

# Newsletter

## Dezember 2021

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Wir treten in den zweiten Teil des 2009 begonnenen Bullenzyklus ein. Value ist zurück* 2
- *Covid-19 sollte bald vorbei sein, so hoffen wir* 3
- *Inflation und Zinssätze steigen, da sich die Produktionslücke schliesst* 4
- *China unternimmt die ersten Schritte zu einem neuen, expansiven geldpolitischen Zyklus* 6
- *Die Aktienmärkte sind nicht teuer. Gewinne und Eigenkapitalrenditen sind sehr hoch* 7
- *Das Gewicht der Techbranche beträgt 30 % des US SPX, ihre Bewertung ist eindeutig anspruchsvoll* 8
- *Per 31.12.2021 lag der Classic bei 494 EUR p.a. +21% im Jahr. Das Jahr 2022 hat gut begonnen* 10
- *Investment Case des Quartals: Grifols Prefs. IRR 24%. IV EUR 25* 13
- *Der LTIF NR hatte ein gutes Jahr 2021 (+41%). Wir haben einen sehr langen Zyklus vor uns* 15
- *Der Superzyklus hat gerade erst begonnen* 17
- *Öl ist teuer. Wirklich?* 18
- *Kernenergie gewinnt weiter an Unterstützung für die Energiewende* 20
- *Anhang* 24

Abbildung 1: LTIF Classic EUR  
vs. MSCI Daily TR Net World Index EUR



Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR  
vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“Das Öl- und Gasangebot bewegt sich auf Netto-Null zu, die Nachfrage nicht.”

Financial Times

## Überblick über unsere Fonds

Tabelle 1: Nettoinventarwert (Net Asset Value) – Nettofondsvolumen unserer Fonds

December 31, 2021	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	494.26	1.1%	21.2%	8.3%	75
LTIF Natural Resources [EUR]	122.54	6.9%	40.1%	1.2%	62

Quelle: SIA Group

## Wir treten in den zweiten Teil des 2009 begonnenen Bullenzyklus ein. Value ist zurück

Die Jahre 2020 und 2021 waren in jeder Hinsicht zwei aussergewöhnliche Jahre, vor allem wegen der weltweiten SARS-Covid-19-Pandemie. Man kann mit Fug und Recht behaupten, dass die Regierungen schnell auf das Virus reagierten, eine rasche wirtschaftliche Erholung herbeiführten und die Pandemie (die zu Beginn alles andere als eindeutig war) durch Lockdowns und eine sehr grosszügige Finanz- und Geldpolitik einigermaßen in den Griff bekamen. Die Leistung der Wissenschaft war natürlich die Grundlage für die rasche Erholung.

Vor diesem makroökonomischen Hintergrund kehrten die Aktienmärkte zu ihrem Aufwärtstrend zurück, der nach der globalen Finanzkrise von 2008/09 eingesetzt hatte. **Im Jahr 2022 treten wir in den letzten Teil dieses Aufwärtszyklus ein.** Wie immer in den Konsolidierungsphasen von Aufwärtszyklen nehmen die Risiken zu, und unserer Meinung nach gibt es neben den *schwarzen Schwänen* (die nicht vorhersehbar sind) vier relevante Risikofaktoren:

- 1) SARS Covid-19, Omikron und mögliche Varianten
- 2) Die Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft, insbesondere des Immobiliensektors
- 3) Inflation und Zinssätze in einem *blühenden* Anleihesektor
- 4) Geopolitische Risiken, insbesondere mit Russland/Ukraine, China/Taiwan und Iran/Naher Osten

Zusätzlich zu diesen Risiken **steht die Welt vor einem strukturellen, langfristigen grünen Übergang zur Bekämpfung des Klimawandels**, der die Regeln in vielen Sektoren ändern wird, angefangen natürlich

bei der Energie. Wir möchten auch einen zweiten **globalen strukturellen Trend hervorheben, der langsam die Ungleichheit bekämpft, indem er Haushalte mit niedrigem Einkommen und das, was wir als traditionelle Wirtschaft bezeichnen, unterstützt** (Inflation, Investitionen, Sachwerte, Rohstoffe... vs. Finanzwerte).

Unser Basisszenario ist optimistisch/positiv, da wir glauben, dass sich diese Risiken im Laufe des Jahres 2022 in die richtige Richtung bewegen werden und dass **Value (und Rohstoffe) noch einige Jahre Rückenwind haben**, bis die nächste Rezession (oder vielleicht ein weiterer schwarzer Schwan) eintritt.

Es stimmt, dass die oben genannten Risiken eintreten können, und wir sind uns bewusst, dass Risiken weder vorhersehbar noch messbar sind. **Bei SIA haben wir im Laufe der Jahre gelernt, dass all dies nicht wirklich wichtig ist: Was auch immer passiert, wir investieren weiterhin in solide Unternehmen mit soliden Managementteams und soliden Bilanzen; wir sind konzentriert positioniert, aber gut diversifiziert, und unser industrielles Risiko ist sehr begrenzt.**

Wir glauben, dass wir, so wie es uns in den letzten 20 Jahren gelungen ist, weiterhin eine Rendite von ca. 10 % pro Jahr erzielen können, und dass wir bei Korrekturen oder Rezessionen frenetisch kaufen können. Aber wann verkaufen wir dann unsere Anlagen? Unser Denken folgt der Anlagephilosophie von Warren Buffett: "Unsere bevorzugte Haltedauer ist ewig." Wenn die Kurse fallen, kaufen wir, wenn sie steigen, verkaufen wir.

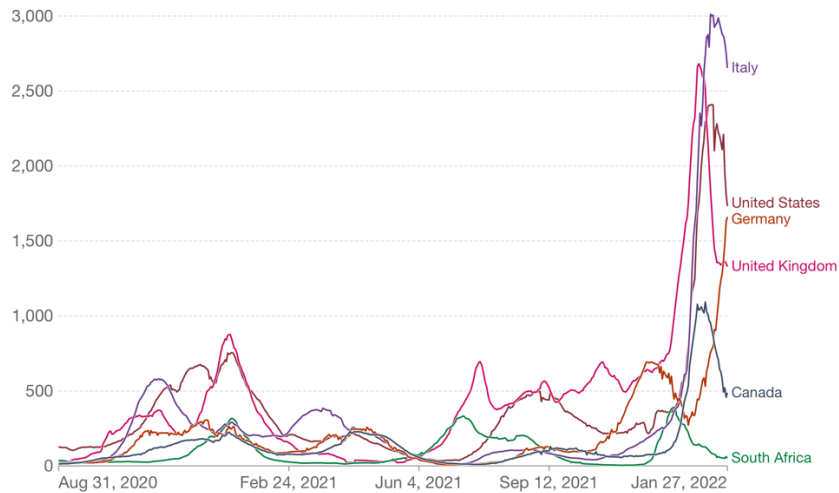
#### **Covid-19 sollte bald vorbei sein, so hoffen wir**

Die wichtigsten Punkte der Covid-Pandemie sind bekannt: Die neue, hoch ansteckende, aber weniger virulente **Omikron-Variante ist wahrscheinlich die letzte Phase der Pandemie.**

Die bekannten südafrikanischen Ergebnisse, die die Erfahrungen mit Omikron widerspiegeln, werden durch die Ergebnisse aus dem Vereinigten Königreich und sogar der Schweiz bestätigt. **Natürlich könnte sich eine neue Variante entwickeln, aber das ist jetzt, da die meisten Menschen geimpft wurden und/oder genesen sind, weniger wahrscheinlich.** Es gibt immer weniger Menschen, auf die sich das Virus ausbreiten (und dabei mutieren) kann. Interessanterweise dauerte die Spanische Grippe vor 100 Jahren etwa genauso lange: Alle Seuchen sind irgendwann ausgebrannt. Der Unterschied war diesmal, dass die Zahl der schweren Erkrankungen und Todesfälle dank der Impfstoffe glücklicherweise viel geringer war.

## Daily new confirmed COVID-19 cases per million people

7-day rolling average. Due to limited testing, the number of confirmed cases is lower than the true number of infections.

