

# NESTOR Gold Quartalsbericht 2/2023



## Herisau, im Juli 2023

In diesem Quartalsbericht möchten wir, neben dem traditionellen Rückblick, auch auf die wichtigsten Faktoren für Gold und Goldminenaktien eingehen. In Anbetracht der hohen Bedeutung der relativen Performance unseres Fonds gegenüber dem S&P 500 und dem MSCI World Equity Index zeigen wir zudem den nicht zu unterschätzenden Einfluss von Gewinnrevisionen. Seit einigen Monaten ist ein sehr positiver Wandel zu beobachten, welcher von der Mehrheit der Anleger noch nicht wahrgenommen wurde und sich in den kommenden Monaten noch verstärken dürfte.

### Rückblick

Am 30. Juni 2023 schloss der Goldpreis bei USD 1'919.35/Unze, was einem Minus von 2.5% gegenüber dem Vorquartal entspricht. Der Philadelphia Stock Exchange Gold and Silver Index verlor 8.7% (USD) / 9.1% (EUR), während der Nestor Gold Fonds (Anteilsklasse –B–) 10.1% (USD) / 10.5% (EUR) einbüsste. Der Fonds erzielte im zweiten Quartal 2023 eine Unterperformance, da er auf Small und Mid Caps ausgerichtet ist, die sich schlechter entwickelten als die Large Cap-Goldproduzenten.

Der Goldpreis konsolidierte sich im 2. Quartal 2023 aufgrund der traditionellen saisonalen Schwäche sowie aufgrund von Abflüssen aus börsengehandelten Gold ETFs und Verkäufen an der COMEX. Der Verkaufsdruck taktischer Anleger war auf höhere langfristige Renditen und das Einpreisen weiterer FED-Erhöhungen zurückzuführen. Für das erste Quartal meldeten die Goldminenunternehmen Ergebnisse, die im Allgemeinen besser als erwartet ausfielen. Während die Produktion weitgehend den Erwartungen entsprach, lagen die gemeldeten Kosten grösstenteils unter den Erwartungen, was unsere Einschätzung einer nachlassenden Kosteninflation, nach zwei Jahren relativ starker Kostensteigerungen, bestätigt. Dementsprechend erwarten wir im Laufe dieses Jahres keine negativen Überraschungen mehr und positive Überraschungen sind sehr wahrscheinlich.

# NESTOR Gold

## Quartalsbericht 2/2023



Nachstehend finden Sie die wichtigsten Einflussfaktoren für Gold und Goldminen sowie ihre kurz- und mittelfristigen Aussichten:

### Physischer Goldmarkt



"Game Changer" bei physischem Gold, da die Zentralbanken nach dem Einfrieren der russischen Devisenreserven begonnen haben, in Gold zu diversifizieren.

Nicht-NATO-Länder und Staaten, die den USA nicht so wohlgesonnen sind, beginnen weg von USD, EUR und westlichen Fremdwährungen in Gold zu diversifizieren, da dies die einzige Währung ist, die unabhängig vom politischen Willen ist!

Im Gegensatz zu den sehr frustrierenden Jahren 2011-2022, in denen die Nachfrage nach Gold-ETFs der Haupttreiber für die Auf- und Abwärtsbewegungen bei Gold und Goldminen war, ist der physische Goldpreis seit dem vierten Quartal 2022, aufgrund von deutlich mehr Käufen der Zentralbanken (die sich schnell von den westlichen Währungen abwenden), nicht mehr in hohem Masse von der kurzfristigen/taktischen Investorennachfrage abhängig. Dies ist das erste Mal seit fast 20 Jahren, dass der Goldpreis steigen kann, ohne dass die Anleger in den Goldmarkt strömen! Die Diversifizierung weg vom US-Dollar und den westlichen Währungen hin zu Gold wird wahrscheinlich noch viele Jahre andauern, da Gold in den meisten Ländern immer noch einen sehr geringen Anteil an den Währungsreserven ausmacht.

### Gold Makroausblick



Auf der Grundlage sehr zuverlässiger Forward-Guidance-Modellen und stark gestiegenen FED-Zinsen wird sich die Wirtschaft in den kommenden Quartalen weiter abschwächen. Die restriktivere Kreditpolitik der US-Banken ist eine weitere Belastung für die Wirtschaft. Hinzu kommt, dass die überschüssigen Ersparnisse aus der Pandemie inzwischen größtenteils aufgebraucht sind.

