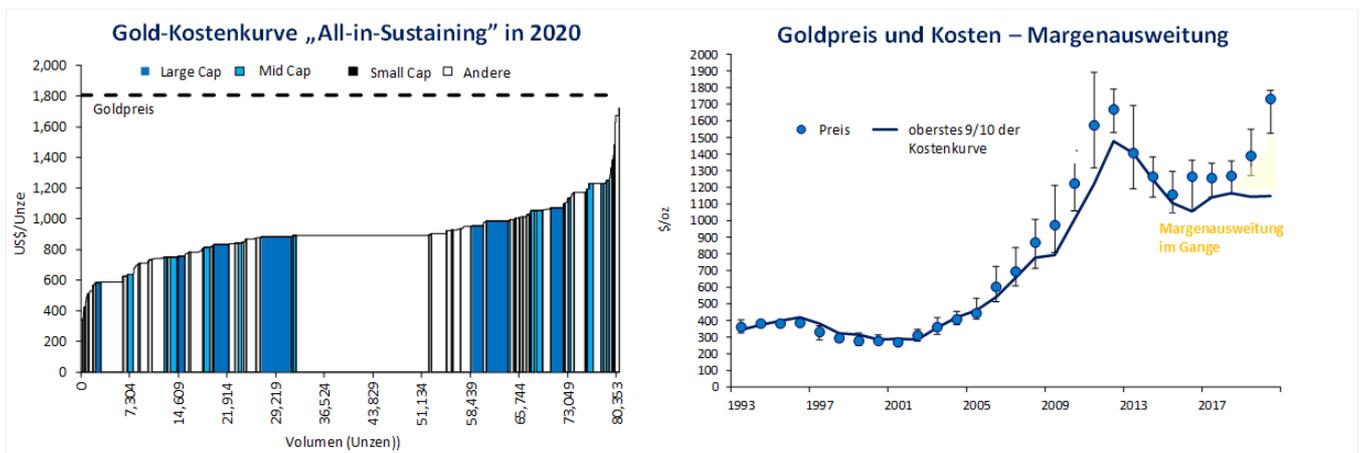
Eine weitere Änderung, die wir sehen, ist eine Verschiebung der Haltung der Zentralbanker gegenüber der Rolle der Geldpolitik im Inflationsmanagement, mit dem Potenzial, die Tür zu erheblichem Inflationsdruck zu öffnen, der in den letzten Jahrzehnten in den großen Volkswirtschaften fehlte. In den letzten Wochen gab die US-Notenbank an, dass sie sich vom Ansatz der Philips-Kurve zur Verfolgung der Inflation abwendet, der auf der Theorie beruht, dass sich die Inflation mit sinkender Arbeitslosigkeit beschleunigt, und stattdessen zulässt, dass die Inflation ihr 2% -Ziel überschreitet, bevor Maßnahmen (d.h. Zinserhöhungen) ergriffen werden (Quelle: Bloomberg). Die Realzinsen gehören nach wie vor zu den wichtigsten Faktoren für den Goldpreis. Niedrige, bzw. negative Realzinsen senken die Opportunitätskosten für das Halten von Gold und erhöhen die Attraktivität von Gold als realer Vermögenswert, bzw. sichere Hafenanlage. In der Vergangenheit haben sich Zeiten von niedrigen Realzinsen als äußerst unterstützend für steigende Goldpreise erwiesen, und wir betrachten die Verpflichtung der Zentralbanken auf der ganzen Welt, niedrige Zinssätze aufrechtzuerhalten, als einen der wichtigsten Faktoren für die Entwicklung des neuen Goldbullensmarktes.

Ein letztes Merkmal des sich wandelnden makroökonomischen Umfelds, das sich aus der wirtschaftlichen Reaktion auf die COVID-19-Krise ergibt, ist die wachsende Rolle des Staates in der Wirtschaftstätigkeit. Regierungen weltweit haben sich dafür eingesetzt, die jeweils heimische Industrie zu unterstützen, Arbeitsplätze zu sichern und Schulden auf eine Weise zu generieren, die noch vor wenigen Jahren undenkbar gewesen wäre. Vor dem Hintergrund eines verlangsamten Wirtschaftswachstums und zunehmender geopolitischer Spannungen, insbesondere zwischen den USA und China, dürfte sich dieser Trend fortsetzen, da Staaten ihre Muskeln spielen lassen, um ihre wirtschaftlichen Interessen durch protektionistische Politik, Wirtschaftsnationalismus und „Reshoring“, sowie durch wettbewerbsfähige Währungsabwertung durchzusetzen. Insbesondere das Reshoring, sprich die Verlagerung von günstiger Produktion aus dem Ausland zu einer teureren Produktion ins Inland, ist ein weiterer Inflationstreiber und damit ein Werttreiber für einen steigenden Goldpreis. Angesichts der ungewissen Zeiten für die Anleger glauben wir also, dass diese geopolitischen und makroökonomischen Bedingungen die Nachfrage nach Gold als Portfoliodiversifikator und sichere Hafenanlage weiter ankurbeln werden.