Our World  
in Data

Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

CC BY

Aus wirtschaftlicher Sicht ist der grösste Teil der Störung überwunden. Nur in Ländern wie China, das immer noch eine Zero-Covid-Politik verfolgt und dessen Bevölkerung noch nicht wirklich infiziert (und daher unzureichend geimpft) ist, herrscht noch Unsicherheit. Ansonsten ist die Welt fast schon wieder in Ordnung. Länder wie das Vereinigte Königreich, Dänemark und die Niederlande, die von der letzten Welle stark betroffen waren, haben inzwischen alle Covid-bezogenen Beschränkungen aufgehoben.

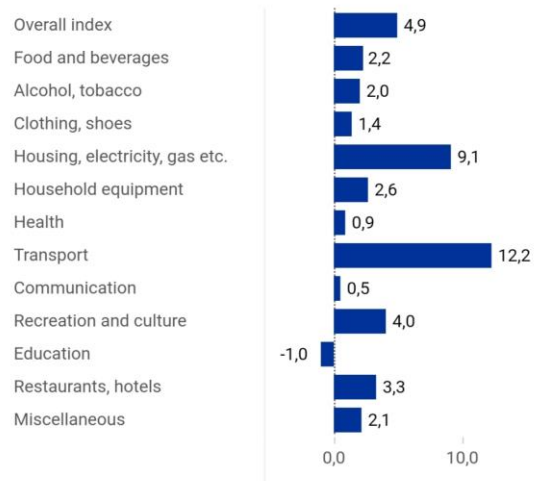
### Inflation und Zinssätze steigen, da sich die Produktionslücke schliesst

**Diese Geschichte ist jedoch noch nicht ganz zu Ende, denn wir haben jetzt eine relativ hohe Inflation, eine klare Folge der durch die Pandemie verursachten Störungen.** Die Schlüsselfrage in Finanzkreisen lautet derzeit: Wird sich die Inflation durchsetzen oder wird sie "vorübergehend" sein? Versuchen wir zu verstehen, woher diese Inflation kommt, damit wir eine vernünftige Vorstellung davon bekommen, wie sie sich entwickeln könnte.

Im Allgemeinen steigt der Preis einer Ware aus einem von zwei Gründen: entweder sinkt das Angebot oder die Nachfrage steigt (oder vielleicht auch beides). Die durch die Pandemie verursachte Störung hat sicherlich das Angebot vieler Waren eingeschränkt. Wie wir in unserem letzten Newsletter erörtert haben, ist unsere vernetzte Welt anfällig für grössere Störungen, die sich aus relativ begrenzten Problemen ergeben, sei es der Mangel an Halbleitern, der die Automobilindustrie zum Stillstand bringen kann, oder die Nichtverfügbarkeit von Containern, die die Lieferung von Fertigerzeugnissen unmöglich macht, oder auch nur die Verzögerung einiger Teile, so dass ganze Produkte nicht hergestellt werden können.

Diese Angebotsprobleme betreffen natürlich nicht alle Waren und Dienstleistungen in gleichem Masse (siehe nachstehende Grafik), aber die Inflation ist ein Durchschnittswert, und diese Probleme erhöhen den Durchschnittswert.

**Overall and breakdown of HICP by components**  
November 2021, Euro area



Quelle: Europäische Zentralbank

**Es liegt auf der Hand, dass bei einem begrenzten Angebot an bestimmten Gütern und einer gleichbleibenden Nachfrage deren Preis steigt. Es kann jedoch argumentiert werden, dass die Nachfrage sogar stärker ist als vor der Pandemie, zumindest für einige Waren und von einigen Käufern.** Viele Menschen, insbesondere "Wissensarbeiter", behielten ihre Kaufkraft während der Lockdowns bei, waren aber gezwungen, einen Teil ihres Einkommens zu "sparen", da sie einige typische Ausgaben (Restaurants, Tourismus, Live-Unterhaltung usw.) nicht mehr tätigen konnten. Darüber hinaus wurde das Einkommen vieler, die es verloren hatten, durch staatliche Unterstützung teilweise subventioniert.

**Darüber hinaus haben die Zentralbanken ihre finanziellen Bedingungen gelockert.** Diese Lockerung der Finanz- und Geldpolitik kann die Gesamtnachfrage nur erhöhen, was auch der Zweck war, nämlich die Nachfrage trotz des Shutdowns aufrechtzuerhalten, der die Wirtschaftstätigkeit zum Schrumpfen zwingt. Das Nettoergebnis war ein Inflationsdruck zumindest in einem bedeutenden Teil der Wirtschaft.

Aber die Diskussion darüber, ob die Inflation vorübergehend oder anhaltend ist, ist eigentlich eine Diskussion darüber, ob die oben genannten Phänomene weiterhin auftreten werden: **Werden die Versorgungsketten eng bleiben? Wird die Politik so entgegenkommend bleiben wie bisher? Wir glauben, dass die Antwort auf beide Fragen auf relativ kurze Sicht nein lauten wird.** Man kann jedoch mit Fug und Recht behaupten, dass die Arbeitskräfte in einigen grossen Volkswirtschaften allmählich knapp werden, dass die Energiepreise weltweit steigen und dass die Immobilienpreise unter einer strukturellen Angebotsverknappung und hohen Preisen leiden. Es ist mit einer höheren Inflation zu rechnen, wenn auch nicht in dem Masse wie in Q421.

Damit kommen wir zur Hauptsorge der Finanzmärkte: Wird die hohe Inflation die Zentralbanken dazu zwingen, die Zinssätze so weit anzuheben, dass sie die Wirtschaft abwürgen könnten? Wie immer lautet die ehrliche Antwort: Wir wissen es nicht. Aber einige Gedanken könnten nützlich sein, um in diesem Umfeld richtig zu investieren.

Erstens sind die Zinssätze sehr niedrig, und jeder glaubt, dass sie im historischen Vergleich sehr niedrig bleiben werden. Liest man die Finanzpresse, so könnte man meinen, dass sich die Zinssätze ständig ändern und in letzter Zeit stark angestiegen sind. Die folgende Tabelle relativiert die Situation:

	Mai 2012	Jan 2015	Nov 2016	Aug 2019	Jan 2022
US 10 Y Bond	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%

Quelle: Bloomberg

**Es ist richtig, dass sowohl die Inflation als auch die Zinssätze steigen.** Es stimmt auch, dass höhere Realzinsen bei sonst gleichen Bedingungen niedrigere Multiplikatoren für Aktien erfordern. **Aber das ist nichts grundlegend Neues, sondern das, was normalerweise passiert, wenn sich die Konjunkturzyklen konsolidieren und die Produktionslücke sich schliesst. Keine grosse Sache.**

#### China unternimmt die ersten Schritte zu einem neuen, expansiven geldpolitischen Zyklus

Wir wollen nicht zu sehr auf die chinesische Wirtschaft eingehen, aber es ist eine Tatsache, dass das BIP nach dem starken Wachstum nach Covid-19, in dem es um mehr als 8 % wuchs, im letzten Quartal 2021 auf 4 % zurückging.

**China sieht sich 2022 mit einer Reihe von Gegenwinden konfrontiert**, von denen wir drei hervorheben: Erstens der **Immobilienzyklus**, der Mitte 2021 in eine Abwärtsphase eingetreten ist und der historisch gesehen normalerweise zwei Jahre dauert. Zweitens die Auswirkungen des Virus auf China aufgrund der **Zero-Covid-Politik**. Drittens die **zögerliche private Binnennachfrage** aufgrund der Probleme des Immobiliensektors - jüngsten Schätzungen zufolge ist dieser Sektor direkt und indirekt für 30 % der Wirtschaft verantwortlich - und die Lockdowns.

**Positiv hervorzuheben sind Chinas Exporte und die öffentlichen Investitionen in Infrastrukturen**, von denen einige auf die Energiewende ausgerichtet sind.

China: BIP 2019-23



Quelle: Goldman Sachs

Wir gehen davon aus, dass der makroökonomische Trend im Jahr 2022 zu einer weiteren Lockerung führen wird mit einer expansiveren Geldpolitik, höheren Haushaltsdefiziten, einem anhaltenden Kreditwachstum und einer lockeren Wohnungsbaupolitik, die unserer Meinung nach die Auswirkungen der neuen Lockdowns und den Einbruch des Immobilienmarktes ausgleichen wird.

