

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2019



München/Luxemburg/Herisau, März 2019

Im letzten Quartalsbericht argumentierten wir, dass eine Abkühlung der US-Wirtschaft viel wahrscheinlicher ist als allgemein angenommen. Heute sind wir mit der Sicht nicht mehr alleine und sowohl Konsensus als auch die Erwartungen bzw. Einschätzungen der Fed liessen die Zinserwartungen drastisch sinken. In diesem Bericht wollen wir neben einem kurzen Rückblick darauf eingehen, warum das Konsens Szenario «soft-landing» eher unwahrscheinlich ist und warum die Marktteilnehmer vermehrt mit Zinskürzungen rechnen werden. Die veränderte Einstellung zum Zinszyklus, von steigenden hin zu sinkenden Zinsen, wird für die Goldminen sehr positiv sein.

Rückblick

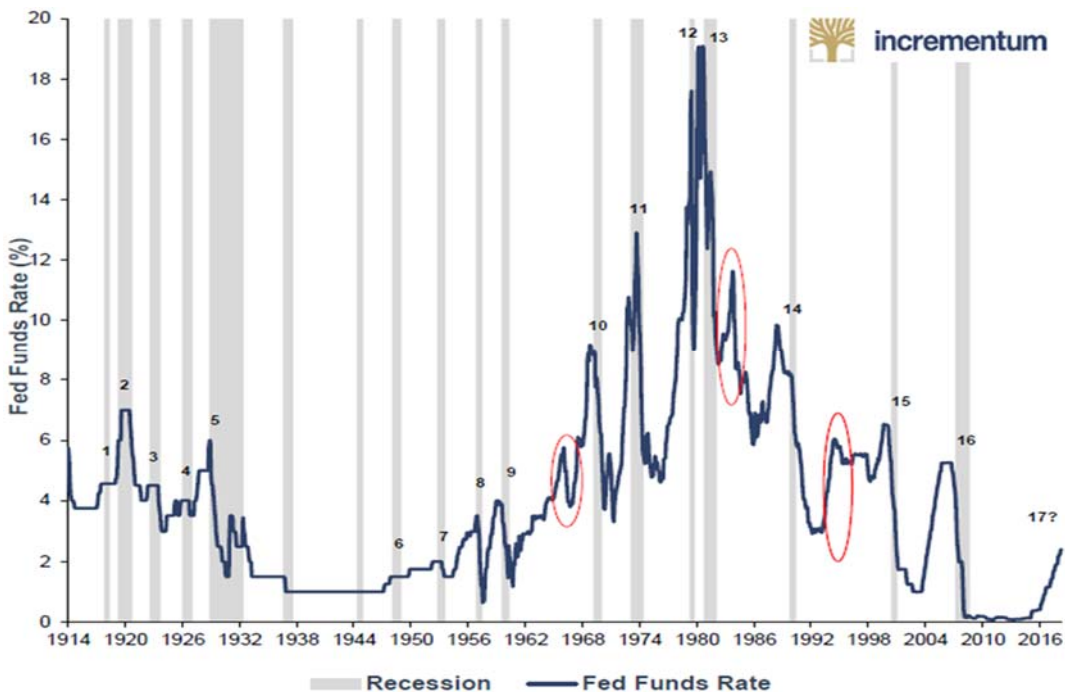
Gold beendete das Quartal mit einem Plus von 0,9% bei 1'292.3 USD/Unze. Der FTSE Gold Index gewann 8,2% (in USD), während der NESTOR Gold Fonds 10,7% (in USD) zulegen konnte. Es konnte somit trotz einer Übergewichtung von kleinkapitalisierten Werten, die weiterhin schwächer performen, ein positiver Beitrag durch die Aktienselektion erreicht werden. Positiv wirkten sich die Positionen in Eldorado, Alacer, Semafo, Hochschild, Doray, Alamos, Wheaton Precious, und Dundee Precious aus. Die Untergewichtung in den Benchmarktiteln Barrick, Newmont, Oceanagold und St. Barbara trugen ebenfalls zur Outperformance bei.