Goldaktien stehen kurz vor einer Neubewertung - Margenausweitung, steigende Gewinne und Dividenden

Das zweite Kernthema, das wir derzeit für Goldinvestoren identifizieren, ist das Potenzial für eine erhebliche Neubewertung von Goldaktien in den kommenden Monaten. Die Margen der Goldproduzenten steigen mit einem steigenden Goldpreis, während die Kosten, insbesondere die Energiekosten, weitgehend unter Kontrolle sind. Das Potenzial für Dividenden erhöht sich, da viele Goldunternehmen ihre Aktionärsrenditepolitik auf eine Weise überprüfen, die im Goldsektor noch nie zuvor gesehen wurde. Insgesamt sind wir der Ansicht, dass nach einer langen Reform- und Rationalisierungsphase vieler Goldproduzenten die Dynamik zunimmt und der Sektor

für eine signifikante Neubewertung der Bewertungen positioniert ist, um die steigende Rentabilität und das Ertragspotenzial der Aktionäre der Unternehmen widerzuspiegeln.

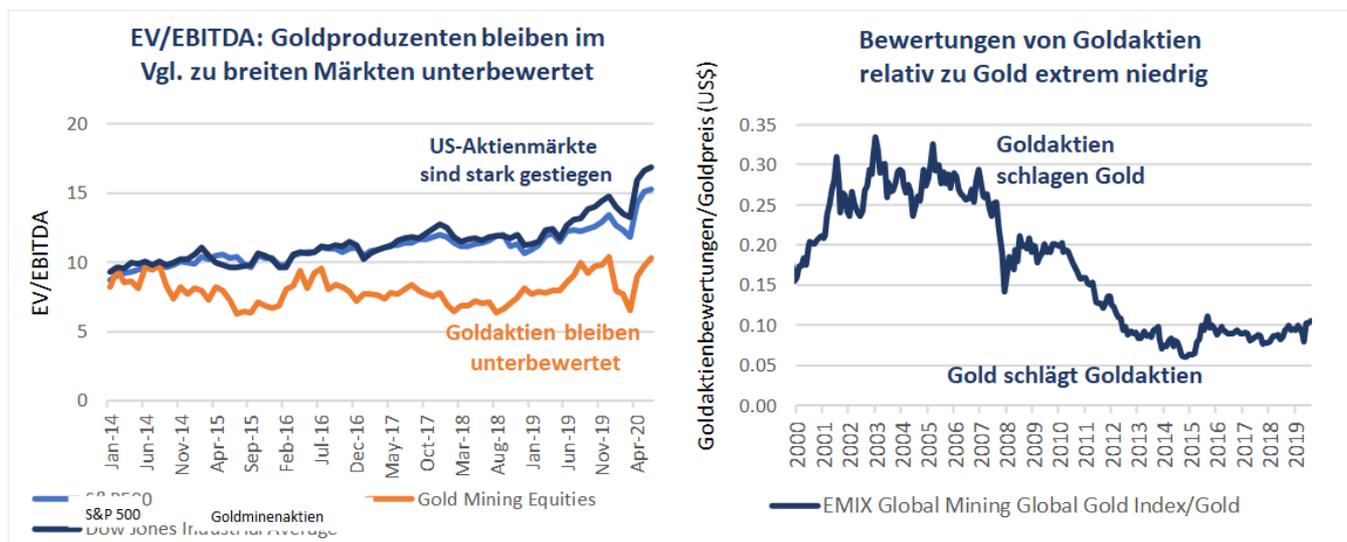


Quelle: BMO Capital Markets, WoodMac, Company reports, Baker Steel Capital Managers LLP.
 Note, All-in Sustaining cost includes Total Cash Cost + Sustaining Capex.