**Unsere Erfahrung sagt uns, dass die chinesische Regierung in der Lage sein wird, den Aufschwung** (der lockere geldpolitische Zyklus begann im 4. Quartal 21) **neu zu beleben**, indem sie sich auf die Infrastruktur und die Exporte konzentriert, während Immobilien und die Binnennachfrage langsam wieder Vertrauen gewinnen.

**Die Aktienmärkte sind nicht teuer. Gewinne und Eigenkapitalrenditen sind sehr hoch**

Wie jedes Jahr haben wir die Börsenkurse der wichtigsten Weltindizes überprüft, und ob Sie es glauben oder nicht, die Aktienmärkte sind nicht teuer. **Der US-Markt (Standard & Poor's 500) wird mit einem KGV von 22 gehandelt, obwohl das KGV nach Bereinigung um den Technologiesektor (KGV 33x) eher bei 18-19 liegt**, was dem historischen Durchschnitt entspricht. **Europa (SXXP 600) wird mit einem KGV von 15 gehandelt**, was unter dem historischen Durchschnitt von 19 liegt, während der **Nasdaq mit einem KGV von 28** der einzige teure globale Index ist.

Das Problem ist nicht die Bewertung (mit Ausnahme einiger Sektoren, auf die wir noch eingehen werden), sondern **die Unternehmensgewinne**, die aufgrund besserer Betriebsmargen, geringerer Finanzaufwendungen und niedrigerer Steuern, die der Technologiesektor aufgrund seiner starken Gewichtung noch verstärkt, **auf einem historischen Höchststand sind**. Die Eigenkapitalrendite der Unternehmen liegt im Durchschnitt deutlich über dem historischen Mittelwert, was zu diesem Zeitpunkt des Zyklus durchaus normal ist. Aber Vorsicht, das bedeutet auch, dass die Gewinne etwas "aufgeblasen" sind.

**Zwei Sektoren, nämlich Technologie und Industrie, sind spürbar teuer, während zwei Sektoren, nämlich Energie und Finanzwerte (Banken und Versicherungen), spürbar günstig sind.** Wir haben zahlreiche Anpassungen vorgenommen, um die Erträge anzugleichen und Indizes, Regionen und

Sektoren zu bewerten, und kommen zu folgenden Schlussfolgerungen (wir gehen nicht ins Detail, um unsere Leser nicht zu langweilen):

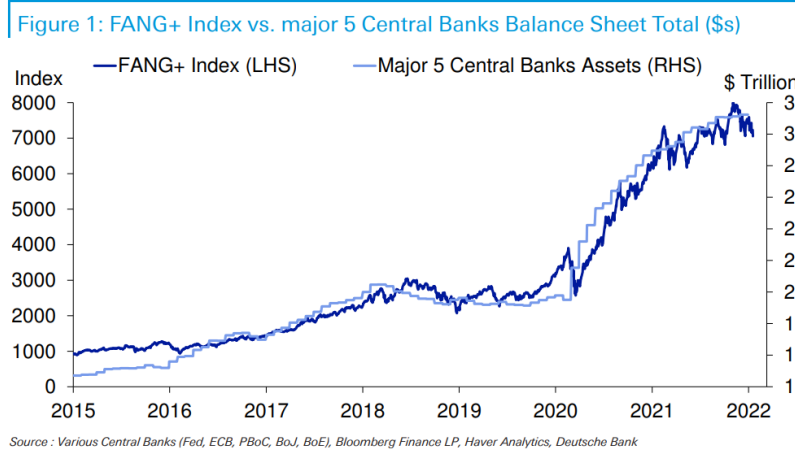
- 1) **Teure Märkte:** Nasdaq, Türkei, Industriewerte, Technologie, Growth, Large Caps
- 2) **Günstige Märkte:** Europa, Brasilien, Russland, China, Energie, Finanzwerte, zyklische Konsumgüter, Gesundheit, Value, Small Caps, Rohstoffe
- 3) **Angemessene Märkte:** US, Japan, Konsumgüter, Materials

Wie bereits erwähnt, ist diese Analyse nicht wirklich der Rahmen für unsere Investitionen oder für die Struktur des LTIF Classic/NR-Portfolios, sondern hilft uns, Fehler zu vermeiden.

### Das Gewicht der Techbranche beträgt 30 % des US SPX, ihre Bewertung ist eindeutig anspruchsvoll

Wir sind der Meinung, dass es angesichts der aktuellen Bedeutung des Technologiesektors in Bezug auf die Performance und die Indexgewichtung interessant ist, ihm etwas Zeit zu widmen. Unserer Meinung nach ist der Sektor in den letzten Jahren gereift und steht vor dem letzten Teil des Zyklus mit deutlichem Gegenwind. **Der Markt hat bereits begonnen, zwischen den Gewinnern und den Verlierern zu unterscheiden, und es zeichnen sich erste relevante Risiken ab.** Wir heben drei hervor:

- 1) **Bewertung.** Der globale Technologiesektor (mit Schwerpunkt USA) wird mit dem 8,2-fachen des Buchwerts gehandelt und liegt damit nahe dem Höchststand der Technologieblase von 2000 (10x), verglichen mit einem historischen Durchschnitt von 3,6x.
- 2) **Zinssätze.** Historisch gesehen weist der Sektor eine starke Korrelation mit den Zinssätzen und der Geldpolitik auf (siehe Grafik unten), was bedeutet, dass die laufende Inflation und die Zinserhöhungen ein ungünstiges Szenario darstellen.



- 3) **Tech-Müll.** Innerhalb des Technologiesektors gibt es derzeit eine starke Zweiteilung. Einige Technologieunternehmen haben keine starke strategische Position und sind daher eindeutig überbewertet, während andere eine hervorragende strategische Position haben und daher nur die Bewertung diskutiert werden kann. Nach einer Zeit, in der die meisten Tech-Investitionen eine Outperformance erzielten, ist es nun an der Zeit, sehr viel selektiver vorzugehen.

Dies zeigt sich bereits bei den führenden Technologieunternehmen von heute. Unsere Analyse legt beispielsweise nahe, dass Google, Microsoft und Apple echte Technologietitanen sind, bei denen wir zwar über die Bewertung, nicht aber über die strategische Position diskutieren können, während es einigen anderen Namen (z. B. Tesla oder Meta/Facebook) unserer Ansicht nach an einem klaren

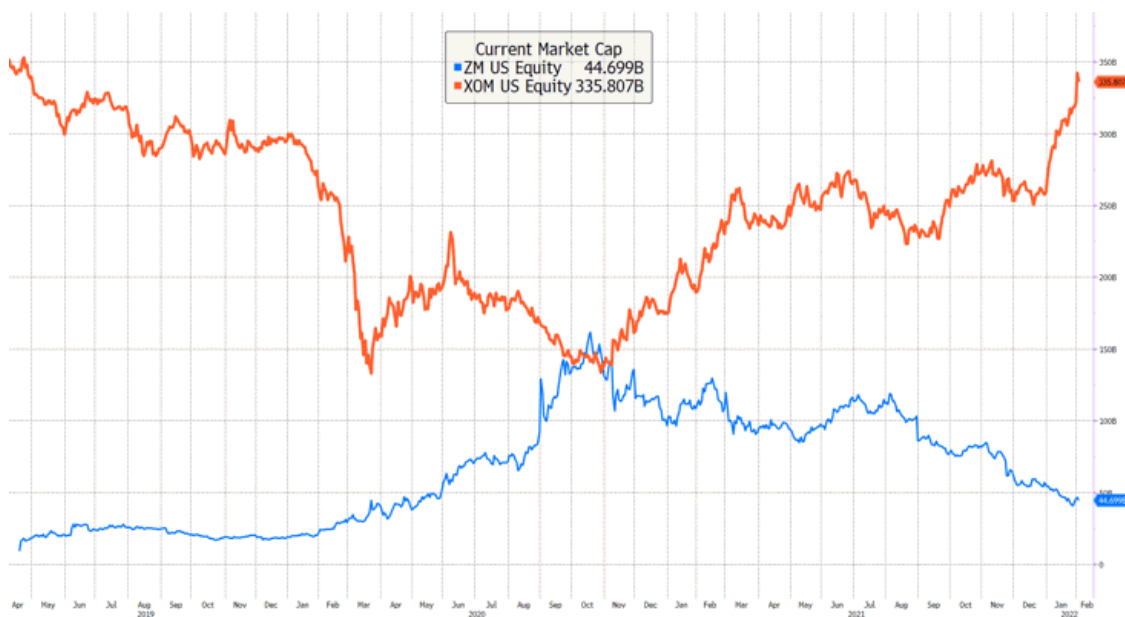


Wettbewerbsvorteil mangelt. Wir halten auch Amazon für einen Titanen, aber seine Bewertung ist für uns zu schwierig zu beurteilen. Warren Buffett empfiehlt einen Stapel mit dem Titel «zu schwierig zu haben».

