

AMG Gold – Minen & Metalle

Jahresbericht 2018

Rückblick

Der Wert des AMG Gold – Minen & Metalle Fonds (AMG Gold) hat sich auch 2018 negativ verändert. Das Edelmetallaktienumfeld war, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte (H2), von einem negativen Sentiment geprägt, sodass die Unternehmen ein weiteres schwieriges Jahr hatten. Besser hielt sich, wie schon im Vorjahr, Gold selber, schloss aber das Jahr ebenfalls negativ ab.

Während des gesamten Jahres wurde der Goldpreis von der Zinserhöhungspolitik der amerikanischen Notenbank (FED) beeinflusst. Der Leitzins wurde durch die FED im Verlauf des Jahres in vier Schritten von 1.25% auf 2.25% angehoben. Gleichzeitig sind die realen USD-Zinsen leicht angestiegen, weil die Inflation in der ersten Jahreshälfte (H1) zwar anzog, sich aber im H2 wieder entspannte. Steigende reale Zinsen bedeuten für den Goldpreis meistens Gegenwind. In den Monaten Juni, Juli und August korrigierte dieser deshalb um über USD 100. Der durchschnittliche Goldverkaufspreis für 2018 blieb mit USD 1269 über dem Vorjahr und ist nun schon seit drei Jahren de facto unverändert (2016: USD 1246; 2017: USD 1257).

Die physische Goldnachfrage ist sehr beständig. Gemäss dem World Gold Council (WGC) fällt China mit hoher Nachfrage in der Schmuckindustrie aber auch bei Münzen und Barren auf. Die Wachstumsraten sind zweistellig und machen zusammen nun über 1'000 Tonnen pro Jahr aus. Grosse Wachstumsraten hat in diesem Bereich auch Iran. Ebenfalls grössere Mengen physisches Gold gekauft haben die Notenbanken von Russland, Türkei, Indien, Kasachstan und Ungarn. Die russische Notenbank hält jetzt offiziell 2'036 Tonnen Gold (Stand Q3 2018), was einer Verdoppelung seit 2016 entspricht. Dieses Jahr kam nebst der jährlichen Minenproduktion von 3'100 Tonnen zusätzlich Gold von Finanzinvestoren Gold via physisch hinterlegten ETFs auf den Markt. Beim Goldpreis ist anzumerken, dass täglich Papiergold in Form von Futures und Derivaten in grossen Mengen hin und her gehandelt wird und immer wieder für Kursauschläge in beide Richtungen sorgt. Pro Saldo ein Nullsummenspiel, da am Ende nur die physischen Lieferungen zählen.

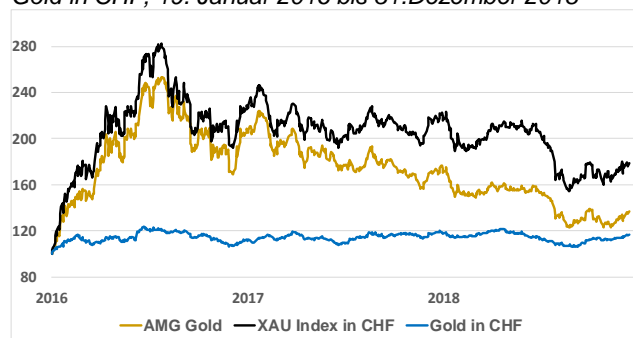
Silber hat einmal mehr stärker verloren als Gold, das Minus beläuft sich auf 8.5% gegenüber dem Jahresanfang. Unter den aktuellen Preisbedingungen ist dies für die Silberproduzenten kaum mehr ein profitables Geschäft. Dementsprechend haben fast alle Silber Miner ins Goldgeschäft diversifiziert.

Die Aktienkurse der Goldproduzenten bewegen sich historisch gesehen rund drei Mal schneller als der Goldpreis - in beide Richtungen. Die Performance dieses Sektors über die letzten zwei Jahre ist zweifelsohne enttäuschend.

