



Baker Steel

Ihr führender Spezialist für
Rohstoffaktien



Werden Minen in 2025 Reichtümer zutage fördern?

Von den metallintensiven Technologien der neuen industriellen Revolution bis hin zu den makroökonomischen Kräften, die die Nachfrage nach Edelmetallen antreiben, war der Bergbausektor für Anleger noch nie so wichtig wie heute

Januar 2025

Werden Minen in 2025 Reichtümer zutage fördern?

Von den metallintensiven Technologien der neuen industriellen Revolution bis hin zu den makroökonomischen Kräften, die die Nachfrage nach Edelmetallen antreiben, war der Bergbausektor für Anleger noch nie so wichtig wie heute.

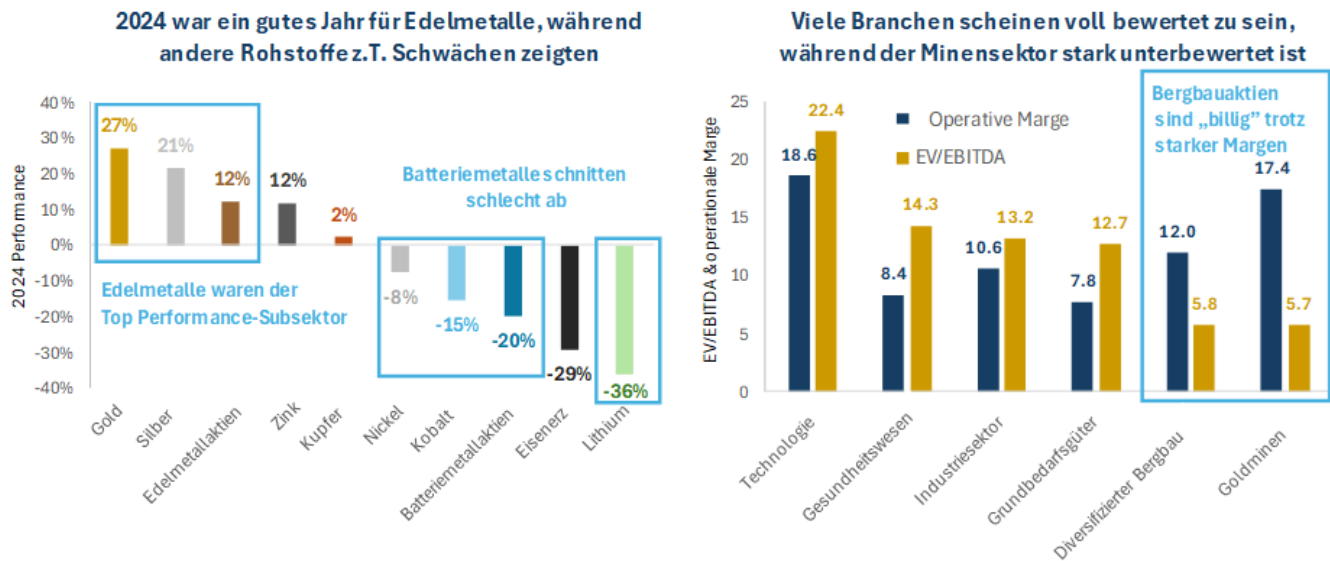
Baker Steel Capital Managers LLP

Januar 2025

2024 war ein auffälliges Jahr für den Metall- und Bergbausektor, da die Rohstoffpreise und Bergbauaktien von wirtschaftlichen und politischen Kräften beeinflusst wurden - von der Politik der Zentralbanken und den Sorgen um das Wirtschaftswachstum bis hin zu Versorgungsunterbrechungen und der Eskalation von Konflikten in aller Welt. Ein bestimmendes Thema des vergangenen Jahres war das stark divergierende Schicksal der verschiedenen Metalle, von Gold und Silber, die in eine beträchtliche neue Haussephase eingetreten sind, bis hin zu Batteriemetallen, die weiterhin unter Druck standen. Das Jahr 2024 hat deutlich gezeigt, dass ein aktiver Managementansatz erforderlich ist, um sich an die kurzfristige Dynamik der Rohstoffmärkte, wie z. B. Angebotsschocks, anzupassen und gleichzeitig an den längerfristigen Nachfragetrends festzuhalten. Die Aussichten für die Rohstoffmärkte sind zu Beginn des Jahres 2025 gut und werden von einer Mischung aus geopolitischen und wirtschaftlichen Entwicklungen, der Dynamik der Lieferketten, Nachhaltigkeitsfaktoren und technologischen Fortschritten bestimmt. Zu den wichtigsten Themen für Anleger gehören:

- **Die neue industrielle Revolution** – Von KI-Rechenzentren und digitaler Infrastruktur bis hin zum Ausbau sauberer Energiekapazitäten, Batterietechnologie und Elektrofahrzeugen treiben metallintensive Branchen die Nachfrage nach wichtigen Metallen und Mineralien voran.
- **Geopolitik schafft Chancen und Risiken** – Der Beginn von Trump 2.0, der zunehmende Wettbewerb zwischen den Großmächten USA und China sowie die explosiven Konflikte in der Ukraine und im Nahen Osten werden das Interesse der Investoren im Jahr 2025 dominieren. Die Unterbrechung von Lieferketten und der Wettbewerb um wichtige natürliche Ressourcen sind ein wachsendes Thema.
- **Das makroökonomische Umfeld wird weiterhin die Stimmung bestimmen** – Die Aussichten für die Inflation, die Wirtschaftstätigkeit und die Zinsentwicklung in den USA werden den Metall- und Bergbausektor weiterhin beeinflussen, ebenso wie die Aussichten für das chinesische Wachstum und mögliche Konjunkturmaßnahmen. Die Volatilität ist Rohstoff- und Rohstoffaktienpreisen eher nach oben gerichtet.
- **Wie geht es mit Minenaktien weiter?** Eine Reihe von Bergbauunternehmen erzielte 2024 eine gute Performance, hat aber noch nicht das Renditepotenzial früherer Zyklen erreicht. Minenaktien sind auf fundamentaler und relativer Basis weiterhin stark unterbewertet, da der Markt die finanzielle Gesundheit und die Wachstumsaussichten des Sektors noch nicht richtig einschätzen kann.
- **Bewertung der globalen Aktienmärkte** – Die Mag 7 und Kryptowährungen dominieren weiterhin die Aufmerksamkeit der Anleger. Für Contrarians, die auf der Suche nach einem stark unterbewerteten Sektor mit starkem Wachstum, attraktivem Renditepotenzial und robusten Fundamentaldaten zu Angebot und Nachfrage sind, war der Bergbausektor jedoch noch nie so attraktiv.

Metalle und Bergbau im Jahr 2025 - ein überverkaufter Sektor?



Quellen: Bloomberg. Stand: 31. Dezember 2024.

Zu Beginn des Jahres 2024 haben wir die guten Aussichten für den Edelmetallsektor hervorgehoben, die auf günstigen Markt- und makroökonomischen Bedingungen beruhen (die wir auch weiterhin sehen). Gold und Silber gehörten zu den Rohstoffen mit der besten Performance im Jahr 2024, während Edelmetallminengesellschaften respektable Renditen erzielten. Das Ausmaß des Goldanstiegs im Laufe des Jahres hat die Stärke der Triebkräfte für die Nachfrage nach dem gelben Metall gezeigt; von den Zentralbanken, die ihre Goldreserven aufstocken, über Anzeichen für institutionelle Käufe bis hin zu einer starken Nachfrage von Privatanlegern in bestimmten Märkten - die Anziehungskraft von Gold als sicherer Hafen, Sachwert und Portfoliodiversifizierung scheint sich zu verstärken.