### Nehmen wir ein konkreteres Beispiel. Zoom Video vs. Exxon

Am 19. Oktober 2020, also vor etwas mehr als einem Jahr, hatte **Zoom Video Communications, ein an der Nasdaq notiertes chinesisches Unternehmen, eine Marktkapitalisierung von 135 Milliarden Dollar. Am selben Tag hatte die Exxon Corporation, der grösste private Ölproduzent der Welt, eine Marktkapitalisierung von 115 Milliarden Dollar.** Zoom Umsatz und Nettovermögen: 2,1 Mrd. USD und 4,3 Mrd. USD. Umsatz und Vermögen von Exxon: 209 Mrd. USD und 138 Mrd. USD.

Dies ist nicht der Ort für eine ausführliche Diskussion ihrer jeweiligen Bewertungen, aber die meisten Leser dieses Newsletters werden zustimmen, dass diese Bewertungen offensichtlich keinen Sinn machten (wer anderer Meinung ist, kann sich direkt an uns wenden). Die nachstehende Grafik zeigt die "Korrektur" des Marktes. Letztendlich wird **der Markt zu einer Waage und nicht zu einer Wahlmaschine, wie Benjamin Graham es in den 1930er Jahren so treffend formulierte.**



**Dieser Anpassungsprozess ist bei den am stärksten aufgeblähten Aktien relativ weit fortgeschritten, d.h. bei Unternehmen, die keine Gewinne erwirtschaftet haben und zu hohen Bewertungen gehandelt wurden, in der Hoffnung, dass sie den Markt, in den sie eintreten wollten, stark "stören" würden, oder in der Hoffnung, dass die Anleger sie einfach zu einem höheren Preis verkaufen würden.**

**Derjenige, der in NFTs (nicht fungible Token) "investiert"** und gutes Geld für nichts bezahlt, weil "es nach oben geht", wird durch 0,5 % höhere Zinsen nicht beeinflusst. Im Jahr 1999, als wir die letzte grosse Technologieblase hatten, waren die Zinssätze dreimal so hoch wie heute (über 5 %). Vielmehr handelt es sich um das Platzen einer Blase, ein Prozess, der vielleicht durch einen leichten Anstieg der Zinssätze ausgelöst wurde, aber **einfach von der Schwerkraft abhängt.** Übrigens ist der Prozess noch lange nicht abgeschlossen, und es gibt immer noch eine Menge Schrott auf dem Markt, den die Indizes absorbieren müssen.

Im Gegensatz dazu gibt es ausserhalb des Technologiesektors viele gute Unternehmen, die zu vernünftigen Preisen gehandelt werden. Diese Korrekturen sind gut für uns (im Jahr 2002, dem ersten Jahr, in dem wir mit dem Classic Fonds starteten, befand sich der Markt am Ende einer langen Korrektur nach einer Blase, und unsere Aktien entwickelten sich in den folgenden fünf Jahren um mehr als 20 % pro Jahr besser als der Index). **Wir sehen keinen "anpassungsbedingten Absturz", aber wir gehen davon aus, dass in einem Teil des Marktes, insbesondere im Technologiebereich, der Abbau einer Blase beginnt.**

**Per 31.12.2021 lag der Classic bei 494 EUR p.a. +21% im Jahr. Das Jahr 2022 hat gut begonnen**

**Der LTIF Classic blieb in der zweiten Jahreshälfte 2021 stabil und beendete das Jahr mit 494 EUR pro Anteil, +21% im Jahr 2021.** Diese Performance entspricht unserer Prognose, das Jahr mit rund 475 EUR p.a. zu beenden, und hat es uns ermöglicht, den leichten Rückgang, den die Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 verursacht hatte, mehr als auszugleichen. **Wir sind gut in das Jahr 2022 gestartet, mit einem NAV von 527 EUR p.a. Mitte Januar (+7% im Jahr 2022 ytd)** in einem Jahr, das, wie gesagt, ein Value-Jahr werden sollte.

In absoluten Zahlen sind wir mit der Wertentwicklung des Fonds zufrieden, während wir in relativen Zahlen sehr gut mit den meisten Aktienindizes mithalten können: **MSCI Global Value + 19% (in US\$) im Jahr 2021, MSCI Global Growth +20% (\$), SPX US +27% (\$), SXXP Europe 22% (EUR), in einem negativen Jahr für die Schwellenländer, die im Durchschnitt 5% verloren.** Wie immer haben wir die Gewichtung von Sektoren und Titeln erhöht, die unserer Meinung nach mehr Potenzial haben. In Bezug auf das Jahr 2021 möchten wir die Erhöhung unseres Engagements in den Bereichen Öl/Energie, Chemie und Gesundheit/Pharma mit Grifols hervorheben.

Die Sektoren, die im Classic im Jahr 2021 gut abgeschnitten haben, waren: Konsumgüter (+20%), Technologie (+70%), Energie (+70%) und Finanzwerte (+40%). Auf der negativen Seite gibt es aufgrund des starken Rückgangs von Grifols nur zwei Sektoren: Werkstoffe/Zement (-2%) und Gesundheit (-27%). Es sei darauf hingewiesen, dass die Performance des Classic aufgrund seiner starken Konzentration möglicherweise nicht mit derjenigen der grossen Sektoren vergleichbar ist.

Bei den Aktien waren die grössten Gewinner Raytheon (Luft- und Raumfahrt, Verteidigung), Devro (Wurstpellen), Leroy Seafood (Lachs), Compass Group (Catering), ISS (Reinigung), Pandora (preiswerter Schmuck), ASML (Halbleiter), First Quantum (Kupfer) sowie alle Ölgesellschaften (ausser Harbour Energy).

Auf der Negativseite heben wir Grifols, MTU Aeroengines und Henkel hervor, die 2021 zweistellige Rückgänge verzeichneten. Nichtsdestotrotz betrachten wir alle drei als ausgezeichnete Investitionen und kaufen sie weiterhin langsam, wenn wir können.

**Der aktuelle IRR vom Classic liegt bei 14%. Intrinsic Value: EUR 780**

**Die letzte Aktualisierung unserer Modelle deutet darauf hin, dass der Classic einen intrinsic Value von annähernd 800 EUR pro Aktie hat, ein Niveau, das wir innerhalb von 2-3 Jahren, d.h. um 2024-2025, erreichen sollten,** wenn unser Ziel von 10% pro Jahr (inklusive Gebühren) erreicht wird. Zur Erinnerung: Wir berechnen den intrinsic Value des Fonds als gewichteten Durchschnitt des intrinsic Values der einzelnen Aktien, während wir für die zyklischeren Aktien eine konvergente oder mittelzyklische Methode anwenden.

Wir versuchen seit vielen Jahren, die Schwankungen des Classic zu verstehen, und unsere Analyse deutet darauf hin, dass der aktuelle IRR von 14 % im mittleren Bereich des NAV des Classic liegt, der seit 2002 zwischen 12 % und 17 % schwankt. **Der Classic ist also im Vergleich zu seiner historischen Performance weder teuer noch billig, was im Einklang mit den Aktienmärkten im Allgemeinen steht.** Was können wir erwarten? Wenn wir von der erwarteten IRR die Gebühren und einige Investitionsfehler abziehen, die wir sicherlich machen werden, sollten wir 10 % pro Jahr erreichen.