Gold profitierte von schwachen Wirtschaftsdaten, die die Zinserwartungen deutlich zurückgehen liessen. Die Quartalsergebnisse fielen im Rahmen der Erwartungen aus. Die Produktionserwartungen der Goldproduzenten lagen etwas unter den Erwartungen, was dem Goldpreis im Jahr 2019 helfen sollte. Aufgrund der sehr günstigen Bewertung, dem operationellen sowie finanziellen Leverage und der nach wie vor hohen Industriedisziplin sehen wir Goldminenaktien weiterhin im „Sweet Spot“ des Industriezyklus und gehen in einem Umfeld steigender Goldpreise mit einer substantziellen Outperformance gegenüber physischem Gold aus.

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2019

Warum ein «Soft Landing» unwahrscheinlich ist

Wir starten mit einem Rückblick auf vergangene Zinserhöhungszyklen nach denen ein «Soft Landing» gelang. Vor der Analyse sollten wir uns nochmal ins Bewusstsein rufen, dass der Finanzmarkt die Wirtschaftsgefahren systematisch unterschätzt und dass es dem Markt selten gelingt, eine Rezession vorherzusagen. In den letzten 100 Jahren folgten auf 19 Zinserhöhungszyklen 16 Rezessionen, oder anders gesagt, nur 3-mal gelang ein «soft Landing», was vereinfacht gesagt eine Wahrscheinlichkeit von 16% für die aktuelle Konsensmeinung ergibt.



Quellen: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Somit besteht unserer Meinung nach eine kleine Wahrscheinlichkeit für ein Soft Landing, was für den nahezu rekordhohen Aktienmarkt hohe Risiken birgt und deshalb «Versicherungen» wie Goldminen Investments an Attraktivität gewinnen sollten. Die sehr günstige Bewertung der Goldminen macht diese Versicherung zusätzlich interessant.

Viele Marktteilnehmer erwarten eine Stabilisierung der US-Wirtschaft mit geringen Wachstumszahlen in den kommenden Monaten, worauf dann wieder eine Beschleunigung der Wirtschaft folgt. Wir sehen eine höhere Wahrscheinlichkeit für ein Abrutschen in die Rezession. Seit der Finanzkrise

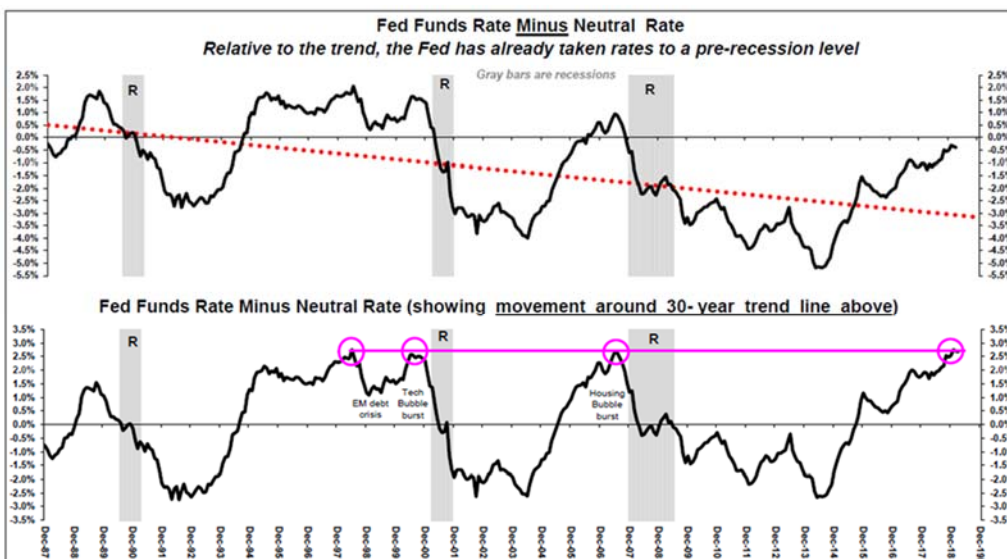
NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2019



NESTOR
FONDS

2008/09 resultierte das gesamte Wachstum nahezu aus wachsendem Konsum. Interessanterweise korreliert Konsum und Haushaltsvermögen in den USA sehr positiv (75-90%). Anders formuliert könnte man auch sagen, dass die Zentralbankpolitik (niedrige Zinsen und Bilanzausweitung der Zentralbanken) zu einer Vermögensinflation führte, die wiederum den Konsum anheizte. Ohne steigende Immobilien- und Aktienpreise wären die Wachstumswahlen in den letzten 10 Jahren wohl um die Nulllinie geschwankt, was heute viele Marktteilnehmer vergessen.