Betrachten wir hingegen die Entwicklung seit Januar 2016, wo möglicherweise die Korrektur, welche im 2011 angefangen hat, ihren Tiefpunkt erreicht hat, sieht die Bilanz der Performance wesentlich besser aus als die letzten zwei Jahre. In dieser Periode hat sich Gold um 20% verteuert. Die Aktien, gemessen am Philadelphia Gold & Silver Index (XAU), avancierten über 60%.

Die Strategie des AMG Gold Fonds verfolgt seit Lancierung am 18. April 2006 den Ansatz der „relativen Stärke“. In einem Seitwärtsmarkt, wo Aktien ohne klaren Trend hin und her schwanken, ist die Strategie mehr oder weniger ohne Chance, Outperformance zu erzielen. 2018 haben viele Aktien mehrere Male Anlauf genommen, neue Jahreshöchstkurse zu schreiben, gefolgt von scharfen Rückschlägen in kürzester Zeit. Abb. 1 zeigt die Performance des AMG Gold Fonds gegenüber dem XAU Index und Gold (in CHF) über die letzten drei Jahre.

Abb. 1: AMG Gold Fonds im Vergleich zum XAU Index und Gold in CHF, 19. Januar 2016 bis 31. Dezember 2018



Quelle: AMG, Bloomberg

Die durchschnittlichen „all-in“ Kosten (alle Kosten inklusive Abschreibungen, Steuern, Abgaben und administrative Kosten) der produzierenden Firmen sind 2018 gegenüber dem Vorjahr wegen Sondereffekten um 2% auf USD 1'132 pro Unze Gold (BMO Research) angestiegen. Bei grossen Firmen sind diese tiefer als bei kleinen und die Varianz zwischen den einzelnen Firmen ist gross. Je nachdem, ob der Goldpreis auf den diesjährigen Jahreshöchstkursen (USD 1'366) oder nahe den Tiefstkursen (1'166) handelte, veränderte sich die Gewinnmarge markant. Dies ist mit ein Grund, warum viele der Goldminenkurse in der Periode Juni – August so stark einbrachen. Noch schwieriger war das Segment der Goldsucher, den sogenannten „Explorers“. Wenn die Produzenten schon Mühe bekunden, dann wird es meistens für die Cash vernichtenden Explorers noch schwieriger. Liquidität ist für sie überlebenswichtig. In einem Umfeld wie diesen Sommer war es für die meisten kleineren Firmen unmöglich, neues Kapital aufzunehmen. Einige Firmen büsstes deswegen mehr als 75% ihres Marktwertes gegenüber Jahresanfang ein. Desaströs. Erschwerend hinzu kam eine implodierende Marktliquidität. Wir haben reagiert und das Portfolio weiter zu Gunsten „Senior“-Produzenten angepasst. Abb. 2 zeigt die Veränderungen der Allokation des Fonds über die letzten vier Quartale.

Abb. 2: Portfolioveränderungen pro Quartal

| Sektor Allokation | Q3 2017 | Q4 2017 | Q1 2018 | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 | Benchmark Q4 2018 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|
| Seniors | 34.9% | 35.4% | 39.3% | 23.5% | 33.6% | 50.8% | 56.8% |
| Intermediates | 25.5% | 28.4% | 21.9% | 21.5% | 30.5% | 21.3% | 7.9% |
| Juniors | 2.4% | 3.5% | 4.8% | 5.7% | 4.6% | 3.3% | 0.5% |
| Explorers | 11.5% | 7.1% | 7.1% | 5.5% | 7.4% | 7.7% | 3.9% |
| Silver Stocks | 22.6% | 17.3% | 18.0% | 18.5% | 14.8% | 9.3% | 13.5% |
| Royalties | 1.7% | 8.3% | 4.3% | 8.9% | 5.3% | 1.9% | 17.4% |
| Silver | 0.0% | 0.0% | 2.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Gold | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 5.2% | 0.0% |
| Platin/Palladium | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Cash | 1.4% | 0.0% | 2.1% | 16.4% | 3.8% | 0.5% | 0.0% |

Quelle: AMG

Das schwierige Umfeld zwang die Managements, über Fusionen nachzudenken. Der unerwartete Zusammenschluss von Barrick Gold (ABX) und Randgold Resources (GOLD) im September, zweier Seniorproduzenten, überraschte den Markt. Neu bei dieser Transaktion war der Fakt, dass dieser Deal ohne Prämie über die Bühne ging. Ein Novum mit positivem Vorzeigecharakter. Die Kursavancen in der Folge waren die Bestätigung, dass Investoren diese Transaktion gutgeheissen haben.