Im gesamten Metall- und Bergbausektor gab es im Jahr 2024 Lichtblicke wie den Kupferpreis, der im Mai die Marke von 10.000 USD/T überschritt. Einige andere Industriemetalle entwickelten sich ebenfalls positiv, insbesondere Aluminium, das im Laufe des Jahres in einem sich verengenden Marktgleichgewicht aufgrund des starken globalen Nachfragewachstums um rund 14 % (in USD) zulegte. Im Gegensatz dazu verzeichneten die Batteriemetalle ein weiteres Jahr mit schwacher Performance: Lithium, Nickel und Kobalt mussten Preisrückgänge hinnehmen, und die Bergbauunternehmen für Batteriemetalle schnitten deutlich schlechter ab als der Durchschnitt des Bergbausektors. Wie wir später in diesem Beitrag noch ausführen werden, steht die Schwäche des Batteriemetallsektors jedoch im Widerspruch zu den bedeutenden Nachfragetrends bei wichtigen Metallen und Mineralien, die für die Energiewende benötigt werden.

Wie die obige Grafik zeigt, werden Bergbauaktien derzeit zu EV/EBITDA-Multiplikatoren gehandelt, die weit unter denen der meisten anderen Aktiensektoren liegen, aber höhere oder ähnliche operative Margen aufweisen. Da die Magnificent 7 und Kryptowährungen die Aufmerksamkeit der Anleger zu Beginn des Jahres 2025 dominieren, könnten konträre Anleger, die einen stark unterbewerteten Sektor mit starkem Wachstum und guten Fundamentaldaten suchen, feststellen, dass der Minensektor noch nie so attraktiv war.

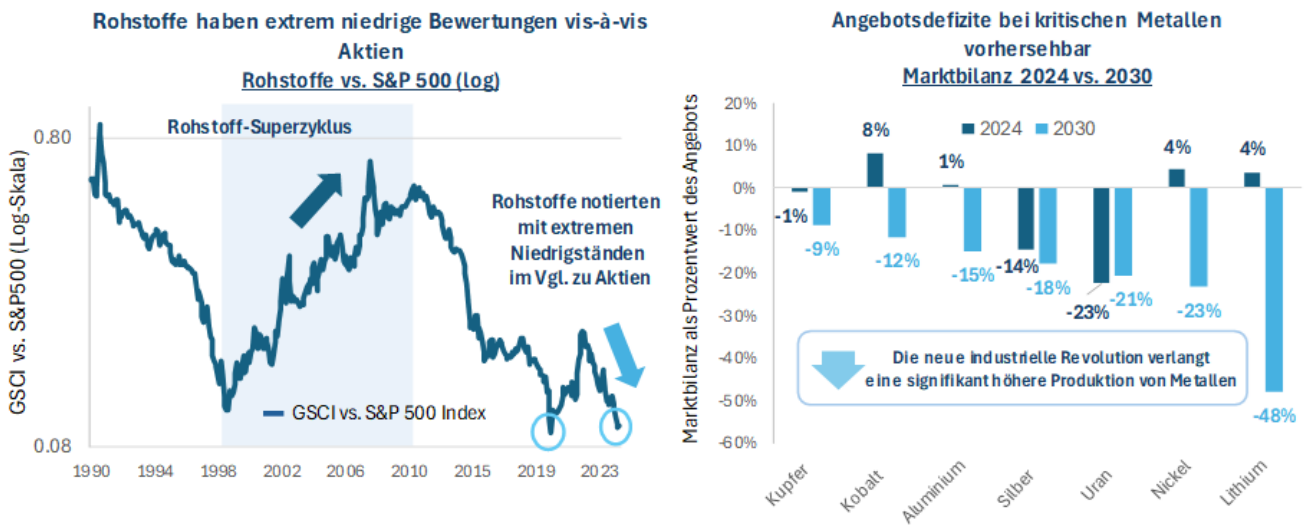
Wachstum, Handel und die neue industrielle Revolution - Wie geht es weiter mit den Spezial- und Industriemetallen?

Der Bergbausektor beginnt das Jahr 2025 vor dem Hintergrund positiver langfristiger Nachfragetrends, doch sehen sich die Anleger mit der Ungewissheit über die Wirtschaftswachstumspolitik sowohl in den USA als auch in China sowie mit geopolitischen Spannungen und anhaltenden Konflikten konfrontiert. Im folgenden Abschnitt gehen wir auf drei Bereiche ein, auf die sich Industrie- und Spezialmetallbergleute konzentrieren sollten

- **Die Versorgungsdefizite bei kritischen Metallen werden sich in den kommenden Jahren voraussichtlich verschärfen**, da die technologische Entwicklung, die Einführung digitaler Infrastrukturen und die Umstellung auf saubere Energie das Wachstum vorantreiben und das neue Angebot begrenzt ist.

- **Trump 2.0 birgt Chancen und Risiken für Bergbauunternehmen**, da die wachstumsfördernde Innenpolitik mit der Androhung von Zöllen und der Aufhebung von Umweltgesetzen kollidiert.
- **Die bevorstehenden chinesischen Konjunkturmaßnahmen** zur Ankurbelung des Wachstums und als Gegenmaßnahme zu den US-Zöllen wären ein wichtiger positiver Katalysator für Metalle und Bergbau.

Unser erster Schwerpunkt für den Metall- und Bergbausektor ist der beispiellose säkulare Wachstumstrend, der von der technologischen Entwicklung angetrieben wird, von der Einführung digitaler Infrastrukturen und der Entwicklung von KI bis hin zur sauberen Energiewende, Energiesicherheit und Batteriespeicherung. Zusammengenommen können diese Technologien als „neue industrielle Revolution“ bezeichnet werden. Da die Bewertungen an den Rohstoffmärkten im Vergleich zu den Aktienmärkten extreme Tiefststände erreicht haben, sind wir der Ansicht, dass ein Wendepunkt kurz bevorsteht, da die steigenden Nachfrageprognosen für kritische Metalle zu Angebotsdefiziten führen.



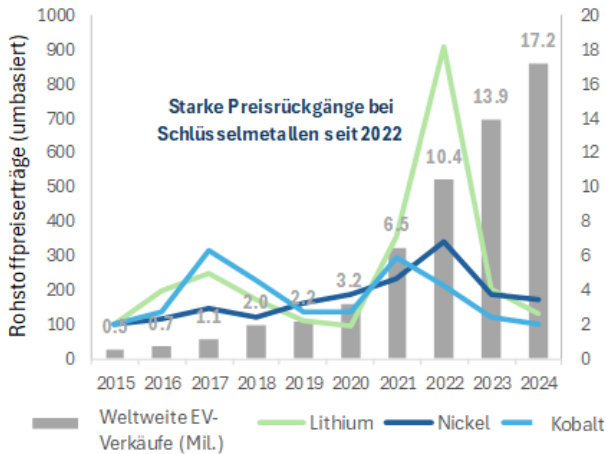
Quellen: IEA, CRU, Wood Mackenzie, Benchmark Mineral Intelligence, Bloomberg, BNEF, Baker Steel Capital Managers LLP. Anmerkung: Die Prognosen für das Versorgungsdefizit 2030 basieren auf dem Netto-Null-Szenario der IEA.