Da nahezu allen Rezessionen ein Zinserhöhungszyklus vorausging, stellt sich die Frage, welches Zinsniveau zu einer Rezession führt. Die folgende Graphik von Barry Bannister, Stratege von Stifel Nicolaus zeigt die Zinsen der Fed minus dem neutralen Zinssatz seit 1987. Der Begriff «neutraler Zinssatz» wurde von zwei früheren Fed-Gouverneuren eingeführt (Williams & Laubach, 2003). Der Begriff basiert auf der Annahme, dass der «neutrale» Zinssatz weder stimulierend noch bremsend für die Wirtschaft wirkt.



Source: Bloomberg data, Stifel format. "Neutral" real rate (r*) is Laubach & Williams (NY Fed, <https://www.ny.frb.org/outlook/laubach-williams/neutral-real-rate/>) to which we add Core PCE y/y% for a neutral nominal rate. We project forward the neutral rate through the latest month using the Fed's <https://www.fedreserve.org/monetarypolicy/neutral-rate/> (replication code as an input in RStudio), adding as extension inputs either consensus or futures values.

(1) Although some analysts see a "late-90s" parallel with no U.S. recession despite recessions overseas, unlike 1998-99 there is no major capex boom (Tech, late 1990s) to support the U.S.

NESTOR Gold

Quartalsbericht 1/2019



Die Graphik zeigt zwei sehr wichtige Punkte auf:

1. Die rote Linie in der oberen Abbildung zeigt auf, dass die «Fed Fund Rate» abzüglich des neutralen Zinssatzes über die letzten 32 Jahre tendenziell fällt. Woraus man schließen kann, dass die Wirtschaft immer weniger mit einem Zinsniveau über dem neutralen Zinssatz umgehen kann (z.B. durch strukturelle Schwächen wie Überschuldung oder der sich zuspitzenden demographischen Situation).
2. Die untere Abbildung nimmt die sinkende Trendlinie aus der oberen Abbildung als Basis. Demnach deuten die aktuelle «Fed Fund Rate» abzüglich des neutralen Zinssatzes auf eine sehr straffe Notenbankpolitik hin, die bei einer ausbleibenden Lockerung die nächste Rezession auslöst.

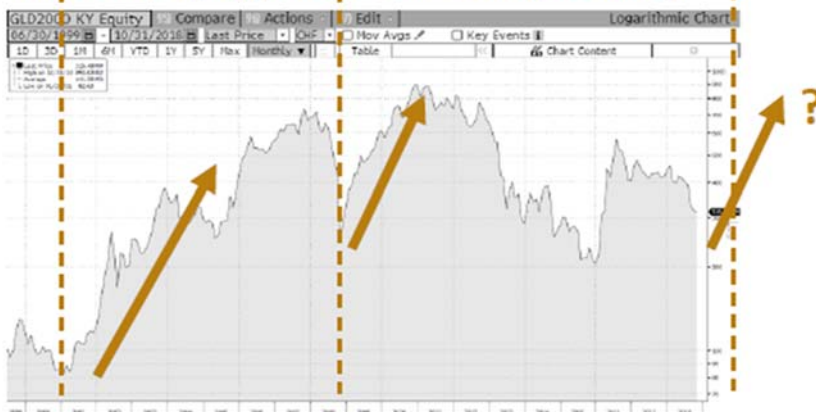
Eine schwache US-Wirtschaft vermindert die Wiederwahlchancen (2020) für Präsident Trump. Wenn man davon ausgeht, dass die US-Demokraten (kontrollieren das Haus) wie angekündigt alles machen, um eine Wiederwahl zu verhindern, ist in den nächsten zwei Jahren nicht mehr von einem fiskalischen Stimulierungspaket auszugehen. Der aktuelle Vorschlag von Präsident Trump für Stephen Moore als Fed-Gouverneur zeigt, dass die US-Wirtschaft durch die Notenbankpolitik stimuliert werden soll. Stephen Moore kritisierte die FED in der Vergangenheit für ihre straffe Zinspolitik und plädiert für ein drastisch niedrigeres Zinsniveau (was natürlich gut für Gold wäre). Falls Moore Fed-Gouverneur wird, würden die für eine lockere Geldpolitik plädierenden Fed-Gouverneure die Mehrheit gewinnen. Dies im Zusammenspiel mit einer rückläufigen US-Wirtschaft und dem Anreiz, die Wirtschaft bis hin zur Wahl zu stimulieren, sollte deutliche Zinssenkungen auslösen. Starke Zinssenkungen lösten in der Vergangenheit regelrechte Kurssprünge bei den Goldminen bzw. bei unseren Fonds aus, wie es in der folgenden Graphik zu sehen ist. Die aktuelle Kommunikation der FED zeigt klar, dass bei einer neuen Rezession auch negative Zinsen als Mittel genutzt werden. Dadurch würden die realen Zinsen aller Wahrscheinlichkeit nach deutlich (auf historisches Level) sinken, was neue Allzeithochs bei Gold und Goldminen auslösen könnte.