Allerdings gab es jedoch keinen grösseren Kreditzyklus und auch keinen starken Investitionszyklus. Zudem besteht aktuell eine relativ geringe Zinssensitivität der US-Verbraucher und der US-Unternehmen (sie haben sich langfristig gegen niedrige Zinsen abgesichert). Aufgrund der demografischen Situation in den USA, besteht Grund zur Annahme, dass es keinen starken Anstieg der Arbeitslosigkeit geben wird. All diese Faktoren sprechen gegen eine schwere Rezession. Wir teilen daher die Konsensmeinung, die für 2023 ein geringes

# NESTOR Gold

## Quartalsbericht 2/2023



Wachstum oder eine leichte Rezession erwartet, gehen aber davon aus, dass dieses Umfeld strukturell, sprich hohe Verschuldung, Überalterung und Konsumsättigung, bedingt ist (im Gegensatz zum Konsens, der an eine Erholung nach der schwachen Wirtschaft im 2023 glaubt).

Der Rückgang der Inflation verlangsamt sich bereits aufgrund des schwindenden Einflusses des Basiseffekts, der in der zweiten Jahreshälfte sogar ganz wegfällt. Die einzige nennenswerte Abschwächung kommt noch von den Miet- und Unterhaltskosten (Wohnen), während die Inflation in den ersten Teilsegmenten bereits wieder zu steigen beginnt!

Generell ist der Konsens für den Aktienmarkt sehr optimistisch. Die vom Markt eingepreisten Zinssatzsenkungen der FED werden sich verzögern und die erwarteten Zinssenkungen werden wahrscheinlich geringer ausfallen, als erwartet. Dies deutet auf einen sehr negativen Ausblick für Wachstumsaktien, jedoch auf einen sehr positiven Ausblick für die Gewinner eines stagflationsähnlichen Szenarios (d.h. Gold und Rohstoffaktien) hin.

Strukturell höhere Inflation basiert auf den folgenden neuen langfristigen Trends:

- Deglobalisierung vs. Globalisierung
- Struktureller Arbeitskräftemangel aufgrund der demografischen Entwicklung
- Beginn eines strukturellen Sparzyklus aufgrund der demographischen Entwicklung
- Beginn eines strukturellen Bullenmarktes bei Rohstoffen nach mehr als 10 Jahren der Unterinvestition
- Dekarbonisierung, die hohe Infrastrukturinvestitionen erfordert

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir ein Softlanding oder eine leichte Rezession als nicht sehr wichtig für den Goldmarkt erachten. Was die Inflationsaussichten anbelangt, so gehen wir zwar davon aus, dass die Gesamt- und Kerninflation in den nächsten Monaten weiter zurückgehen wird. Jedoch liegt der Rückgang deutlich unter dem Marktkonsens und was noch viel wichtiger ist, die strukturell höhere Inflation ist (noch) nicht in den Finanzmärkten eingepreist. Infolgedessen erwarten wir eine Rotation an den Finanzmärkten, von Vermögenswerten mit langer Duration (aufgrund der hartnäckigen Inflation und der abnehmenden Erwartung von Zinssenkungen der FED) zu den Gewinnern eines stagflationsähnlichen Szenarios (analog Q1, 2022).

# NESTOR Gold

## Quartalsbericht 2/2023



Sollten wir jedoch mit unserem Inflations-Timing falsch liegen und die Inflation weiter deutlich nach unten driften, dann sind deutliche FED-Zinssenkungen sehr wahrscheinlich, was in der Vergangenheit zu deutlichen Kursgewinnen bei Gold und Goldminenaktien geführt hat.

### Goldminenausblick (Mikroausblick)



Die Inflation der Produktionskosten lässt nach (die Kosten im 1. Quartal 2023 liegen deutlich unter den Konsenserwartungen) und führt daher bei einem stabilen oder steigenden Goldpreis zu positiven Gewinnrevisionen (was wie auf Seite 5 in diesem Quartalsbericht ersichtlich ist und von großer Bedeutung ist). Dies dürfte zu steigendem Interesse von stark untergewichteten Generalisten und Quant-Investoren führen. Darüber hinaus sind die Goldminenaktien im Verhältnis zum physischen Gold rekordverdächtig niedrig bewertet, extrem unterbewertet im Vergleich zu ihrer eigenen Historie und deutlich unterbewertet im Vergleich zum Aktienmarkt. Die kleinkapitalisierten Unternehmen, insbesondere die Explorations- und Entwicklungsunternehmen, weisen ebenfalls einen Rekordabschlag gegenüber den großen Produzenten und Royalty-Unternehmen auf, was die extrem niedrige Bewertung des Nestor Gold Fonds weiter unterstützt.