Einige Anleger sagen uns, dass 10 % nicht sehr viel sind, worauf wir antworten, dass **sich 10 % alle 7 Jahre verdoppeln und alle 14 Jahre mit 4 multiplizieren, bei begrenztem Risiko (nicht zu verwechseln mit Volatilität)**. Der Weg ist klar: 575 EUR im Jahr 2022 und 1'000 EUR im Jahr 2028. Zeichnen Sie eine gerade Linie, und wir alle wissen, was der Plan ist. Wie auch immer, erlauben Sie uns eine quasi-philosophische Freiheit: Wichtig ist, dass wir uns nicht auf das Ziel versteifen, sondern die Reise geniessen, das Geschäft, das Makro, das Mikro usw. in unserem Bestreben, jeden Tag ein besserer Experte und Mensch zu werden.

**Etwas stört uns jedoch sehr - der zwanghafte Vergleich unserer kurzfristigen Performance mit den Indizes.** Dazu ein paar Gedanken:

- 1) Unserer Meinung nach ist ein **kurzer Zeitraum bei Aktien nicht von Bedeutung**, und um die Out- oder Underperformance eines Fonds zu beurteilen, ist mindestens ein Jahrzehnt erforderlich.
- 2) Wenn wir 9-10% pro Jahr verdienen, wie wir es seit 2002 knapp getan haben, werden wir natürlich den breiten Aktienindex schlagen, der historisch gesehen 6-7% pro Jahr erreicht, was übrigens dem nominalen Welt-BIP entspricht. **Das Übertreffen der Indizes ist also eine passive Folge unserer Strategie und kein aktives kurzfristiges Ziel.**

**Der LTIF Classic ist wie immer sowohl konzentriert positioniert als auch diversifiziert. Kapitalerhalt und angemessene Renditen sind unser Mantra**

Wie bereits mehrfach erwähnt, strebt der LTIF Classic gleichzeitig nach Konzentration und Diversifizierung, und wir investieren in der Regel die Hälfte unserer Anlagen in 10 Unternehmen, wobei nicht mehr als 15 % auf ein einzelnes Thema oder einen einzelnen Treiber entfallen.

Heute sind die Unternehmen in unserer Top 10 Suncor und Cenovus (Öl), ING (Finanzwerte), Grifols (Pharma), Heidelberg Cement, ISS (Reinigung), Sodexo und Compass Group (Catering), Thales (Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Cybersicherheit) und Henkel (Klebstoffe, Reinigung, Schönheit). Wir sind der Meinung, dass all diese Unternehmen sehr solide sind, die Managementteams hervorragend sind, die Bilanzen gesund sind und sie uns alle eine Kapitalrendite von deutlich über 10 % bieten.

#### **LTIF Classic Top10 Holdings**

Cenovus Energy Inc.	7,0%
ING Groep NV	5,9%
Grifols SA	5,7%
Heidelberg Cement AG	5,3%
Suncor	4,9%
ISS A/S	4,7%
Sodexo SA	4,7%

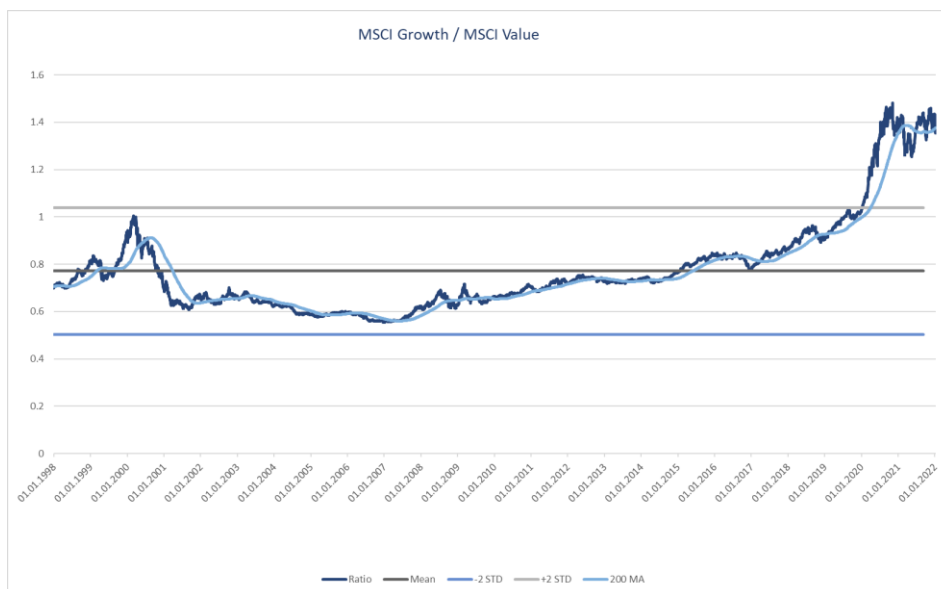
Thales	4,6%
Compass Group plc	4,4%
Henkel AG & Co	4,1%
<b>TOTAL</b>	<b>51,4%</b>

**Der Classic ist weiterhin nur in einem einzigen Sektor übergewichtet, nämlich in Energie/Öl und Gas, wo wir etwas mehr als 15-20 % des Fonds halten.** Wir werden diesen Sektor im Abschnitt Natural Resources ausführlich besprechen, da unser Szenario nun endlich zum Tragen kommt. Wir wollen nicht angeben, denn die Realität ist, dass wir einige Jahre zu spät dran sind: Der Schieferöl-Unsinn 2014-20 verdeckt die strukturelle Ölknappheit, die wir allmählich erleben.

**Es ist Zeit für Value, und sie wird einige Jahre dauern**

**Nach 10 Jahren Underperformance glauben wir, dass der Value-Faktor zum historischen Mittelwert zurückkehren wird. Das hat er immer getan, und wir sehen keinen Grund, warum er dies nicht wieder tun sollte.** Es gibt viele traditionelle Unternehmen, die zu sehr attraktiven Multiplikatoren gehandelt werden, verglichen mit dem Growth- und/oder Technologiesektor, der, wie wir bereits sagten, aufgrund der folgenden Gründe vor einer schwierigeren Zeit steht:

- 1) Inflation und Zinsen
- 2) Verschärfung der Wettbewerbs- und Regulierungsvorschriften
- 3) anspruchsvollen Bewertungen



## Investment Case des Quartals: Grifols Prefs. IRR 24%. Intrinsic Value EUR 25

**Wer hätte gedacht, dass Grifols im Jahr 2021 die schlechteste Aktie im Fonds sein würde (-33%)!** Es handelt sich um ein Unternehmen mit allen Merkmalen eines Qualitätscompounders in einer oligopolistischen Struktur und mit enormen Eintrittsbarrieren.

Wie üblich, wenn eine Aktie, die wir besitzen, zu fallen beginnt, haben wir das Unternehmen im Laufe des Jahres 2021 mehrfach eingehend geprüft, um zu verstehen, warum die Aktie fiel und ob wir falsch lagen. Wir fanden vier Hauptgründe für die Underperformance:

- 1) **Zu hohe Verschuldung**, einschliesslich weiterer Punkte (Factoring, Vorzugsdividenden in Tochtergesellschaften usw.).
- 2) **Herabstufungen des Gewinns pro Aktie**, d. h. 20 % der Gewinnerwartungen für 2021 (dies könnte einen wichtigen Teil des Rückgangs erklären).
- 3) **Strategischer Wandel** angekündigt am Kapitalmarkttag.
- 4) **Haltung gegenüber Minderheitsaktionären.**

Wir können die ersten drei Punkte verstehen und sogar akzeptieren. **Die Schulden stammen aus einem jahrzehntelangen Prozess von Übernahmen**, der Grifols zu einem der weltweit führenden Unternehmen für Plasmaproteine werden liess. **Die tiefen Schätzungen sind vor allem auf die Covid-19-Krise zurückzuführen**, die einen normalen Betrieb der Entnahmezentren verhinderte, zu denen noch die Kosten für die Erweiterung der Kapazitäten von Grifols hinzukommen. Schliesslich ist auch **die strategische Verlagerung auf die Entwicklung anderer Produkte als Plasmaproteine sinnvoll** (sie folgt in gewisser Weise der Strategie von CSL), auch wenn Grifols in den nächsten Jahren die Umsetzung dieses Wandels unter Beweis stellen muss.