Wachsende Angebotsdefizite, von Industriemetallen bis hin zu Batteriemetallen, sind ein wichtiger Faktor für die Erholung des Metall- und Bergbausektors. Auf dem Industriemarkt werden sich die Kupfer- und Aluminiummärkte von einem geringen Überschuss im Jahr 2024 bis zum Ende des Jahrzehnts zu Defiziten entwickeln, die -9 % bzw. -15 % des Angebots entsprechenⁱ. Kupfer ist ein gutes Beispiel dafür, wie Rohstoffe einer individuellen Marktdynamik ausgesetzt sind. Die langfristige Nachfrage nach Kupfer wird durch das technologische Wachstum angetrieben, da es ein unverzichtbarer Rohstoff für die Elektrifizierung ist, von Elektrofahrzeugen bis hin zur Erzeugung, Übertragung und Speicherung erneuerbarer Energien. Es wird erwartet, dass die Nachfrage zwischen 2024 und 2030 um etwa 19 % steigen wird, mit besonders bemerkenswerten Wachstumsbereichen wie KI-Rechenzentren. Unerwartete Versorgungsprobleme auf dem Kupfermarkt im Jahr 2024 führten zu einem Druck auf den Kupfermarkt zur Jahresmitte, wovon aktive Investoren wie Baker Steel profitierten. Der Kupfermarkt sieht sich mit einem Defizit konfrontiert, da die Minenproduktion ab 2027 aufgrund von Versorgungsproblemen wie längeren Genehmigungsfristen und einer zunehmenden Umweltkontrolle stetig zurückgehen wirdⁱⁱ. Es kann leicht ein Jahrzehnt und oft noch viel länger dauern, bis aus einer Kupferentdeckung eine aktive Mine wird. Um die steigende Kupfernachfrage befriedigen zu können, brauchen die Kupferminenbetreiber aber höhere Anreizpreise.

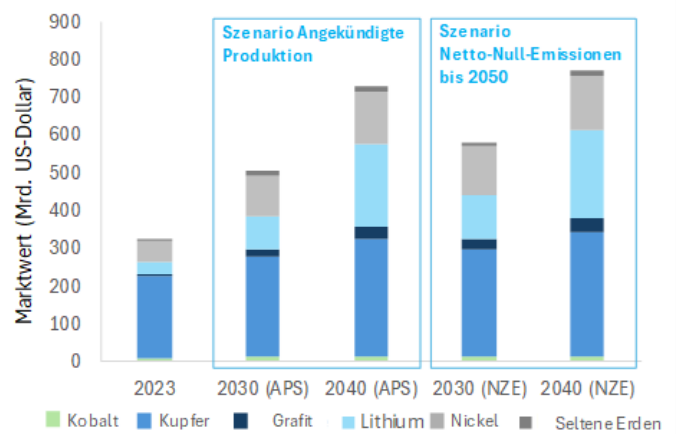
Die Preise für Lithium, Nickel und Kobalt sind seit ihren Höchstständen im Jahr 2022 um 86 %, 69 % bzw. 70 % gefallenⁱⁱⁱ. Am Beispiel von Lithium ist zu sehen, dass die Preise aufgrund eines Marktüberhangs infolge wachsender Lagerbestände, einer erheblichen Aufstockung der Lagerbestände und der Unsicherheit über die Subventionen für Elektrofahrzeuge nachgegeben haben. Anzeichen einer Konjunkturabschwächung in Europa, einem wichtigen Markt für Elektrofahrzeuge, und hinter den Erwartungen zurückbleibende Verkäufe von Elektrofahrzeugen haben ebenfalls auf die Stimmung gedrückt, obwohl die Verkäufe von Hybridfahrzeugen gestiegen sind. Letztendlich scheint die Elektrifizierung des Verkehrs unausweichlich zu sein, und die Fundamentaldaten für Lithium sind nach wie vor stark, wobei die kontinuierlich steigende Nachfrage wahrscheinlich zu einem Rückgang der Lagerbestände führt und die

Hersteller dazu veranlasst, sich neue Lieferungen zu sichern. Die Konsenspreise deuten darauf hin, dass die Lithiumkarbonatpreise in den kommenden Jahren steigen werden, da das Nachfragewachstum die Reaktion des Angebots übersteigen dürfte und der Markt in den kommenden Jahren ein Defizit aufweisen wird.

Sind Batteriemetalle nahe an einem Wendepunkt? Batteriemetallpreise vs. Verkäufe von Elektroautos (EV)



Kritische Metalle werden substantiell wachsen Marktwert bei APS und NZE-Szenarien*



Quellen: Economist, Bloomberg, BNEF, Baker Steel Capital Managers LLP, IEA. *Announced Pledges Szenario (APS) und Net Zero Emissions by 2050 Szenario (NZE).

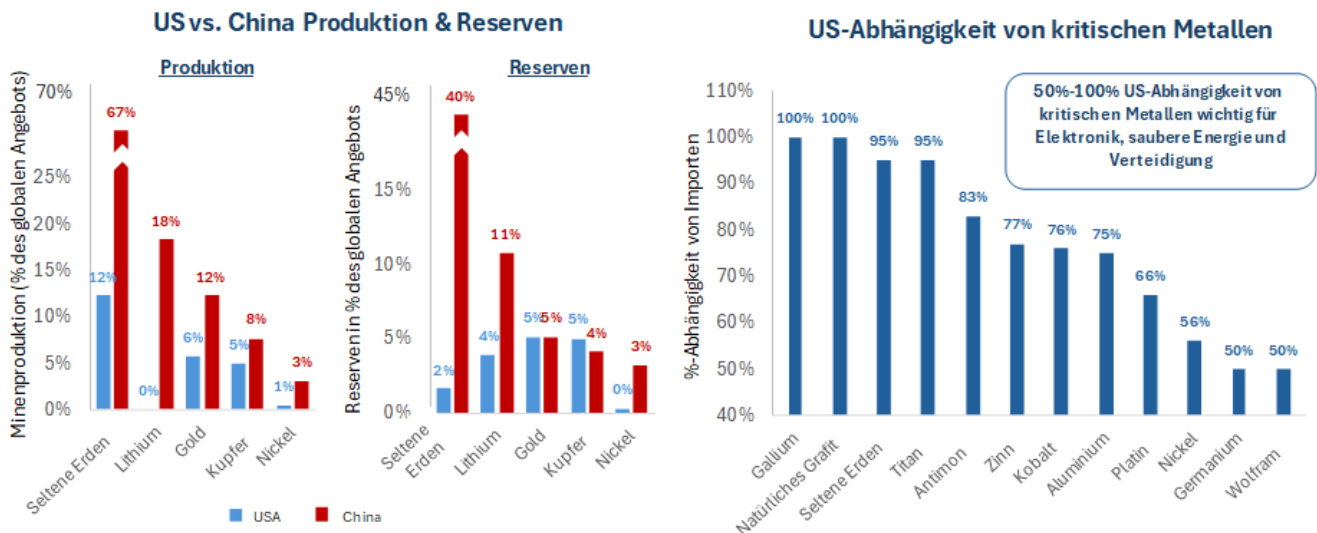
Unserer Ansicht nach stellt die derzeitige Schwäche des Sektors der Batteriemetalle eine große Chance für Investoren dar. Die Prognosen der Internationalen Energieagentur (IEA) deuten auf ein beträchtliches Wachstum dieser Märkte bis zum Ende dieses Jahrzehnts hin, wobei der Marktwert von Lithium in den nächsten 15 Jahren aufgrund angekündigter Zusagen um fast 700 % steigen dürfte, während für die Sektoren Kobalt und Nickel in diesem Zeitraum ein Wachstum von 114 % bzw. 152 % prognostiziert wird^{iv}. Nach dem Netto-Null-Szenario der IEA würde das Wachstum bei diesen Metallen weiter zunehmen. Während der politische Enthusiasmus für eine Netto-Null-Energiepolitik in den USA und Teilen Europas etwas nachgelassen hat, sind die Fortschritte und die Dynamik seit dem Inflation Reduction Act (IRA) von 2022 bemerkenswert. Die Einführung von Elektroautos hat eine starke Dynamik, wobei die Verkäufe bis 2024 schätzungsweise um 26 % auf insgesamt 17,2 Millionen Einheiten gestiegen sind, was höher ist als erwartet, da die starken Zuwächse in Asien den Rückgang der Verkäufe in Europa ausgeglichen haben. In China machen E-Fahrzeuge inzwischen rund die Hälfte aller Fahrzeugverkäufe aus, in Europa knapp ein Drittel und in den USA 11 %.