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2019

Fed Funds (since mid 1999)



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



Quelle: Bloomberg, Konwave AG

Neben dem Einleiten von sinkenden FED Fund Rates sehen wir die Positionierung der Investoren (z.B. managed money an der Comex) als entscheidend an, dass der Goldpreis die wichtige Hürde von 1'350 - 1'370 durchbrechen kann. Das mehrmalige Scheitern des Durchbruchs dieser wichtigen Marke, führt zu einer zunehmenden Zurückhaltung bei Investoren, bis diese wirklich erreicht ist. Allerdings kann es dann sehr schnell gehen, was einen Einstieg bei attraktiven Kursen eventuell schwierig macht. Das Durchbrechen von wichtigen Unterstützungen hat bei Gold (sowohl nach oben als auch unten) oft eine massive (und rasche) Bewegung zur Folge. So führte z.B. 2013 das Durchbrechen der 1'530 Marke zu einem Kursrutsch von 190 USD innerhalb von 2 Tagen. Dies könnte durchaus auf dem Weg nach oben passieren und somit wäre nach einem Überschreiten von 1'350 - 1'370 ein Goldpreis von 1'500 innerhalb kürzester Zeit möglich. Bei diesem Szenario sind Kurssteigerungen von 30-

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2019



50% in unserem Fonds nicht unrealistisch. Da auf den Durchbruch dieser Marke lange gewartet wurde/wird und somit eine solche Welle auslösen kann.

Es stellt sich natürlich die Frage, wie groß die Gefahr ist, dass man diese Aufwärtsbewegung verpasst bzw. wann es endlich soweit ist? Bei den letzten Annäherungen an die wichtige Marke waren die Comex-Positionierungen eher ungünstig. 2018 sah dies anders aus, was uns zur Überzeugung brachte, dass ein Ausbruch endlich gelingt. Allerdings führten die negativen (und schwer zu verstehenden) Reaktionen auf den Handelskrieg sowie mehr als erwartete Zinserhöhungen (aufgrund von der Fiskalpolitik profitierenden US-Wirtschaft) zu einem zu großen Hindernis für den Goldpreis. Diese Hindernisse (Deeskalation des Handelskrieges und keine Zinserhöhungen durch die FED, was auch den Dollar eher schwächen sollte) sind nun aus dem Weg geräumt und das Warten der Goldmineninvestoren könnte somit endlich belohnt werden.

Konklusion

Nach einer längeren Phase der Enttäuschung steigt die Wahrscheinlichkeit eines Gold Bullenmarktes. Steigende Fed Fund Rates sollten nun kein Hindernis mehr sein und der Konjunkturzyklus sowie die Zinsumkehr der FED sollten eine breite Basis für die Überwindung der 1'350 - 1'370 Hürde bilden.

Viele Goldminenfonds sind in den letzten Monaten aus dem Junior/ Developer Bereich ausgestiegen, was den Bewertungsabschlag auf neue Rekordhöhen gebracht hat. Wir sind unserer langfristigen Strategie treu geblieben und haben damit ein vergleichsweise sehr günstig bewertetes Portfolio. Wir sind überzeugt, dass sich dies langfristig auszahlt. Deshalb erwarten wir, wie auch in den vorhergehenden Bullenmarktphasen, eine deutliche Outperformance gegenüber physischem Gold und passiven wie auch aktiven Konkurrenzprodukten.

NESTOR Gold Quartalsbericht 1/2019



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., 3, Rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach) sowie bei Zahl- und Informationsstellen (European Depositary Bank SA, 3, Rue Gabriel Lippmann in L-5365 Munsbach, 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.