Die Kostenstruktur der Goldproduktion unterstreicht heute die potenzielle Rentabilität von Goldminenunternehmen. Da der Goldpreis zum Zeitpunkt des Schreibens 1.900 USD / Unze überschritten hatte, dürfen sich Goldproduzenten über steigende Einnahmen freuen, während die Kosteninflation bislang verhalten war. Der Median für die Gesamtkosten („AISC“) liegt für die Branche bei rund 900 USD / Unze (siehe oben). Im Jahr 2019 lag der durchschnittliche Goldpreis bei 1.400 USD / Unze, was für die Branche eine Bruttomarge von ca. 500 USD / Unze bedeutete. Mit einem Goldpreis von 1.900 USD / Unze ist diese durchschnittliche Marge heute deutlich auf rund 1.000 USD / Unze gestiegen, was Unternehmen ein beträchtliches Einkommen und einen erheblichen Cashflow bietet. Unsere Analyse einer Auswahl führender Goldproduzenten legt nahe, dass die durchschnittliche Dividendenrendite dieser Gruppe trotz der jüngsten Kursgewinne für Goldunternehmen über 5% liegen würde, wenn diese Unternehmen 250 USD / Unze dieser Marge an die Aktionäre zurückgeben würden. Die positiven Auswirkungen dieser Margenausweitung sowie das Potenzial für Dividenden werden vom Markt zurzeit noch nicht abgezinst.

In früheren Zyklen waren die Energiekosten ein wichtiger Inflationsfaktor und ein wesentlicher Bestandteil der Goldproduktion. Die anhaltend niedrigen Ölpreise sind jedoch zurzeit ein wichtiger Faktor bei der Kostenkontrolle im Minengeschäft. Die allgemeine Kapitaldisziplin im Goldsektor hat sich seit der raschen Kosteninflation Ende der 2000er Jahre deutlich verbessert. Es bestehen jedoch Unterschiede zwischen den Minenunternehmen, und es ist wahrscheinlich, dass die Kostenunterschiede mit der Entwicklung des Bullenmarkts zunehmen werden, was sich in den Bewertungen der verschiedenen Unternehmen widerspiegeln wird. Wir glauben, dass ein Schlüsselement des aktiven Investmentmanagements darin besteht, Unternehmen zu meiden, denen es an Kapitaldisziplin mangelt, und Unternehmen mit effizienter Verwaltung und Kostenkontrolle sowie qualitativ hochwertigen Vermögenswerte zu identifizieren.

Mit einem positiven Ausblick auf die Rentabilität von Minenbetreibern und starken Anzeichen dafür, dass viele Produzenten die Dividenden erhöhen werden, erwarten wir ein steigendes Interesse der Anleger an Goldaktien und eine Zunahme der Portfoliogewichtung gegenüber diesem unterbewerteten Sektor. Goldminenunternehmen haben die COVID-19-Krise zum großen Teil verlassen, indem sie langfristige Schäden für die Branche weitgehend vermieden haben. Trotzdem wird der Sektor weiterhin mit neuen historisch niedrigen relativen Bewertungen gehandelt. Goldaktien blieben in den letzten Jahren hinter dem Anstieg der allgemeinen Aktienmarktbewertungen zurück, wie die nachstehenden historischen EBITDA-Multiplikatoren zeigen. Darüber hinaus bleiben die Bewertungen von Goldaktien im Verhältnis zum Goldpreis im Vergleich zum historischen Niveau auf extremen Tiefstständen. Das Aufholpotenzial bei einer Neubewertung von Goldaktien ist klar. Die Selektivität wird jedoch der Schlüssel bleiben, um in diesem Sektor überlegene risikobereinigte Renditen zu erzielen.



Stehen wir am Beginn eines historischen Bullenmarktes für Edelmetalle und Edelmetallaktien?