Die weltweite Nachfrage nach Energieerzeugung und -speicherung steigt rasant an, verschärft durch das schnelle Wachstum von Technologien wie KI und Kryptowährungen. Der weltweite Strombedarf von Rechenzentren wird voraussichtlich von 240 TWh im Jahr 2020 auf 600 TWh im Jahr 2025 ansteigen^{vi}. In der Zwischenzeit wird geschätzt, dass Bitcoin jährlich etwa 175 TWh verbraucht, was dem Energieverbrauch Polens entspricht^{vii}. Da sich die führenden Technologieunternehmen zu strengen Klimazielen und Netto-Null-Zielen verpflichtet haben, muss die Kapazität an erneuerbaren Energien also deutlich steigen. Angesichts der sinkenden Preise für Lithium-Ionen-Batterien prognostiziert die IEA, dass Solarstrom im Jahr 2025 billiger sein wird als Kohlestrom in China und neue Gaskraftwerke in Amerika - ein wichtiger Meilenstein. Wie in unserem [jüngsten Artikel über den Uransektor](#) angesprochen, sind wir außerdem der Meinung, dass die Kernenergie, die kohlenstofffreien Grundlaststrom liefert, neben erneuerbaren Energiequellen wie der Solarenergie eine Rolle spielen muss, um die Stromversorgung rund um die Uhr zu gewährleisten.

Was unseren zweiten Schwerpunkt betrifft, so wirft die bevorstehende Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus die Frage auf, wie die „America First“-Handelspolitik und die mögliche Aufhebung klimafreundlicher Gesetze die Aussichten für den Metall- und Bergbausektor verändern könnten. Wichtig ist, dass Trumps erste Amtszeit eine positive Periode für die Metallpreise war, und wie in [unserem jüngsten Artikel „Kommt mit Trump ‚Make mining great again?‘“](#) beschrieben, glauben wir, dass Trumps zweite Amtszeit für den Bergbausektor in den kommenden Jahren vielversprechend ist. Trumps wachstumsfördernde US-Industriepolitik, die Unterstützung des Wohnungsbaus und der Infrastruktur sowie die Konzentration auf das inländische Wachstum und die Energieproduktion sind allesamt positive Faktoren für den Bergbausektor und wirken dem Risiko entgegen, dass Zölle die Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen

kurzfristig beeinträchtigen könnten. Sollte Trumps Politik erfolgreich sein und das industrielle Wachstum in den USA ankurbeln, wäre dies ein bedeutender Nachfragetreiber für die Hersteller von Industriemetallen. Die Herausforderungen auf der Angebotsseite werden sich durch die Handelsspannungen wahrscheinlich noch verschärfen, doch die Chancen für die heimischen Bergbauunternehmen sind beträchtlich. Neben einer verstärkten Konzentration auf die heimische Produktion können in den USA tätige Bergbauunternehmen von beschleunigten Genehmigungsverfahren und weniger Umweltauflagen profitieren. Darüber hinaus impliziert Trumps Fokus auf die Steigerung der US-Ölproduktion, dass die Energiekosten für Bergbauunternehmen unter Kontrolle bleiben dürften. Die Unterstützung der USA für erneuerbare Energien könnte sich unter Trump abschwächen, doch wie bereits erwähnt, hat der weltweite Vorstoß für sichere, erschwingliche und kohlenstoffarme Energie eine starke Dynamik.

Eine vollständige Abschaffung der IRA durch Trump ist unwahrscheinlich, da 80 % der Investitionen in den roten Bundesstaaten getätigt wurden^{viii}, doch Sektoren wie Elektrofahrzeuge werden wahrscheinlich von der Abschaffung der Steuergutschriften betroffen sein. Elon Musk, Trumps wichtigster Unterstützer im Wahlkampf, befürwortet Berichten zufolge die Abschaffung der Steuergutschriften mit der Begründung, dass dies die ausländische Konkurrenz abschrecken wird, auch wenn dies die Verbreitung von Elektrofahrzeugen in den USA verlangsamt. Als Industrieller, der sich für den Bergbau und die Effizienz einsetzt, könnte sich Musks Einfluss auf Trumps Politik als vorteilhaft für westliche Produzenten kritischer Mineralien erweisen, da er die Sorge um die Versorgung mit Metallen wie Lithium, Nickel und Kupfer deutlich gemacht hat. In der Tat hat Musk in den letzten Jahren geäußert, dass Tesla Bergbauunternehmen und -projekte kaufen würde, wenn dies der gangbarste Weg wäre, um den Übergang zu beschleunigen^{ix}.

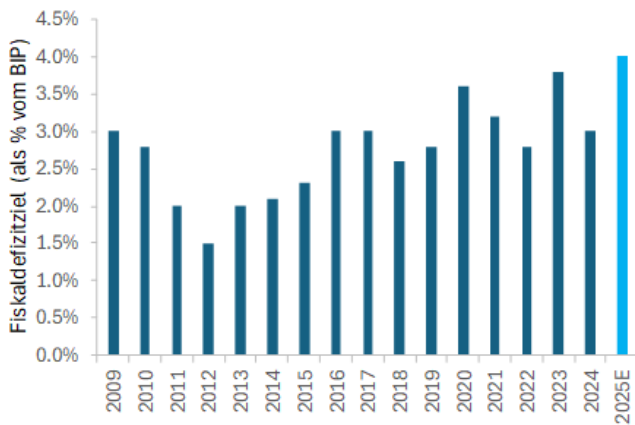


Quelle: USGS.

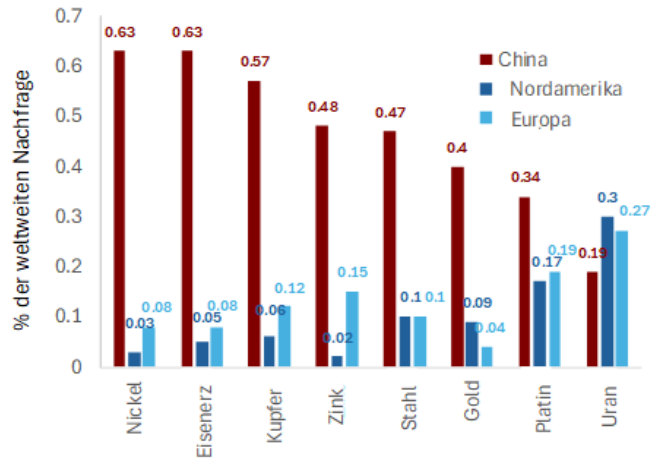
Wie das obige Diagramm zeigt, sind die USA bei verschiedenen Metallen zu 100 % von Importen abhängig, darunter Seltene Erden und andere Metalle, die für die Elektronik, saubere Energie und Verteidigung unerlässlich sind. Angesichts der im Vergleich zu Trumps erster Amtszeit gestiegenen Besorgnis der politischen Entscheidungsträger über die wirtschaftliche Herausforderung der USA durch China können wir davon ausgehen, dass Trump 2.0 die Schwachstellen in den vom Ausland abhängigen Lieferketten verringern möchte.

