

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018



**München/Luxemburg/Herisau, Dezember 2018**

2018 war ein sehr schwieriges Jahr und es möglichst schnell zu vergessen, scheint opportun zu sein. In Schweizer Franken sowie US Dollar verzeichneten nahezu alle Anlageklassen negative Renditen und so mussten aufgrund des äusserst anspruchsvollen Umfeldes fast alle ausgewogenen Portfolios Verluste hinnehmen.

Während die meisten Prognostiker, Ökonomen und vor allem die amerikanische Notenbank (FED) – welche fast immer hinter den realen Entwicklungen hinterherhinkt – aktuell noch keine deutliche Wirtschaftsabschwächung orten, sehen dies die Aktien- und Obligationenmärkte deutlich anders und haben begonnen, eine klare Abschwächung oder sogar Rezession einzupreisen.

Der nachfolgende Quartalsbericht geht auf das vierte Quartal 2018 ein und warum Konsensus die Abschwächung der amerikanischen Wirtschaft unterschätzt und wie wichtig die daraus zu erwartende zinspolitische Veränderung für Gold und Goldminen sein wird.

## **Rückblick**

Gold beendete das Jahr 2018 bei 1'282.45 USD/Unze (per 31.12.2018), was einem Plus von 7,5% im Berichtsquartal entspricht. Im Jahresvergleich büsste Gold 1,6% ein (in USD). Der FTSE Gold Index stieg im Berichtsquartal um 15,7% (in EUR). Der NESTOR Gold Fonds verlor im Berichtsquartal 0.7%. Die unterdurchschnittliche Entwicklung ist auf den Umstand zurückzuführen, dass Substanz- und kleinere Werte deutlich zurückblieben. Dies geschah auch zu Beginn der letzten beiden grossen Bullmarktphasen bei Gold (Ende 2000/Anfangs 2001 und Ende 2008), als die von Konwave verwalteten Goldminenfonds in den ersten Monaten enttäuschende 20-30% hinter dem Referenzindex zurückblieben, ehe sowohl Benchmark wie auch Konkurrenzprodukte deutlich übertroffen wurden. Sobald klar wird, dass das Tief bei Gold im August und das Tief der grosskapitalisierten Goldproduzenten im September der Beginn eines nachhaltigen Goldbullmarktes ist, dürften die kleinkapitalisierten Werte signifikant outperformen, wie dies auch in der Vergangenheit (2001-2007

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018



und 2009-2010) der Fall war. Erfreulich ist, dass im Dezember erste Anzeichen einer Trendwende bei den Value und Smallcap-Aktien beobachtet werden konnte. Das Ende der «Tax-loss-Selling»-Saison stimmt zudem positiv. Der Goldmarkt entwickelte sich im vierten Quartal 2018 erfreulich. Saisonale Stärke am physischen Goldmarkt (Hochzeitsaison in Indien und Beginn des Einkaufs für das chinesische Neue Jahr), Eindeckung von Shortpositionen an der COMEX und Zuflüsse in Gold-ETFs unterstützten die Goldpreisentwicklung.

Die Quartalsergebnisse fielen im Rahmen der Erwartungen aus, während die zunehmende Übernahme- und Fusionstätigkeit auf die strategischen Probleme bei den grossen Goldproduzenten hindeuten. Seit vielen Jahren nehmen die durchschnittlichen Minenleben ab. Den Ersatz der abgebauten Mengen an Gold misslang und so dürften die Übernahmeaktivitäten deutlich zunehmen. Der Fonds ist sehr gut positioniert mit vielen attraktiv bewerteten Übernahmekandidaten. Die weiterhin anhaltende Industriedisziplin und nur leicht steigende Produktionskosten sollten bei einem Anstieg des Goldpreises zu einem substantiellen Hebel bei den Goldminen führen.

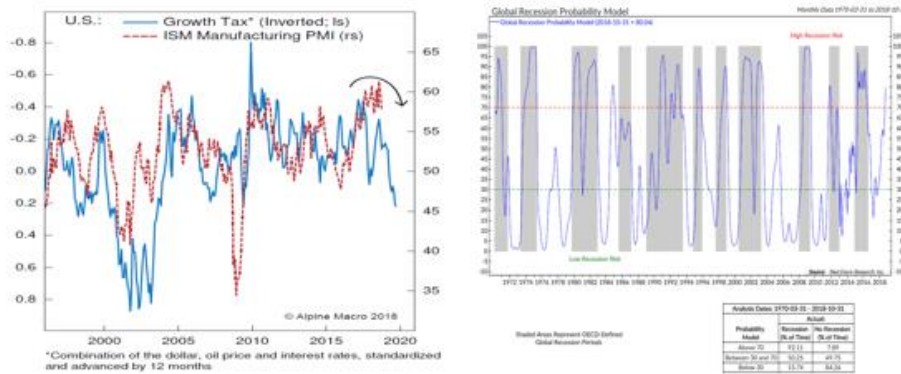
## **Warum die deutliche Wirtschaftsabschwächung im 2019 geschieht (und nicht in 2020/21, wie von Konsensus erwartet)**