### Verhaltensökonomik (Behavioural Finance)



Der Goldmarkt zeigt ein extremes Desinteresse und das ist bei Goldminenaktien noch ausgeprägter. Gold-ETFs verzeichneten zwischen April 2022 und März 2023 sehr hohe Rücknahmen und das Interesse der Anleger hat trotz der wahrscheinlichsten Szenarien wie Stagflation oder FED-Wendepunkt in letzter Zeit nicht zugenommen. Hohe Abflüsse aus aktiven und passiven Goldminenfonds im Jahr 2023 sind ebenfalls äußerst positive und zuverlässige Kontraindikatoren.

Darüber hinaus ist die spekulative Positionierung an der COMEX, trotz der Tatsache, dass sich Gold in der Nähe des Allzeithochs befindet, bescheiden. Aus Sicht der Behavioral Finance deuten die aktuellen Signale, ähnlich wie Ende 2015/Anfang 2016 sowie Ende 2018 und Oktober 2022, auf eine sehr attraktive Kaufgelegenheit hin. Die Chancen für die Anleger in den folgenden Monaten/Quartalen erhebliche Gewinne zu erzielen, sind überdurchschnittlich hoch! Angesichts der noch ausgeprägteren Untergewichtung der Anleger in Goldminen sind die Signale für Goldminen im Vergleich zu physischem Gold sogar attraktiver!

## Technische Analyse

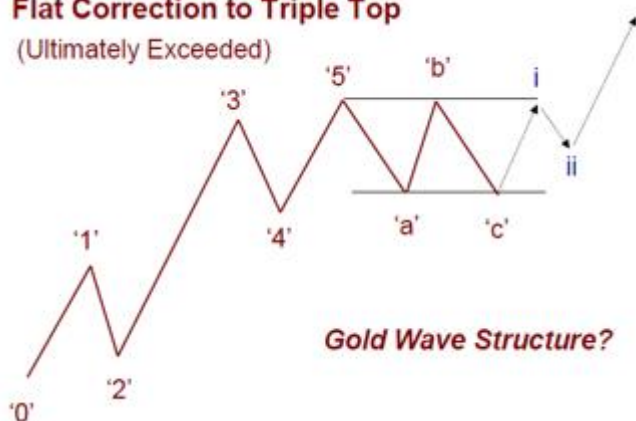


Gold befindet sich in der Nähe des Allzeithochs und die kurzfristigen Indikatoren sind leicht überverkauft - ein perfekter Zeitpunkt für einen Einstieg. In Anbetracht der Tatsache, dass Gold innerhalb von weniger als drei Jahren dreimal die Marke von USD 2'070 - USD 2'080 erreicht hat und der Fakt, dass ein "Triple Top" als Chartformation technisch gesehen nicht existiert, gehen wir davon aus, dass Gold diesen Widerstand innerhalb der nächsten Monate durchbrechen und deutlich höhere Niveaus erreichen wird (siehe nachfolgende Grafik).

Die Angebots-/Nachfragesituation auf dem physischen Goldmarkt, die makroökonomischen Aussichten und die Signale der Behavioural Finance stützen diese Sichtweise ebenso.

### Flat Correction to Triple Top

(Ultimately Exceeded)



# NESTOR Gold Quartalsbericht 2/2023



## Die sehr starke Beziehung zwischen Gewinnrevisionen und der relativen Performance von Goldminenaktien

Obwohl die starke Korrelation zwischen den Gewinnrevisionen und der relativen Performance der Goldminen, respektive Goldminenunternehmen im Allgemeinen und des breiten Aktienmarktes offensichtlich und nachvollziehbar ist, steht sie nicht immer im Vordergrund des Anlegerinteresses. Da wir uns an einem sehr ähnlichen Punkt im Gold- und Konjunkturzyklus wie Ende 2018 befinden, erhält dieser Sektor, zusätzlich zu den oben beschriebenen Punkten, weitere starke Unterstützung. Die nachfolgende Graphik unterstreicht die zurzeit sehr hohe Attraktivität des Gold- und Goldminensektors.