Der Einfluss Chinas auf die Rohstoffmärkte bringt uns zu unserem dritten Schlüsselthema für Anleger zu Beginn des Jahres 2025: das Potenzial für neue chinesische Wirtschaftsimpulse. Das Land kämpft mit den Folgen eines Immobiliencrashes und eines möglichen erneuten Handelskriegs mit den USA, der das Wachstum 2025 unter 5 % zu drücken droht. Die Notwendigkeit, die Inlandsnachfrage anzukurbeln, ist akut, da die Ersparnisse der chinesischen Haushalte heute 32 % höher sind als vor der COVID-Pandemie, was 54 % des nominalen BIP entspricht, und die Kreditaufnahme um 15 % niedriger ist^x. Die Stimulierungsmaßnahmen der PBoC im Jahr 2024 sollten Investitionen in inländische Risikoanlagen, vor allem in Aktien und Immobilien, fördern, und wir gehen davon aus, dass die Stimulierungsmaßnahmen in den Jahren 2025 und 2026 fortgesetzt werden, bis die chinesischen Aktien- und Immobilienpreise wieder anziehen.

Chinas Fiskaldefizit wird in 2025 voraussichtlich steigen
 Nominales Fiskaldefizitziel (als % vom BIP)



China ist der Hauptnachfrager von Metallen
 Anteil bei der weltweiten Metallnachfrage 2024 (in %)



Quellen: China Government Releases, Bloomberg.

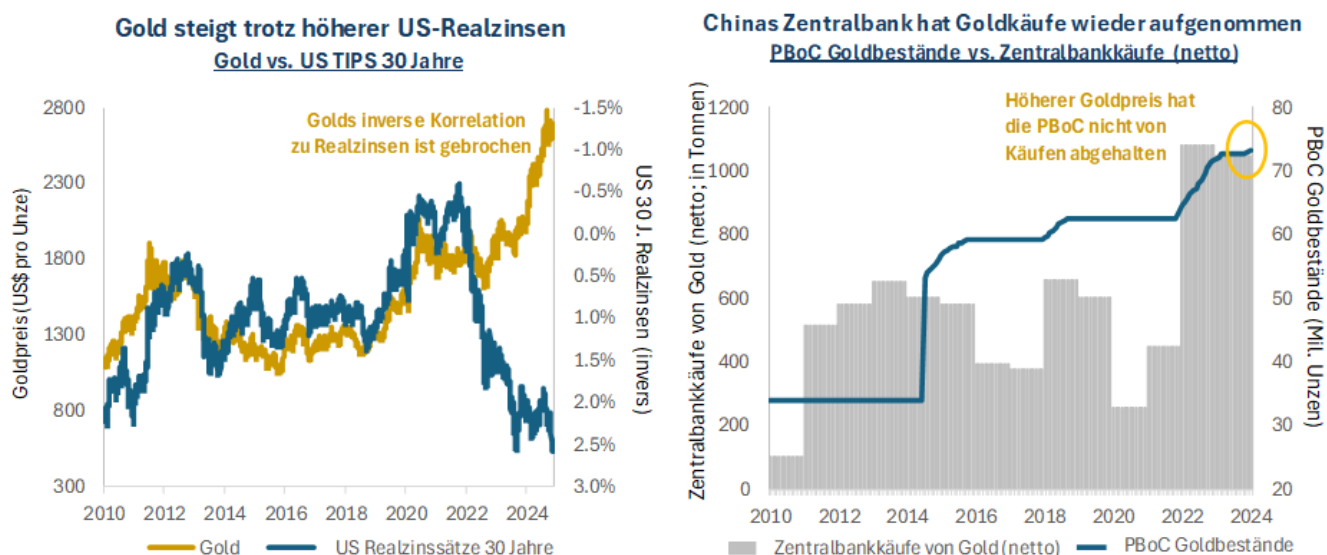
Es wird erwartet, dass die wirtschaftliche Unterstützung das Haushaltsdefizit Chinas im Jahr 2025 auf einen neuen Höchststand treiben wird. Als weltweit größter Verbraucher von Rohstoffen werden die neuen chinesischen Konjunkturmaßnahmen den Rohstoffmärkten möglicherweise einen erheblichen Schub verleihen. Frühere große Konjunkturpakete, vor allem die aggressiven Zinssenkungen und Konjunkturausgaben in den Jahren 2020 und 2008, haben zu einem Aufschwung im Metall- und Bergbausektor geführt. Auch wenn der Zeitpunkt und das Ausmaß der chinesischen Konjunkturmaßnahmen unklar sind, ist es wahrscheinlich, dass die PBoC die Zinssätze und den Mindestreservesatz für Banken im Jahr 2025 weiter senken und gleichzeitig ihre Lockerungsmaßnahmen wie den Kauf von Staatsanleihen und die Durchführung von Reverse-Repo-Geschäften ausweiten wird. Es ist bezeichnend, dass die politischen Entscheidungsträger Chinas geldpolitischen Kurs zum ersten Mal seit 2010 von „vorsichtig“ auf „expansiv“ umgestellt haben, mit dem ausdrücklichen Ziel, die Aktien- und Immobilienmärkte zu stabilisieren und den Binnenkonsum „kräftig“ anzukurbeln. Unserer Ansicht nach erhöht der geopolitisch aufgeladene Charakter der Handelskonfrontation zwischen den USA und China die Wahrscheinlichkeit größerer Anreize, von denen der Metall- und Bergbausektor inmitten einer Ankurbelung des Binnenkonsums und des Wachstums profitieren wird.

Edelmetalle - Gold und Silber steigen - werden die Minengesellschaften liefern?

Gold startet mit Schwung in das Jahr 2025, gestützt durch eine Reihe von Faktoren wie die Käufe der Zentralbanken und eine selektiv starke Nachfrage nach Goldbarren durch private und institutionelle Anleger. Silber wird auch durch eine angespannte Marktdynamik unterstützt, da der physische Markt ein Angebotsdefizit aufweist und eine starke industrielle Nachfrage prognostiziert wird, insbesondere von Solarzellenproduzenten. Die starke Performance der Edelmetalle im Jahr 2024 spiegelt diesen Rückenwind wider, allerdings müssen die Gold- und Silberminenunternehmen noch die Größenordnung der Renditen früherer Bullenmärkte erreichen. Bei der Frage, ob die Bergbauunternehmen im Jahr 2025 erfolgreich sein werden, sind folgende Themen von Bedeutung:

- **Der starke Nachfragetrend nach Gold dürfte sich fortsetzen**, da China im 4. Quartal 2024 wieder mit Goldkäufen begonnen hat und zahlreiche wirtschaftliche und geopolitische Risiken die Nachfrage nach sicheren Anlagen im Jahr 2025 antreiben werden.
- **Das makroökonomische Umfeld ist für Edelmetalle günstig**, da die Zinssätze trotz der vorsichtigen Haltung der US-Notenbank auf einem Abwärtstrend sind und die Inflation nicht nachlässt.
- **Der Bullenmarkt von Gold scheint von Trumps Handelspolitik nicht betroffen zu sein**, während ein Anstieg der US-Schulden und des Defizits in einer Zeit, in der die Schwellenländer den Dollar abbauen, den Edelmetallen zugutekommen dürfte.
- **Edelmetallaktien scheinen auf relativer und historischer Basis stark unterbewertet zu sein**. Wir sehen ein starkes Aufwärtspotenzial bei Bergbauunternehmen, die kurz vor einer Neubewertung stehen, da die Margen expandieren und die Aktionärsrenditen steigen.