Im Allgemeinen wird erwartet, dass sich sowohl die amerikanische wie auch globale Wirtschaft im 2019 leicht verlangsamt, mit einer weiteren Abschwächung im 2020/21. Wir teilen diese Prognose nicht, da der Gegenwind für die Wirtschaft in den nächsten Monaten aufkommt. Hindessen wird der Ausblick für 2020/21 von der zukünftigen Politik (Geld- und Fiskalpolitik) sowie der Entwicklung vom US Dollar, den Zinsen und dem Ölpreis im 2019 abhängig sein. Entsprechend ist es unseres Erachtens viel zu früh für einen mittelfristigen Ausblick, da die Entwicklung der zuvor erwähnten Schlüsselfaktoren noch nicht bekannt ist.

Was ist die Basis unserer Prognose, dass sich die Wirtschaft schneller und kräftiger als allgemein erwartet abschwächt?

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018

1. Zuverlässige und unabhängige Modelle von ausgewiesenen Experten (Alpine Macro und Ned Davis):



Quellen: Alpine Macro, Ned Davis Research

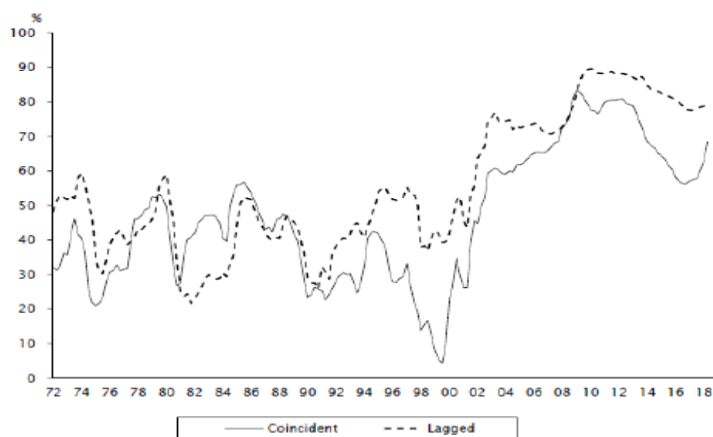
Das vom ehemaligen BCA-Strategen Chen Zhao entwickelte «Wachstumssteuer»-Modell (Grafik oben links) kann basierend auf der Entwicklung vom US Dollar, Ölpreis und Zinsen den ISM Manufacturing Index (ISM) deutlich zuverlässiger prognostizieren als traditionelle volkswirtschaftliche Modelle. Dieses prognostiziert, dass der ISM in den nächsten zwölf Monaten vom aktuellen Niveau 60 auf unter 50 (negatives Wachstum in der Fabrikation) fallen wird. Ebenso prognostiziert das sehr zuverlässige "Global Recession Probability Model" (Grafik oben rechts) von Ned Davis aktuell eine 80%ige Wahrscheinlichkeit, dass sich die globale Wirtschaft demnächst deutlich abschwächen wird.

2. Wachstumsabschwächung durch restriktive Geldpolitik (Netto "quantitative tightening" auf globaler Ebene):

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018

## Vermögenseffekt und Konsum

### gleich- und verzögerte Korrelation<sup>1</sup> 1972 bis Q3/2018



Source: Federal Reserve Board of Governors, Bureau of Economic Analysis, Empirical Research Partners Analysis.

<sup>1</sup> Correlations measured over 10 years. Lagged series uses a six-month lag.