Ausblick

Erstaunlicherweise geben sich die Brokerhäuser für das kommende Jahr recht optimistisch für den Goldpreis. Sollten sich die Annahmen, welche über USD 1'275 liegen, bewahrheiten, so haben die Goldminenaktienkurse Aufwärtspotential. Interessant wird es, die Notenbankpolitik für das kommende Jahr zu verfolgen. Es wird sich zeigen, ob der Zinserhöhungszyklus der FED im 2019 wie erwartet fortgeführt wird. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) wird fast zwangsweise Einfluss auf das Finanzgeschehen nehmen. Das Ende des QE-Programms im Dezember 2018 und die noch wenig konkrete Kommunikation, macht es spannend, wie es 2019 mit der Zinspolitik weiter geht. Ein schwacher oder starker USD (gegen Euro) wird für den Goldpreis das Zünglein an der Waage spielen. Die FED wäre zumindest in der Lage, im Fall einer globalen wirtschaftlichen Abkühlung, Gegensteuer zu geben. Ein solcher Schritt wäre sehr positiv für Edelmetalle und insbesondere für die Goldminen.

Bei den Edelmetallaktien haben wir im Rückblick illustriert, wie eng die Margen 2018 waren. Es gibt zwar von Firma zu Firma grosse Kostenunterschiede, aber eine Veränderung des Goldpreises wird bei vielen Aktien grosse Kursbewegungen auslösen. Der Sektor, gemessen an den Goldreserven, welche im Boden liegen, ist günstig bewertet, egal ob der Goldpreis USD 1'100 oder 1'300 ist. Wir wissen, dass das Fördern von Gold eine Kostenkomponente hat, und die Profitabilität aktuell bei vielen Firmen zu wünschen übrig lässt. Die „all-in“ Kosten werden 2019 durch diverse neue Projekte mit höheren „Grades“ aber auf unter USD 1'000 sinken. Dies haben nur wenige Investoren in ihren Bewertungsmodellen.

Wir erwarten 2019 eine erhöhte M&A-Aktivität. Firmen wie die „neue“ Barrick Gold haben bereits angekündigt, unter welchen Kriterien eine Mine profitabel geführt werden kann. Auch verschiedene andere Firmen haben verlauten lassen, welche Assets möglicherweise zum Verkauf stehen.

Dagegen hat es auch viele Firmen, welche sich vergrössern werden und auf der Suche nach passenden Assets sind. Dies wird spannend, lassen sich doch beim Optimieren von Minen immer wieder Kosten sparen.

Noch mehr „Zero“-Prämien-Deals (Fusionen) würden dem Sektor definitiv zu Leben verhelfen. Man denke da nur an die Kosteneinsparungen im administrativen Bereich. Australische Unternehmen sind, gemessen am P/NAV, markant teurer als ihre kanadischen Konkurrenten. Es ist zu erwarten, dass billige Minen in Nordamerika mögliche Übernahmeziele der Australier werden.