Starke Nachfragetrends haben den Goldpreis im Jahr 2024 auf neue Höchststände getrieben, und es sieht so aus, als würde der Aufstieg des Metalls im Jahr 2025 weitergehen. Von den wichtigsten Marktsegmenten für Gold - Einzelhandel, institutionelle Anleger und Zentralbanken - wurde die Goldakkumulation der Zentralbanken in den letzten Jahren als wichtigster Wachstumsbereich der Nachfrage bezeichnet. Nach den Rekordwerten von 2022 und 2023 blieben die Goldkäufe der Zentralbanken auch 2024 stark, wobei die asiatischen Zentralbanken zu den wichtigsten Käufern gehörten, ebenso wie einige europäische Zentralbanken, insbesondere die polnische Nationalbank, die im zweiten und dritten Quartal dieses Jahres als größter Käufer auftrat. Gold überholte den Euro und wurde zu Beginn dieses Jahres zum zweitwichtigsten Reservewert der Welt^{xi}. Die höheren Goldpreise haben die Zentralbanken nicht davon abgehalten, Gold zu kaufen, wie die Grafik rechts unten zeigt, die verdeutlicht, dass die PBOC ihre Goldkäufe im November wieder aufgenommen hat, nachdem sie sie im Mai 2024 pausiert hatte.



Quellen: Bloomberg. Stand: 10. Januar 2025.

Die starke physische Goldnachfrage aus dem Freiverkehr und die Nachfrage des Einzelhandels auf ausgewählten Märkten, insbesondere in Indien^{xii}, hat die Goldpreise weiterhin gestützt. Die westliche institutionelle Goldnachfrage, die sich im dritten Quartal 2024 belebte, wird hingegen weiterhin weitgehend von den Marktbedingungen und dem makroökonomischen Umfeld bestimmt. Trotz der starken Performance von Gold im Jahr 2024 zeigt das institutionelle Interesse an diesem Sektor gerade erst Anzeichen einer Verbesserung. Ein Hauptgrund für diese Gleichgültigkeit ist unseres Erachtens die Konkurrenz durch andere Anlageklassen, insbesondere durch US-Technologieaktien und Kryptowährungen. Der rasante Anstieg der US-Aktienmärkte wurde durch das Versprechen der künstlichen Intelligenz in die Höhe getrieben, was den Appetit der Anleger auf Wertsteigerung und Diversifizierung einschränkte. In der Zwischenzeit hat Bitcoin die Marke von 100.000 USD erreicht, und eine neue Generation von Anlegern hat sich über die Vorteile dezentraler Vermögenswerte, die Ähnlichkeiten mit Gold aufweisen, aufgeklärt. Allerdings spielt Bitcoin in einem Portfolio eine ganz andere Rolle als Gold, und seine Korrelation mit US-Aktien ist in den letzten Jahren stärker geworden. Gold ist ein bewährter sicherer Hafen, der langfristig unkorrelierte Renditen bei geringer Volatilität bietet. Unserer Ansicht nach besteht eine große Chance, dass die Goldnachfrage nach der jüngsten Rallye der Kryptowährungen angekurbelt wird, da die Anleger Gewinne mitnehmen und versuchen, in andere Vermögenswerte ohne Gegenpartierisiko zu investieren.

Das makroökonomische Umfeld für Edelmetalle bleibt auch Anfang 2025 günstig. Die US-Zinssätze befinden sich in einem klaren Abwärtstrend, während sich die Inflation als hartnäckig erwiesen hat. Das Tempo der Zinssenkungen durch die US-Notenbank könnte im Jahr 2025 mit Unsicherheiten behaftet sein, doch insgesamt sind sinkende Zinssätze ein äußerst unterstützender Faktor für Metalle und Bergbau. Wichtig ist, dass Gold in den letzten Jahren trotz höherer Realzinsen starke Erträge erzielt hat, wodurch das typische umgekehrte Verhältnis verwischt wurde, wie in der obigen linken Grafik zu sehen ist. Unserer Ansicht nach zeigt dies die Stärke der Nachfragetreiber für Gold und den „Reset“ der Goldpreise in eine höhere Handelsspanne. Während sich die Finanzmärkte auf Trump 2.0 vorbereiten, sind wir der Ansicht, dass der Bullenmarkt von Gold weitgehend von den Auswirkungen der Trumponomics isoliert zu sein scheint, wobei das Risiko nach oben gerichtet ist. Der designierte Präsident macht keinen Hehl daraus, dass er einen schwächeren Dollar und niedrigere Zinssätze anstrebt. Da er öffentlich mit der hawkistischen Haltung von Jerome

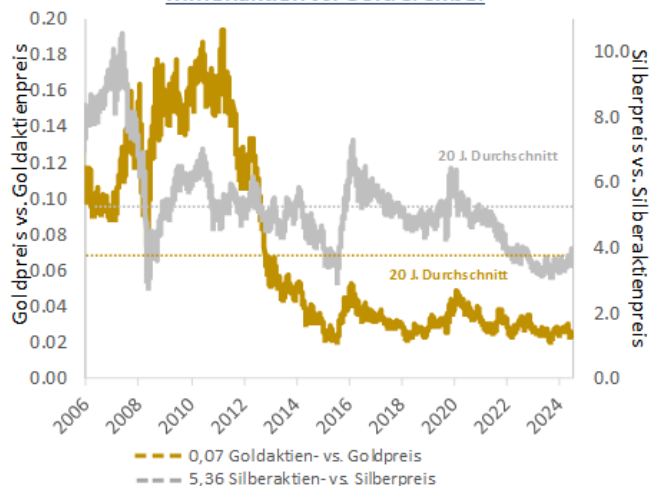
Powell nicht einverstanden ist, wird Trump wahrscheinlich alles in seiner Macht Stehende tun, um eine schwächere Geldpolitik zu fördern. Möglicherweise könnte Trump versuchen, Powell durch einen loyalen Mitarbeiter zu ersetzen, wenn dessen Amtszeit im Mai 2026 endet. Während Trumps erster Amtszeit nominierte er Judy Shelton, eine prominente Verfechterin des Goldstandards, für einen Sitz im Gouverneursrat der US-Notenbank. Zweifellos werden die Spekulationen über das Tempo des Zinssenkungszyklus der US-Notenbank weitergehen. Da er u.a. aufgrund der Verärgerung der Öffentlichkeit über die Inflation gewählt wurde und eine Energiepolitik verfolgt, die darauf abzielt, die Energiekosten für die Verbraucher niedrig zu halten, gehen wir davon aus, dass die Zinssätze in den USA unter Trump weiter sinken werden, wenn auch in nächster Zeit mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit.