Es ist bemerkenswert, dass eine Reihe globaler Banken nach Jahren, in denen sie von der Masse der institutionellen Anleger weitgehend vernachlässigt wurden, allmählich die Chancen für Gold und Goldaktien erkennen. Viele Banken haben ihre Prognosen für den Goldpreis erhöht, einschließlich der Bank of America, die in den letzten Wochen ihr 18-Monats-Kursziel auf 3.000 USD / Unze angehoben hat. Insbesondere Goldaktien haben begonnen, mehr Kapital anzuziehen, mit sekundären Aktienangeboten in Höhe von 2,4 Mrd. USD im zweiten Quartal 2020, dem höchsten Stand seit 2013 (Bloomberg). Diese Verbesserung der Stimmung gegenüber dem Goldsektor angesichts der zunehmenden Anerkennung der positiven makroökonomischen Bedingungen für das Metall unterstützen eine verstärkte Asset Allocation gegenüber dem Sektor in den kommenden Monaten. Angesichts der Tatsache, dass Anleger weltweit mit niedrigeren Renditen und sinkenden Dividenden an den globalen Aktienmärkten konfrontiert sind, können steigende Dividenden im Goldsektor mehr Generalisten anziehen. Mit einer Gesamtgröße von rund 550 Mrd. USD ist der Goldaktiensektor im Vergleich zu anderen Sektoren zweifellos recht klein. Dies hat jedoch zur Folge, dass eine Verlagerung der Asset Allocation von Investoren und Institutionen in Richtung Goldaktien dramatische Auswirkungen auf die Aktienkurse der Minenaktien haben könnte.

Angesichts der günstigen Marktbedingungen und eines unterstützenden makroökonomischen Umfelds nach der COVID-19-Krise erwarten wir, dass Gold und Goldaktien in den kommenden Wochen und Monaten weiter zulegen werden, wenn der neue Goldbullenmarkt an Fahrt gewinnt. Neben den längerfristigen makroökonomischen Treibern für Gold mit niedrigen und negativen Realzinsen, der steigenden Verschuldung und dem steigenden Inflationsdruck gehen wir davon aus, dass sich eine Reihe kurzfristiger Faktoren auf den Sektor auswirken werden. Eine ins Stocken geratene wirtschaftliche Erholung, Handelsspannungen, das Aufflackern von geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China, erhöhte soziale Unruhen über Faktoren wie wirtschaftliche Ungleichheit sprechen für eine Diversifizierung des Portfolios, Investitionen in sichere Häfen und reale Vermögenswerte. Natürlich ist es sehr wahrscheinlich, dass der Sektor auch Rückschläge verzeichnen wird, wie dies auf jedem Bullenmarkt der Fall ist, und wir sind der Ansicht, dass sich diese als lohnende Kaufgelegenheiten erweisen werden. Wie in den letzten Wochen zu sehen war, kann sich der Goldaktiensektor jedoch schnell bewegen, sobald sich die Dynamik zu entwickeln beginnt, und das Warten auf Rückzüge kann sich im Hinblick auf den Verlust nach oben als kostspielig erweisen. Im Goldaktiensektor haben ein aktives Management und ein Fokus auf die Aktienausswahl im Vergleich zu passiven Beständen an ETFs oder indexorientierten Investmentfonds durchweg eine Outperformance erzielt. Unser Team konzentriert sich weiterhin darauf, diejenigen Produzenten zu identifizieren, die am besten positioniert sind, um von der Margenausweitung und einer Neubewertung der Aktienkurse von Goldproduzenten zu profitieren, wenn der Goldpreis steigt.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

*Baker Steel Capital Managers LLP verwaltet den **Baker Steel Gold Fund**, den **BAKERSTEEL Precious Metals Fund**, den **ES Gold & Precious Metals Fund** (allesamt Long Only Edelmetallaktienfonds), den **BAKERSTEEL Electrum Fund** und den **Baker Steel Resources Trust**.*

*Baker Steel hat eine starke Erfolgsbilanz in Bezug auf die Outperformance im Vergleich zu seinen Mitbewerbern und im Vergleich zu einer passiven Beteiligung an Gold oder Goldaktien. Die **Fondsmanager Mark Burridge und David Baker wurden für 2019 mit zwei Sauren-Goldmedaillen ausgezeichnet und bei den Mines & Money Awards 2019 als Fondsmanager des Jahres ausgezeichnet**.*

*Der **BAKERSTEEL Precious Metals Fund** ist der Gewinner des 2020 zum fünften Mal in Folge **des Lipper Fund Award** für den besten Fonds über 3 Jahre und 5 Jahre, Gold- und Edelmetalle im Aktiensektor, während der **Baker Steel Resources Trust** zur **Investmentgesellschaft des Jahres 2019**, Natural Resources von dem Fachmagazin *Investment Week* ernannt.*

Quellen: Bloomberg, BMO Capital Markets, Baker Steel Capital Managers LLP.

Wichtiger Hinweis

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.