**Das Managementteam (die Familie Grifols und die Hauptaktionäre) bereitet uns jedoch die grössten Sorgen, da es unserer Meinung nach die Minderheitsaktionäre in gewisser Weise missachtet.** Die Transparenz des Unternehmens ist zufriedenstellend, aber verbesserungsfähig; der Übernahmeprozess sollte nicht nur im Hinblick auf Strategie, Grösse, Markt und Technologie strukturiert werden, sondern auch im Hinblick auf die Kapitalrendite. Auch die Bilanz sollte einen angemessenen Verschuldungsgrad aufweisen.

Bei unserer Due-Diligence-Prüfung (natürlich als Aussenstehende) haben wir keine schwerwiegenden Probleme im Geschäft oder neue Produkte gefunden, die Grifols Blutproteine direkt bedrohen, während die Kaufsumme für Biotest uns überrascht hat, da dieser Kauf, wenn dies wahr ist, die Gewinne der Gruppe stark erhöhen wird. Wir sind jedoch der Meinung, dass das Managementteam seine Finanzdisziplin und Kommunikation verbessern muss.

Wie können die Vorzugsaktien von Grifols mit einem KGV von 8 im Jahr 2023 gehandelt werden, während die Aktien des Wettbewerbers CSL mit dem 33-fachen gehandelt werden? Was die Rendite des investierten Kapitals der Unternehmen betrifft, so erzielt CSL 19 % und Grifols 6 %. Der Goodwill ist daran nicht ganz unschuldig.

**Wir verbilligen unsere Positionen weiterhin, weil das Unternehmen fantastisch ist und wir darauf vertrauen, dass das Managementteam auf die Minderheitsaktionäre hören wird, welche in gutem Glauben versuchen, sie zu "beraten".** Wäre SIA ein Private-Equity-Fonds, würden wir einen grossen Teil des Unternehmens kaufen und das Managementteam unterstützen, die Minderheits- und Mehrheitsaktionäre zusammenbringen und den Aktienkurs verdoppeln.

**Unseren Zahlen zufolge hat die Grifols Vorzugsaktie eine Kapitalrendite von 24 % und unser intrinsic Value liegt bei 25 EUR pro Aktie, verglichen mit dem aktuellen Kurs von 11 EUR pro Aktie.**

### Fragen wurden von Pandora zu Harbour Energy verlagert

Das Feedback, das wir von den Anlegern der Fonds erhalten, die dazu neigen, sich auf Unternehmen oder Aktien zu konzentrieren, die eine unterdurchschnittliche Performance aufweisen, ist äusserst interessant und willkommen. In letzter Zeit hat sich der Fokus auf **Harbour Energy verlagert, das im Jahr 2021 stark enttäuschte (und damit den von Premier Oil in den Vorjahren eingeschlagenen Weg fortsetzte).**

Harbour Energy bleibt eine wichtige Position in unseren Classic- und NR-Fonds. Nach dem jüngsten Kapitalmarkttag lauten unsere Schlussfolgerungen folgendermassen:

- **Das Management und die Strategie des Unternehmens sind solide.** Uns gefällt das neue Management (von Chrysaor). Es hat eine gute Erfolgsbilanz bei Fusionen und Übernahmen, Cash-Flow-Management, Bilanz und Kostenkontrolle.
- **Harbour wird kein Explorationsunternehmen sein.** Seine Hauptstrategie besteht darin, seine Produktion bei etwa 200'000 b/d zu halten und durch den Erwerb von Verkäufen grosser Ölkonzerne und die Veräusserung anderer Unternehmen zu wachsen. Da Öl im Zuge der Energiewende zu einem "toxischen" Vermögenswert wird, plant HBR den Kauf mittelgrosser Anlagen, um den Rückgang auszugleichen und das Wachstum zu fördern.
- **Die Bilanz hat sich deutlich verbessert und wird "konservativ" verwaltet.** Das Managementteam hat klargestellt, dass in diesem volatilen Sektor kein Leverage eingesetzt werden sollte, und fährt fort, Absicherungen, Cashflow und Bilanz konservativ zu verwalten. Uns gefällt dieser Ansatz, da dieser Sektor schon genug Volatilität und Leverage aufweist. Nicht zu vergessen sind die steuerlichen Verlustvorträge in Höhe von 4 Mrd. USD.
- **Die operationellen Risiken sind beherrschbar, da die Ölproduktion aus einer Vielzahl von verschiedenen Feldern stammt und nicht nur von einem einzigen abhängt.** Das Unternehmen hat zwei Hauptgebiete: die Nordsee und Südostasien. Seine Produktion und Reserven setzen sich aus 50/50 Öl/Gas zusammen, was uns ebenfalls gefällt, da Gas nicht so fungibel ist, wie es scheint, und die Nachfrage in den kommenden Jahrzehnten stark ansteigen wird (vor allem aufgrund der asiatischen Nachfrage und der Substitution von Kohle).
- **Harbour ist ein quasi-kostengünstiges E&P-Unternehmen mit OPEX in der Grössenordnung von 15 \$ pro Barrel.** Es gibt bessere Unternehmen (einige haben OPEX unter 10 \$), aber 15 \$ ist ein gutes Niveau. Das Management ist sehr kosten- und ertragsorientiert.
- **Unseren Zahlen zufolge kann das Unternehmen bei 80 \$ Öl eine Kapitalrendite von 20 % erwirtschaften,** was für uns ein attraktives Niveau darstellt (Mitte des Zyklus). Das EBITDA 2022E dürfte bei 70-80 \$ Öl und 3,5 \$ mmcf Gas etwa 3 Mrd. \$ betragen. Dem stehen eine Marktkapitalisierung von 4,6 Mrd. \$ und eine 22E-Nettoverschuldung von rund 1,5 Mrd. \$ gegenüber. Das EV/EBITDA liegt bei etwa 2,1x gegenüber dem historischen Durchschnitt von 5-6x.
- Wir gehen davon aus, dass die Ölpreise ab H222 oder 2023 einen Wert von 100 Dollar und mehr erreichen werden, wenn die Reservekapazitäten der OPEC+ deutlich abnehmen werden.
- **Bei einem Ölpreis von 80 \$ produziert HBR einen freien Cashflow von etwa 1,2 Mrd. \$, was bedeutet, dass sie das gesamte Unternehmen in etwa 4 Jahren kaufen könnten (25 % freie Cashflow-Rendite).**

- Schliesslich ist zu bedenken, dass **nach der Fusion von PMO und Chrysaor die Umwandlung von Schulden in Eigenkapital und die Sperrung der Chrysaor-Aktien viele Aktionäre zum Verkauf zwang**. Dies wird im Jahr 2022 enden, und danach sollte die Aktie wieder auf einem normaleren Niveau gehandelt werden. Wir glauben, dass 650 Pence das Niveau ist, auf dem die Aktie bei einem Ölpreis von 80 \$ und einem Gaspreis von 3,5 mmcf gehandelt werden sollte, aber auch ein viel höheres Niveau, wenn der Ölpreis über 100 \$ steigt.

**Fazit: gutes Management, Tier 2 Assets (kein Wachstum und Kampf gegen den Rückgang), gute Kosten/Renditen, Fusionen und Übernahmen zum richtigen Zeitpunkt und unter einem disziplinierten Team, ein sehr günstiges Unternehmen, und das alles bei hohem Risiko.**

Wir sind nicht wegen der Exploration in HBR investiert, aber es gibt Potenzial in Indonesien und Mexiko (das Zama-Feld und einige Flächen in der Umgebung). **Abschliessend möchten wir darauf hinweisen, dass wir Harbour in die Risikokategorie 4 (maximales Risiko) einstufen**, was auf die Grösse und die operativen Risiken des Unternehmens zurückzuführen ist (sehr klein für den E&P-Sektor).