Was die Aussichten für den US-Dollar anbelangt, so glauben wir trotz der kurzfristigen Stärke, dass die Realität der steigenden Verschuldung und des Schuldendienstes in Verbindung mit einem Haushaltsdefizit und einem weniger restriktiven Zinsumfeld die Währung im Laufe der Zeit unter Abwärtsdruck setzen wird. Die Schuldenprognosen im Rahmen der von Trump vorgeschlagenen Politik deuten darauf hin, dass die Verschuldung im Verhältnis zum BIP in den kommenden zehn Jahren 143 % erreichen wird und in einem Szenario mit hohen Kosten möglicherweise auf 161 % ansteigt^{xiii}. Auch wenn das neue Department of Government Efficiency („DOGE“) einige Auswirkungen auf die Staatsfinanzen haben könnte, so werden diese begrenzt bleiben, und die Verschlechterung der Finanzlage der USA ist offensichtlich. Die Kosten für den öffentlichen Schuldendienst in den USA sind von 500 Mrd. USD Ende 2021 auf rund 1,2 Billionen USD im Jahr 2024 angestiegen^{xiv}. Diese Herausforderungen fallen in eine Zeit, in der in fast allen Schwellenländern der Dollar abgebaut wird. China hat seine Bestände an US-Schatzpapieren seit Anfang 2022 um 11 % verringert, während es seine Goldbestände im gleichen Zeitraum um rund 13% erhöht hat. Der Trend zur Entdollarisierung ist zwar schon seit einiger Zeit im Gange, aber wir sind der Ansicht, dass Trumps konfrontativer Ansatz in den internationalen Beziehungen diesen Trend wahrscheinlich noch beschleunigen wird. Eine Reihe von Nachfragetreibern deutet darauf hin, dass der Bullenmarkt für Gold noch weiterlaufen wird, was ein positives Umfeld für Edelmetallminenunternehmen schafft, die 2025 unser Meinung nach eine starke Performance liefern werden.

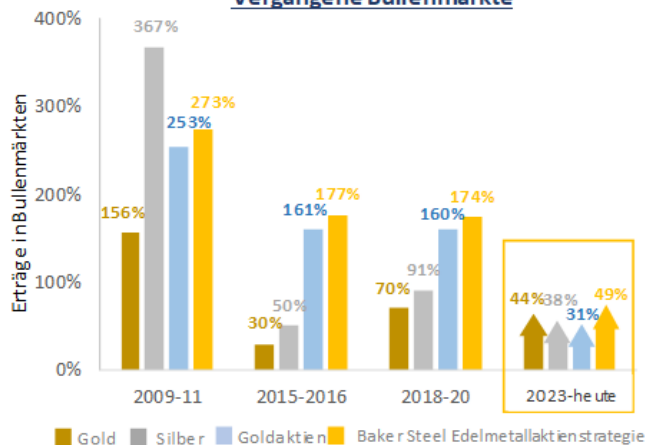
Silber und Platingruppenmetalle („PGMs“) sehen sich bis 2025 ebenfalls günstigen Marktbedingungen und starken Fundamentaldaten gegenüber. Der Silbermarkt weist derzeit ein Angebotsdefizit auf, das den Prognosen zufolge bis 2030 auf 18% des Angebots ansteigen wird^{xvi}. Als Edelmetall ist Silber mit ähnlichen makroökonomischen Faktoren wie Gold konfrontiert, z. B. mit der Sorge um eine unhaltbare Staatsverschuldung, die Entwertung des Dollars und die Inflation. Silber ist auch ein wichtiges Industriemetall, das durch den raschen Ausbau der Photovoltaikkapazitäten und durch weitere elektrische Anwendungen, wie z. B. Samsungs mögliche Verwendung von Silber in Festkörperbatterien, ein erhebliches Wachstumspotenzial aufweist^{xvii}. Während Gold in der Nähe von Allzeithochs gehandelt wird, liegt Silber weiterhin deutlich unter seinen Allzeithochs, doch hat Silber in Aufschwungsphasen bei Edelmetallen in der Regel deutlich besser abgeschnitten als Gold. In der Zwischenzeit sieht sich der PGM-Sektor im Jahr 2025 dem dritten Jahr in Folge mit einem Angebotsdefizit konfrontiert, wobei die Nachfrage durch einen Anstieg der Verkäufe von Hybridfahrzeugen angekurbelt wird und das Minenangebot weiterhin begrenzt ist^{xviii}.

Minenunternehmen blieben 2024 hinter Gold zurück, doch auf der Grundlage früherer Bullenmärkte erwarten wir, dass Goldminenunternehmen im Laufe des Aufschwungs deutlich höhere Renditen erzielen werden. Was die Edelmetallminen angeht, so konnte der Sektor in 2024 nicht einen signifikant positiven Hebel aufzeigen. Auf der Grundlage früherer Bullenmärkte erwarten wir jedoch, dass Goldminen im Laufe des Aufschwungs deutlich höhere Renditen erzielen werden. Zum jetzigen Zeitpunkt des Zyklus ist die Ausweitung der Gewinnspannen ein wichtiger Faktor für Edelmetallaktien. Bei durchschnittlichen nachhaltigen Gesamtkosten (AISC) für die Produktion einer Unze Gold von rund 1.500 USD/Unze und einem Goldpreis von derzeit über 2.600 USD/Unze ist die Rentabilität des Sektors hoch^{xix}. Die Kosten steigen zwar, doch hat sich das Tempo der Inflation in den letzten zwei Jahren deutlich verlangsamt. Bestimmte Kosten, wie z. B. staatliche Abgaben, sind unvermeidlich, doch die Kostenkontrolle ist insgesamt gut gelungen, unterstützt durch Technologie und eine anhaltende Konzentration auf Kapitaldisziplin.

Ein Wendepunkt für Edelmetallaktien? Mineraktien vs. Gold & Silber



Wie weit können Goldaktien steigen? Vergangene Bullenmärkte



Quellen: Bloomberg, Baker Steel Capital Managers LLP. Stand: 31. Dezember 2024. Hinweis: Goldaktien basieren auf dem XAU-Index.

Wir sind der Ansicht, dass die Bergbauunternehmen in einer starken finanziellen und operativen Verfassung sind, und die jüngsten Treffen und Besuche des Teams von Baker Steel vor Ort haben uns in unserer Ansicht bestärkt, dass der Sektor für eine Neubewertung bereit ist. Der Sektor bietet nicht nur überzeugende Werte und Aktionärsrenditen, sondern verzeichnet auch selektive M&A-Transaktionen. In den letzten Monaten gab es eine Reihe von Transaktionen, von der Übernahme von Osisko Mining durch Gold Fields im August 2024 im Wert von 1,6 Mrd. USD über die Übernahme von Gatos Silver durch First Majestic Silver für 970 Mio. USD bis hin zum Kauf von Centamin durch AngloGold Ashanti für 2,5 Mrd. USD und der Übernahme von SilverCrest Metals durch Coeur Mining für 1,7 Mrd. USD im September 2024. Unserer Ansicht nach haben sich diese Transaktionen weitgehend als konstruktiv erwiesen. Qualitativ hochwertige Anlagen mit niedrigem Kostenprofil sind rar, und das geopolitische Risiko bleibt ein Hauptproblem. Was die Exploration und Erschließung betrifft, so stellen wir fest, dass die Explorationsbudgets eindeutig steigen. Obwohl es in letzter Zeit einige hervorragende Entdeckungen gab, sind für diese jahrelange Genehmigungs- und Finanzierungsprozesse erforderlich. Die meisten Großprojekte wurden von den Unternehmen bereits in Angriff genommen, und wir sehen nur wenige hervorragende Projekte am Horizont.