Gewinnrevisionen Goldminen (5 Jahre)



2023/24:  
stabiler oder steigender Goldpreis  
→ Goldminen: Fortsetzung der positiven Gewinnrevisionen

Gewinnrevisionen S&P 500 (5 Jahre)



2023/24:  
Tiefes Wirtschaftswachstum  
→ Fortsetzung der negativen Gewinnrevisionen erwartet

Relative Performance Goldminen (FTSE Gold Minen) vs. S&P 500 und MSCI World (5 Jahre)



2023/24:  
stabiler oder steigender Goldpreis, steigende Gewinnrevisionen bei Goldminen  
→ Outperformance der Goldminen vs. Aktienindizes dürfte anhalten

Quelle: Bloomberg, Konwave AG

# NESTOR Gold Quartalsbericht 2/2023



## Fazit

Gold und Goldminen haben im 2. Quartal 2023 (saisonal häufig die schwächste Periode des Jahres) konsolidiert. Die Goldminenbetreiber überraschten mit Kosten, die unter den Konsenserwartungen lagen, ein Trend, der sich im Laufe des Jahres fortsetzen könnte und eine völlige Veränderung gegenüber 2021/2022 darstellt, als die Kosten stärker als allgemein erwartet gestiegen sind. Dies dürfte in einem Umfeld stabiler oder steigender Goldpreise zu weiteren positiven Gewinnkorrekturen führen und die Performance der Goldminenunternehmen im zweiten Halbjahr 2023 unterstützen.

Zum ersten Mal seit mehr als 20 Jahren stehen alle Schlüsselfaktoren für Gold und Goldminen (physischer Goldmarkt, Makro-, Mikro-, Behavioural Finance und technische Analyse) auf «Grün» (während Ende 2015, Ende 2018 und Oktober 2022 vier von fünf Ampeln «Grün» waren). Infolgedessen sind die Aussichten für den Rest des Jahres 2023 sowie für die kommenden Jahre ausserordentlich positiv, während die erwarteten Renditen der traditionellen Anlageportfolios (Aktien, Private Equity, Anleihen und Immobilien) im sich abzeichnenden Stagflations-ähnlichem Szenario bestenfalls als herausfordernd bezeichnet werden können. Vor diesem Hintergrund und um das Vermögen der Anleger zu schützen, empfehlen wir, unter Berücksichtigung der Risikobudgets, einen Teil der Vermögensallokation in Gold, Goldminen, Rohstoffe und Rohstoffaktien umzuschichten. Diese stark unterbewerteten Anlageklassen, die in institutionellen Portfolios stark untervertreten sind, haben aus unserer Sicht das mit Abstand höchste Renditepotenzial in den kommenden Jahren.

Wir haben die Schwäche im zweiten Quartal genutzt, um den Nestor Gold Fonds entsprechend zu positionieren und gehen davon aus, dass er sich in der aktuelle Bullenmarkt, welcher im Oktober 2022 begann, ähnlich wie in früheren Bullenphasen besonders gut entwickeln wird. Vor allem in der Zeit nach der anfänglichen Unterperformance von Explorern und Entwicklern (wie in den Jahren 2021 bis Q2, 2023) war die Rendite in der Vergangenheit um ein Vielfaches höher als die Indexrendite. Diese für unseren Investmentansatz besonders attraktive Phase sollte bald beginnen und mindestens 1 bis 2 Jahre andauern.

Walter Wehrli und Erich Meier, Konwave AG

## Kontakt

Dr. Kohlhasse Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH · Löwengrube 18 · D-80333 München  
www.nestor-fonds.com · Tel. +49 (0)89 / 54 59 03-0 · epost@kohlhasse.de

# NESTOR Gold Quartalsbericht 2/2023



## Disclaimer

Diese Ausarbeitung ist von Dr. Kohlhase Vermögensverwaltungsges. mbH (DKO) erstellt worden. Sie ist nur an denjenigen als Empfänger gerichtet, dem die Ausarbeitung willentlich von DKO 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 (LRI Invest S.A., 9a, 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.