Unter dem Strich ist dies eine Aktie, die sich bei Öl- und Gaspreisen von 80 \$ verdoppeln und bei höheren Preisen verdreifachen sollte, wenn auch mit einem weit überdurchschnittlichen Risiko.

**Der LTIF Natural Resources hatte ein gutes Jahr 2021 (+41%). Wir haben aber noch einen sehr langen Zyklus vor uns**

Wir sind sehr stolz darauf, dass wir die Auszeichnung als **besten Rohstofffonds des Jahres 2021 auf der Sharing Alpha-Plattform** erhalten haben, die sich als unabhängige Investitionsdrehscheibe versteht. Ein bisschen Lob ist willkommen nach dem Stress der letzten zwei Jahre der globalen Pandemie. Wir möchten dies mit allen Anlegern zu Beginn des neuen Jahres teilen.



**Der LTIF NR beendete das Jahr 2021 mit einem Plus von +41% (123 EUR pro Aktie) und lag damit weit vor den meisten Indizes**, sowohl geografisch als auch aus Sicht des Sektors. Es war ein gutes Jahr, und wie wir schon früher kommentiert haben, sind wir sehr davon überzeugt, dass dies erst der Anfang ist: Es bildet sich ein Rohstoff-Superzyklus heraus, ein Zyklus, der normalerweise aufgrund der Schwierigkeit, neue Angebote zu entwickeln, von langer Dauer ist. **Der LTIF NR startete ebenfalls stark in das Jahr 2022 und stieg bis Ende Januar um 9% auf 132 EUR.**



Wir sind davon überzeugt, dass wir **in einen Superzyklus eintreten**, da sich zwei Zyklen überschneiden: der Boom/Bust-Zyklus bei Rohstoffen und Kapital (nach 10 Jahren Unterinvestition) und der durch die Energiewende angetriebene Zyklus. Dies führt zu einer sehr starken Nachfrage nach einigen Rohstoffen (Kupfer, Lithium, Kobalt, Aluminium, Nickel, Gas usw.) und gleichzeitig zu einer Verlangsamung des Angebots bei einigen anderen (vor allem fossilen Brennstoffen).

**Der Energie- und Bergbausektor des LTIF NR hat sich 2021 am besten entwickelt (mit einem Anstieg von mehr als 50 % in beiden Sektoren)**, während die Sektoren Infrastruktur (vor allem Zement) und Agrar- und Ernährungswirtschaft um rund 10 % gestiegen sind. Wir haben den Anstieg der Energiepreise mit einer sehr starken Gewichtung von Öl und Gas (ca. 50 % des Fonds) sowie von Bergbau (35 % des Fonds) genutzt, wobei die Uranminen 2021 stark zur Performance beigetragen hat.

**Wir sind nach wie vor sehr optimistisch, was den Infrastruktursektor betrifft, in dem die USA, Europa, China und viele andere Länder neue Infrastrukturpläne vorantreiben;** ausserdem unterstützen die für die Energiewende erforderlichen Investitionen diese Pläne. In Berichten wurde erwähnt, dass für die Energiewende jährlich weltweit 6 Billionen US-Dollar investiert werden müssen (ein Drittel des amerikanischen BIP pro Jahr!), eine exorbitante Zahl, die unseres Wissens nach kaum zu erreichen ist, da die Koordinierung eines so grossen Volumens an Ressourcen sehr kompliziert sein wird, sei es für Rohstoffe, Arbeitskräfte, Logistik usw. Investitionen in Infrastrukturen werden Unternehmen wie Heidelberg Cement und Buzzi Unicem (die beide stark in den USA engagiert sind) zugute kommen, die extrem günstig sind und deren Aktien wir weiterhin kaufen - langsam aber sicher.

**Wie erwartet, sind die Lachspreise auf ein neues Allzeithoch gestiegen.** Die Analyse ist nicht allzu kompliziert, da das Angebot die Nachfrage nicht decken kann, denn in Norwegen betrug das Angebotswachstum lediglich 4-5 % pro Jahr und in Chile 0 % im Jahr 2021. Diese beiden Länder machen 75% des weltweiten Angebots aus. Die Folge: steigende Preise. Die Lachsfarmen, die wir im LTIF Natural Resources haben, sind günstig und werden bald weitaus bessere Ergebnisse erzielen. Es sei darauf hingewiesen, dass die meisten Lebensmittelpreise steigen, da die hohen Gaspreise (und die Verknappung) die Düngemittelproduktion und damit das Lebensmittelangebot reduziert haben. Die hohen Lebensmittelpreise werden zeigen, wie wettbewerbsfähig Lachs bei einem Preis von 7 Euro pro kg in der Produktion ist. Zudem wird der Konsolidierungsprozess weiter gehen.

**Der LTIF Natural Resources hat einen IRR von 13-14% und einen mid-cycle Intrinsic Value von 175 EUR,** jedoch warten wir noch auf Updates einiger Unternehmen, die in den kommenden Wochen Ergebnisse veröffentlichen werden. Angesichts der hohen Rohstoffpreise erwirtschaften die Unternehmen einen enormen freien Cashflow, was dazu führt, dass sich die Bewertungen schneller als üblich entwickeln (viele Unternehmen erwirtschaften mittlerweile einen freien Cashflow von 20-25 % ihrer Marktkapitalisierung; bei diesem Tempo ist der Unternehmenswert innerhalb von 3-4 Jahren aufgekauft). Unsere Aktualisierungen sind schnell veraltet, da wir mit dem freien Cashflow nicht Schritt halten können.

Wir möchten Sie daran erinnern, dass die Berechnung des IRR und des intrinsic Values des Fonds mit Bewertungsmodellen in der Mitte des Zyklus erfolgt. Wie wir in früheren Rohstoffzyklen erlebt haben, neigt der Markt nicht dazu, bei Bewertungen in der Mitte des Zyklus stehen zu bleiben, sondern bewegt sich wie ein Pendel von einem Extrem zum anderen. Wir gehen davon aus, dass wir in unserem Rohstoff-Superzyklus-Szenario mittelfristig einen Nettoinventarwert von 275-300 EUR erreichen können, und der Zweck unseres Fonds besteht darin, diesem Trend voll ausgesetzt zu sein.



### Der Superzyklus hat gerade erst begonnen

Nach der starken Performance des LTIF NR im Jahr 2021 und angesichts der zum Teil vermeintlich hohen Rohstoffpreise fragen sich einige Anleger, ob wir uns dem Ende des Zyklus nähern. **Unsere Antwort ist eindeutig: Dieser Zyklus hat gerade erst begonnen und wird aufgrund der Überschneidung zwischen dem normalen Rohstoffzyklus und den Auswirkungen der Energiewende länger als üblich dauern.**

Die Energiewende verzerrt die üblichen Kapitalströme, die massenhaft aus fossilen Brennstoffen, Zement und anderen CO<sub>2</sub>-emittierenden Industrien abfliessen und in erneuerbare Energien und grüne Industrien fliessen. Der Trend ist strukturell richtig - das Problem liegt im Timing und in der Umsetzung. Klingt vertraut.

**Wir nennen es das "grüne Paradoxon":** Das Kapital bewegt sich zu schnell in Richtung grüner Energie, während es weiterhin in fossile Brennstoffe und traditionelle/verschmutzende Industrien investieren sollte, um die Nachfrage kurz- bis mittelfristig zu befriedigen und gleichzeitig eine Reduzierung ihrer Emissionen zu erzwingen. **Das Angebot wird kohlenstofffrei, die Nachfrage jedoch nicht**, wie die Financial Times kürzlich titelte und direkt auf den Punkt brachte.