Angesichts des starken makroökonomischen Rückenwinds für Edelmetalle, der wachstumsfördernden Politik in den USA und der Tatsache, dass Edelmetallminen größtenteils in einer gesunden finanziellen Verfassung sind, bietet das Jahr 2025 erhebliche Chancen für Anleger. In früheren Zyklen hat die Kombination aus steigenden Margen für Minen und einem wiederauflebenden Interesse der Anleger an Gold den Edelmetallminen Auftrieb gegeben. Angesichts dieser Faktoren ist die Bühne bereitet, dass Goldaktien in der nächsten Phase des Bullenmarktes eine deutlich bessere Performance als physisches Gold erzielen werden, in einem Umfeld, das unserer Meinung nach für Stockpicker reif sein wird, um erfolgreich zu sein.

Wie geht es weiter im Metall- und Bergbausektor?

Wir sind davon überzeugt, dass Mineraktien im Jahr 2025 eine wichtige Rolle im Portfolio eines Anlegers spielen werden. Der Bergbau ist ein unterbewerteter Aktiensektor, der durch eine starke Nachfrage- und Angebotsdynamik gestützt wird und eine relativ geringe Korrelation zu den US-Aktienmärkten aufweist. Dies macht den Sektor zu einem wertvollen Diversifikator in einer Zeit hoher Bewertungen auf den US-Märkten, insbesondere im Technologiesektor. Von der Geopolitik und Wirtschaftspolitik bis hin zur Angebots- und Nachfragedynamik verspricht das kommende Jahr viel für den Metall- und Bergbausektor, insbesondere für den Edelmetallsektor und für Metalle, die eng mit der neuen industriellen Revolution verbunden sind. Anleger müssen kurzfristige Volatilität mit langfristigen Chancen abwägen, die mit strukturellen Veränderungen in den globalen Volkswirtschaften und Branchen verbunden sind. Angesichts einer Reihe kurzfristiger Katalysatoren halten wir das Aufwärtspotenzial für diesen unterbewerteten Sektor jedoch für erheblich.

Der Bergbausektor wird im Jahr 2025 wachsen, angetrieben durch die steigende Nachfrage nach kritischen Metallen, die für die neue industrielle Revolution benötigt werden, sowie durch makroökonomische Trends und unterstützende Marktbedingungen für Edelmetalle. Mit Blick auf das kommende Jahr bevorzugen wir Rohstoffe mit starker

Produktionsdisziplin und Nachfrageerholungspotenzial wie Aluminium, Kupfer, Gold, Silber, Seltene Erden, Zinn und Uran. Bei Bergbauaktien konzentrieren wir uns auf Unternehmen mit Gewinnwachstum und gesunden Bilanzen, die unserer Meinung nach die relative Performance steigern werden. Neue Technologien, Herausforderungen in den Lieferketten, Nachhaltigkeitsziele und andere Faktoren erfordern eine Bottom-up-Aktienrecherche und -beteiligung. Die Anlagestrategien von Baker Steel sind darauf ausgerichtet, die vielfältigen Möglichkeiten im Metall- und Bergbausektor zu nutzen, und wir glauben, dass sich die Marktbedingungen für unseren aktiven Anlagestil als förderlich erweisen.

Über Baker Steel Capital Managers LLP

Baker Steel Capital Managers LLP verwaltet drei preisgekrönte Anlagestrategien, die Edelmetallaktien, Spezialmetallaktien und diversifizierten Bergbau umfassen.

*Baker Steel kann eine starke Erfolgsbilanz im Vergleich zu seinen Konkurrenten und im Vergleich zu passiven Anlagen im Metall- und Bergbausektor vorweisen. Der BAKERSTEEL Precious Metals Fund ist **2024** zum sechsten Mal in Folge Gewinner der **Lipper Fund Awards**, während der Baker Steel Resources Trust von Investment Week als **Investmentgesellschaft des Jahres 2021, 2020 und 2019** im Bereich natürliche Ressourcen ausgezeichnet wurde.*

*Die Fondsmanager Mark Burridge und David Baker wurden mit **zwei Sauren Goldmedaillen für das Jahr 2021** ausgezeichnet und erhielten bei den **Mines & Money Awards 2019** die Auszeichnung als **Fondsmanager des Jahres**.*

Wichtige Informationen

Bitte beachten Sie: Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Finanzwerbung, die von der Baker Steel Capital Managers LLP (einer in England unter der Nr. OC301191 eingetragenen und von der Financial Conduct Authority zugelassenen und beaufsichtigten Kommanditgesellschaft) zur Information einer begrenzten Anzahl institutioneller Anleger (wie im Fondsprospekt definiert) auf vertraulicher Basis ausschließlich zur Verwendung durch die Person, an die es gerichtet wurde, herausgegeben wird. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder sonstigen Beteiligungen dar, noch ist es oder die Tatsache seiner Verteilung Grundlage für einen diesbezüglichen Vertrag oder darf in Verbindung mit einem solchen Vertrag herangezogen werden. Der Preis von Aktien kann sowohl steigen als auch fallen und kann durch günstige oder ungünstige Wechselkursänderungen beeinflusst werden. Die Empfänger dieses Dokuments, die beabsichtigen, Anteile oder Beteiligungen an den Fonds von Baker Steel zu erwerben, werden darauf hingewiesen, dass ein solcher Antrag ausschließlich auf der Grundlage der Informationen und Meinungen in dem entsprechenden Prospekt oder einem anderen diesbezüglichen Angebotsdokument gestellt werden darf, die sich von den in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen unterscheiden können. Dieser Bericht darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden, und andere Personen sollten sich nicht auf seinen Inhalt verlassen. Die Verteilung dieser Informationen stellt kein Angebot zur Beteiligung an einer Anlage dar und ist auch nicht Teil eines solchen Angebots. Dieser Bericht erhebt nicht den Anspruch, Anlageberatung zu leisten.

Quellen

- ⁱ IEA, CRU, Wood Mackenzie, Benchmark Mineral Intelligence, Bloomberg, BNEF, Baker Steel Capital Managers LLP.
- ⁱⁱ WoodMackenzie, RBC, Baker Steel internes Research.
- ⁱⁱⁱ Bloomberg. Stand: 31. Dezember 2024.
- ^{iv} IEA. *Announced Pledges Scenario (APS) and Net Zero Emissions by 2050 Scenario (NZE).
- ^v BNEF.
- ^{vi} Goldman Sachs.
- ^{vii} Bitcoin Energienachfrage-Index.
- ^{viii} Bloomberg.
- ^{ix} FT "Future of the Car 2022" Konferenz.
- ^x PRC Macro.
- ^{xi} Bank of America.
- ^{xii} World Gold Council, Q3 2024 Nachfragetrends.
- ^{xiii} Committee for a Responsible Federal Budget.
- ^{xiv} Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2024.
- ^{xv} Bloomberg. Stand: at 30. September 2024.
- ^{xvi} Silver Institute, Baker Steel intern.
- ^{xvii} Samsung, WhichEV.
- ^{xviii} World Platinum Investment Council.
- ^{xix} World Gold Council, Metals Focus. AISC Daten. Stand: 31. März 2024.



34 Dover Street, London, W1S 4NG
+44 (0)20 7389 0009
ir@bakersteelcap.com