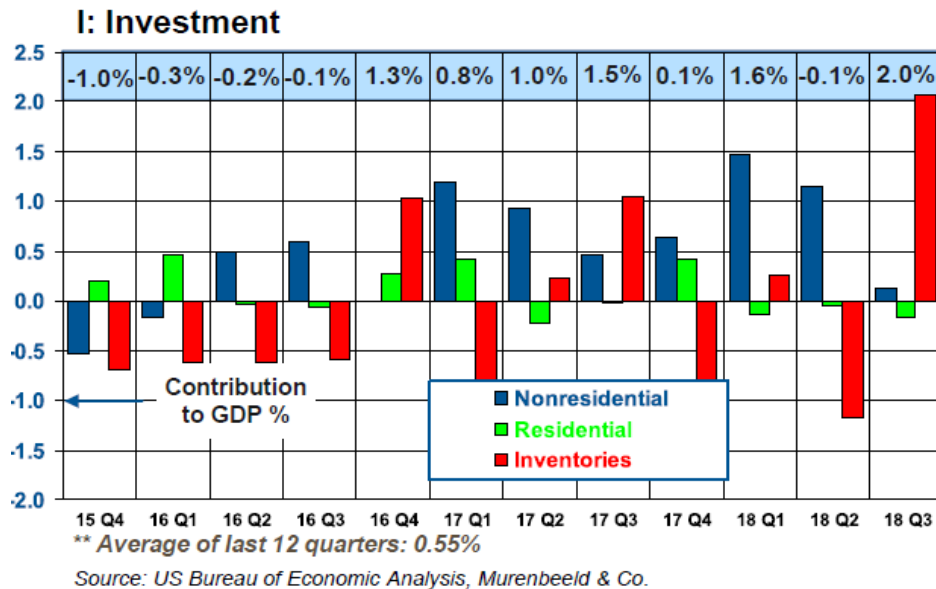
Während viele Marktteilnehmer die Effektivität der geldpolitischen Lockerung, insbesondere der «QE-Programme» in den letzten 10 Jahren kritisch hinterfragen, zeigt die Analyse des führenden unabhängigen Analyseunternehmens Empirical Research ein anderes Bild. So korrelieren Vermögenseffekt und Konsum seit der Finanzkrise im 2008 um 75-90%! Die Korrektur an den Aktienmärkten sowie das Ende von steigenden Immobilienpreisen (aufgrund höherer Finanzierungskosten) sind kein gutes Omen für den Konsum in den nächsten Monaten.

3. Ende des sehr positiven Wachstumsbeitrages aus dem fiskalischen Stimulierungspaket:

Aufgrund des Basiseffekts wird dieses einen abnehmenden und bald endenden positiven Beitrag in den nächsten 6 Monaten haben. Nach dem sehr positiven Effekt in der ersten Jahreshälfte 2018 begann das Investitionswachstum in den letzten Monaten bereits deutlich abzunehmen!

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018

4. Lagerabbau dürfte einen stark negativen Effekt Anfang 2019 haben:



Während Investitionen auf den ersten Blick sehr positiv zum amerikanischen Wachstum im dritten Quartal 2018 beitrugen, zeigen die Details, dass dies effektiv nur ein klassischer Lageraufbau war. Grund dafür waren Hamsterkäufe, da per 1.1.2019 eine Anhebung der Importsteuer auf 25% drohte. Nach dem G20 Treffen in Buenos Aires wird nun eine Eliminierung der 10%igen Importsteuer zwischen den USA und China angestrebt. Entsprechend dürften die amerikanischen Firmen - um Kosten zu sparen - seit Dezember begonnen haben, ihre Lager abzubauen. Dies dürfte sich stark negativ auf das Wachstum im Dezember und Anfang 2019 auswirken.

Basierend auf all diesen Fakten, von denen Punkt 2 bis 4 in den Modellen von Alpine Macro und Ned Davis nicht berücksichtigt sind, erwarten wir, dass eine deutliche Wirtschaftsabschwächung ab Ende 2018/Anfang 2019 eingesetzt hat! Bestätigung für unsere Prognose erhalten wir vom Aktienmarkt (Korrektur und Outperformance der defensiven/zinssensitiven Sektoren) sowie vom Anleihenmarkt (sinkende Langfristzinsen und erhöhte Kreditaufschläge).

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018



## **Warum die daraus zu erwartende Trendumkehr in der FED-Politik für Gold und Goldminen entscheidend sein dürfte?**

Während die FED ihr "neutrales Zinssatzniveau" in den letzten beiden Monaten markant gesenkt hat (von «deutlich höher» zu «das untere Band erreicht») und im Dezember FED-Meeting von zwei (anstelle von drei) weiteren Zinssatzerhöhungen im 2019 ausgeht, spricht immer mehr gemässigter kommuniziert, geschieht die Anpassung an den erwarteten wirtschaftlichen Abschwung wie in der Vergangenheit eher langsam (wie auch 2000 und 2007/8). Die Finanzmärkte haben vor kurzem aber begonnen, die Trendumkehr in der Geldpolitik zu antizipieren.