Von den Goldminenanalysten wird immer wieder in den Raum gestellt, dass die Minenindustrie ihre Reserven nicht durch die jährliche Produktionsgrösse ersetzen kann. Doch die allermeisten Firmen konnten die letzten Jahre gute Resultate im Explorationsbereich vorweisen und ihre Reserven aufstocken. Was uns vielmehr interessiert ist die Frage, ob das Gold, das gefunden wird, sich auch mit einem ansprechenden Gewinn abbauen lässt. Der Goldgehalt pro Tonne („Grades“ p/T.) ist hier die wichtigste Messgrösse und entscheidet alleine über Profitabilität einer Mine. In den risikobehafteten Ländern sind die „Grades“ meistens höher als in den sicheren „westlichen“ Orten. Die profitabelste Firma der letzten 15 Jahre, Randgold Resources, hatte in Westafrika sicher die eine oder andere geopolitische Herausforderung zu meistern. Dem Gründer und CEO, Mark Bristow, war dies egal. Sein Motto war: „so profitable Unzen wie möglich zu finden und abzubauen“. Der langfristige Erfolg seiner Firma gibt Bristows Strategie Recht. Wir sind gespannt, wie erfolgreich er mit der neuen Barrick wird. In einem gleichbleibenden Goldpreisumfeld sind Firmen, welche hohe „Grades“ in ihren Assets halten und konstante Profitabilität vorweisen interessanter. Erst wenn der Goldpreis eine gewisse Hürde nach oben überschreitet und sich dort halten kann, werden die qualitativ schlechteren Werte für Investoren attraktiver. Mit der aktuellen Kostenbasis ist ein Goldpreis über USD 1'300 für viele Miner ein „Muss“.

Die Kapitalisierung der gesamten Edelmetallindustrie (ohne Basismetaller), ist für weniger als den halben Preis von Apple zu haben. Historisch gesehen wissen wir, dass sich solche Ungleichgewichte immer wieder ausgleichen. Der Edelmetallsektor war immer wieder mal an der Spitze der Sektorenrangliste.

Konklusion

Vieles spricht dafür, Edelmetallaktien in einem gemischten Portfolio zu halten. Die Schuldenproblematik im globalen Finanzgebilde hat sich über die letzten Jahre weiter zugespitzt und wird in absehbarer Zeit das Stressniveau erhöhen. In der Vergangenheit wurden Schulden immer weg inflationiert und es gibt auch diesmal keine Anzeichen einer anderen Lösung. Dies spricht auf lange Sicht nicht für Papierwährungen sondern für Sachwerte. Wir erwarten auf eine Sicht von fünf bis zehn Jahren einen stark ansteigenden Goldpreis. Gold ist und bleibt eine Art Versicherung für Unvorhergesehenes an den Finanzmärkten.

Wir sind überzeugt, dass Gold, sei es in Form von physischen Barren oder Münzen, aber auch in Form von Goldminengesellschaften mit Gold im Boden, in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle im Finanzsystem spielen wird.

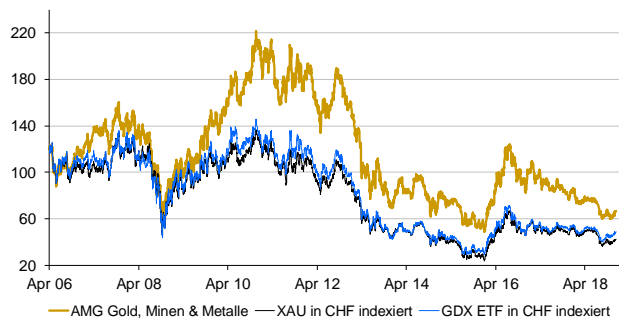
Ob Investoren physisches Gold oder Goldproduzenten kaufen, hängt vom Risikoappetit ab. Wir denken, dass eine gesunde Mischung für private wie auch für institutionelle Portfolios passt.

Der AMG Gold – Minen & Metalle Fonds erreichte seit der Lancierung am 18. April 2006 eine Outperformance gegenüber dem Vergleichsindex, aber auch gegenüber den passiven ETF Produkten auf Goldminen. (Abb. 3)

Wir danken unseren Investoren herzlich für das uns entgegengebrachte Vertrauen und wünschen ein erfolgreiches Anlagejahr 2019.

AMG Fondsverwaltung AG

Abb. 4 Performance Vergleich seit Fondsstart (18.4.2006 – 31.12.2018)



Quelle: AMG, Bloomberg