Gold und Goldminen sind in den meisten wirtschaftlichen und geldpolitischen Zyklen die Anlageklassen, welche den Tiefpunkt zuerst erreichen und dann beginnen, positiv gegenüber anderen Anlageklassen zu divergieren und anzusteigen (Goldminen im Nov. 2000, Aktienmärkte im März 2003, bzw. Goldminen im Oktober 2008, Aktienmärkte im März 2009).

Basierend auf unserem wirtschaftlichen Ausblick und der daraus resultierenden Annahme, dass das FED in diesem Zyklus die letzte Zinserhöhung im Dezember 2018 gemacht hat, sehen wir eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass Gold im August 2018, die großen Goldproduzenten im September 2018 und die kleineren Produzenten/Explorer, etc. im November 2018 den Tiefpunkt erreicht haben. Warum die geldpolitische Trendumkehr so wichtig für Gold und Goldminen ist, erkennt man in der nachfolgenden Grafik:

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018

## Fed Funds (since mid 1999)



## Gold 2000 (log, since mid 1999, in CHF)



Quelle: Bloomberg, Konwave AG

Der Start zur monetären Lockerung (Ende 2000 und 2008) war der Anfang und Grund der letzten beiden großen Goldminenbullmarktphasen. Ein Blick zurück über die letzten 60 Jahre zeigt zudem, dass Goldminen in 10 von 12 Zinssenkungszyklen des FED im Mittel nahezu gleichzeitig mit dem Höchststand in den kurzfristigen Zinsen den Tiefpunkt erreicht hatten.

### Konklusion

Während 2018 eine grosse Enttäuschung für Edelmetallinvestoren darstellt, deuten die Marktbewegungen am Aktien- und Anleihenmarkt immer stärker auf eine deutliche wirtschaftliche Abschwächung und die absehbare Trendwende in der Zinspolitik der FED hin. Dies könnte auf eine ähnliche Kaufgelegenheit wie im Spätherbst 2000 und 2008 hindeuten.

Wie Ende 2000/anfangs 2001 und Ende 2008, blieben die von der Konwave AG verwalteten Fonds in den ersten Monaten der Aufwärtsbewegung auch in diesem Zyklus klar hinter dem Benchmark. Sobald klar wird, dass das

# NESTOR Gold Quartalsbericht 4/2018



NESTOR  
FONDS

Tief bei Gold im August und das Tief der grosskapitalisierten Goldproduzenten im September der Beginn eines nachhaltigen Goldbullmarktes ist, dürften die kleinkapitalisierten Werte signifikant outperformen, wie dies auch in der Vergangenheit (2001-2007 und 2009-2010) der Fall war. Erfreulich ist, dass im Dezember erste Anzeichen einer Trendwende bei den Value und Smallcap-Aktien beobachtet werden konnte. Das Ende der «Tax-loss-Selling»-Saison stimmt zudem positiv.

## Kontakt

Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsges. mbH · Löwengrube 18 · D-80333 München  
www.nestor-fonds.com · Tel. +49 (0)89/54 59 03 80 · info@nestor-fonds.de

## Disclaimer

Diese Ausarbeitung ist von NESTOR Investment Management (NESTOR) erstellt worden. Sie ist nur an denjenigen als Empfänger gerichtet, dem die Ausarbeitung willentlich von NESTOR zur Verfügung gestellt wird. Wird diese Ausarbeitung einem Kunden zur Verfügung gestellt, ist dieser allein der Empfänger, auch wenn die Ausarbeitung einem Mitarbeiter oder Repräsentanten des Kunden übergeben wird. Der Empfänger ist nicht berechtigt, diese Ausarbeitung zu veröffentlichen oder Dritten zur Verfügung zu stellen oder Dritten zugänglich zu machen.

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Soweit in dieser Ausarbeitung Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Die Inhalte dieser Information entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass dieses Dokument geändert wurde.

Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch Ihren Berater erforderlich.

Ausführliche produktspezifische Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen vollständigen Verkaufsprospekt, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie dem Jahres- und ggf. Halbjahresbericht. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf von Investmentanteilen. Sie sind kostenlos am Sitz der Kapitalanlagegesellschaft (NESTOR Investment Management S.A., 2 Place



# **NESTOR Gold**

## **Quartalsbericht 4/2018**



Dargent, L-1413 Luxembourg) sowie bei Zahl- und Informationsstellen (M.M.Warburg Bank Luxembourg S.A., 2, Place Dargent in L-1413 Luxembourg, M.M.Warburg & CO KGaA, Ferdinandstr. 75 in D-20095 Hamburg, Erste Bank der österreichischen Sparkasse AG, Graben 21 in A-1010 Wien oder Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsges. mbH, Löwengrube 18 in D-80333 München) erhältlich.