Tatsächlich verlangsamen wir das Angebot einiger Rohstoffe (vor allem fossiler Brennstoffe) angesichts der steigenden Nachfrage (die Folge: hohe Preise), während wir die Nachfrage nach Industriemetallen angesichts des begrenzten Angebots beschleunigen, was wiederum zu höheren Preisen führt. **Wir treten eindeutig in eine Ära ein, in der die Emission von CO<sub>2</sub> sehr teuer sein wird, und das wird sich stark auf die Energie- und Rohstoffpreise auswirken.**

Wir glauben, dass es nach einem Jahrzehnt der Unterinvestitionen in Öl und bei steigender Nachfrage zu einem Engpass kommen wird, der die Preise 2022 oder 2023 auf über 100 \$ treiben wird, sobald sich der Überschuss der OPEC+ Lagerbestände normalisiert hat. Hier stehen wir wieder vor dem "grünen Paradoxon". **Wie können wir in Öl investieren, wenn wir nicht in Öl investieren können? Wie kann man eine Multi-Milliarden-Dollar-Investition in ein 15-Jahres-Ölprojekt vorschlagen, wenn die meisten Menschen es für umweltschädlich/toxisch halten und wir kurz vor dem Höhepunkt der Nachfrage stehen?** Einige Richter sind sogar der Meinung, dass solche Projekte das Gesetz verstossen.

### Der Ölpreis liegt bereits bei 90 Dollar. Die Preise müssen Anreize für das Angebot schaffen

Wie sich die Geschichte in nur kurzer Zeit ändert! Wenige Monate, nachdem Biden sich gegen die Keystone-Pipeline ausgesprochen und vorgeschlagen hatte, die Bundeslizenzen für die US-Ölförderung zu reduzieren, startete seine Regierung aufgrund der hohen Ölpreise eine aggressive Kampagne, um die OPEC unter Druck zu setzen, die Ölförderung zu erhöhen.

Dies ist ein weiterer Beweis für das grüne Paradoxon: Biden sendet einerseits die Botschaft aus, dass die Energiewende beschleunigt werden muss, und fordert gleichzeitig andere Länder auf, mehr fossile Brennstoffe zu produzieren. Das ergibt keinen Sinn. Darüber hinaus haben die USA mit mehreren Ländern, darunter China und Russland, über den Verkauf strategischer Reserven verhandelt, um die Preise zu senken, aber das ist nur eine sehr kurzfristige Lösung, und unserer Ansicht nach ist es an der Zeit, Reserven auf- und nicht abzubauen. Was werden sie tun, wenn die Preise dreistellig werden?

**Das Hauptproblem ist der starke Rückgang der Investitionen seit 2013, der sich beispielsweise darin niederschlägt, dass die Entdeckungen neuer Ölfelder im Jahr 2021 auf den niedrigsten Stand seit 75 Jahren fielen.** Die Branche fand 2021 etwa 4,7 Mrd. Barrel im Vergleich zu 12 Mrd. Barrel im Jahr 2020. Angesichts des Einbruchs der Investitionen, der Exploration usw. können wir keine Wunder erwarten, und die Welt steht noch viele Jahre lang vor einem strukturellen Defizit.

Hinzu kommen verschiedene geostrategische Probleme, wie die Ankündigung Mexikos, die Rohölexporte innerhalb von zwei Jahren einzustellen. Mexiko ist nach den Vereinigten Staaten und Kanada der drittgrösste Exporteur in Nord- und Südamerika und ein wichtiger Lieferant für die Vereinigten Staaten, China, Indien, Südkorea und Europa.

Wir können nicht oft genug betonen, dass sinkende Produktionsraten und ein wachsender Inlandsverbrauch in Ländern wie Mexiko bedeuten, dass die Exporte zurückgehen. China beispielsweise war noch vor 20 Jahren ein Nettoexporteur von Rohöl, importiert aber heute etwa 10 Mio. b/d, was 10 % der Weltproduktion entspricht. Das riesige Offshore-Feld von Pemex, *Cantarell*, war vor nicht allzu langer Zeit mit mehr als 2 Mio. b/d im Jahr 2019 das zweitproduktivste der Welt, aber seine Produktion ist jetzt auf 160'000 bpd gesunken.

### Der Ölmarkt ist im Januar 2022 immer noch im Defizit

Ausgehend von den weltweit sinkenden Lagerbeständen haben wir berechnet, dass der Ölmarkt 2021 mit einem Defizit von etwa 1 Mio. bis 1,5 Mio. b/d abschliessen wird. Saudi Aramco geht davon aus, dass die Gasverknappung die Rohölnachfrage um 0,5 Mio. Tagedonnen erhöht, so dass das Winterdefizit wahrscheinlich etwas grösser ausfallen wird.

**Ausserdem ist die OPEC+ nicht in der Lage, ihre Produktion wie geplant um 400'000 b/d pro Monat zu steigern**, was auf eine Vielzahl von Problemen zurückzuführen ist, die von Angriffen auf Anlagen (Libyen) über Investitions-/Rückgangprobleme (Russland) bis hin zu strukturellen Problemen (Angola, Nigeria) reichen. Die OPEC+ Produktionssteigerungen lagen in den letzten beiden Monaten in der Grössenordnung von nur 250'000 b/d.

Sobald der Überhang der OPEC+ Lagerbestände in diesem Sommer abgebaut ist, dürfte der Rohölpreis eine **Risikoprämie** (\$ 10(?) oder \$ 20(?) pro Barrel) einnehmen, denn jedes Mal, wenn es ein geostrategisches Problem gibt, werden die Ölpreise in die Höhe schnellen. Interessante Zeiten.

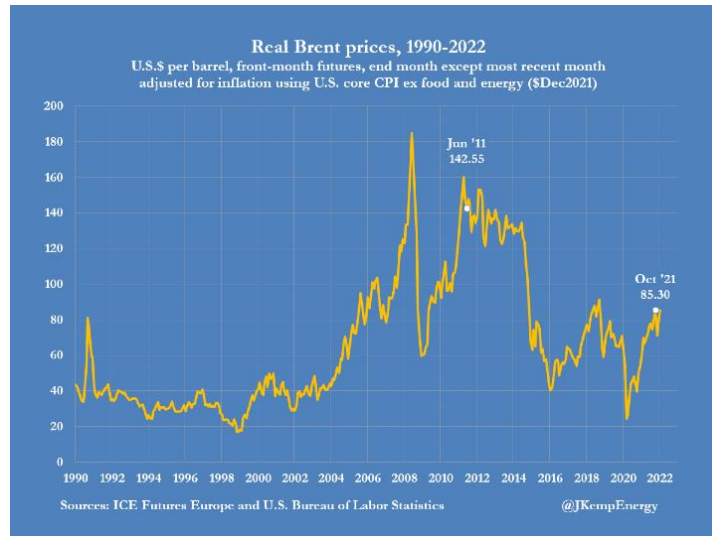
Längerfristig fassen zwei sehr wichtige Nachrichten zusammen, wie kompliziert die Erhöhung des Ölangebots in den kommenden Jahren sein wird:

- **Aramco hat erklärt, dass seine maximale Produktionskapazität die für 2027 geschätzten 12-13 Mio. bpd nicht überschreiten wird.** Seine derzeitige Kapazität liegt bei 11 Mio. bpd, was bedeutet, dass wir nicht damit rechnen können, dass der weltgrösste Exporteur das Angebot substantiell erhöhen kann.
- **Der russische Energieminister hat kürzlich geäussert, dass die meisten seiner Reserven nur schwer zu fördern sein werden und enorme Investitionen erfordern.** Wir empfehlen einen Blick auf das Wostok-Projekt (oder bereits abgeschlossene Projekte wie Yamal LNG, Power of Siberia usw.), um das Ausmass und die Risiken dieser Projekte zu verstehen.

### Öl ist teuer. Wirklich?

Diejenigen, die behaupten, dass die Ölpreise teuer sind, sollten sich die folgende Grafik ansehen. Die Grafik zeigt, dass der Ölpreis real nicht weit von dem von 1990 entfernt ist. Unsere Analyse deutet sogar darauf hin, dass wir eine Ära billiger Energie hinter uns gelassen haben, die nun zu Ende geht. Die Welt muss eine äusserst komplexe Energiewende vollziehen, die höhere Energie- und Rohstoffpreise erfordern wird. Dabei geht es nicht nur darum, die Angebotsseite der Gleichung anzugehen (massive Senkung der

CO<sub>2</sub>-Emissionen), sondern auch die Nachfrageseite (Senkung oder Optimierung des viel zu lockeren Pro-Kopf-Energieverbrauchs).

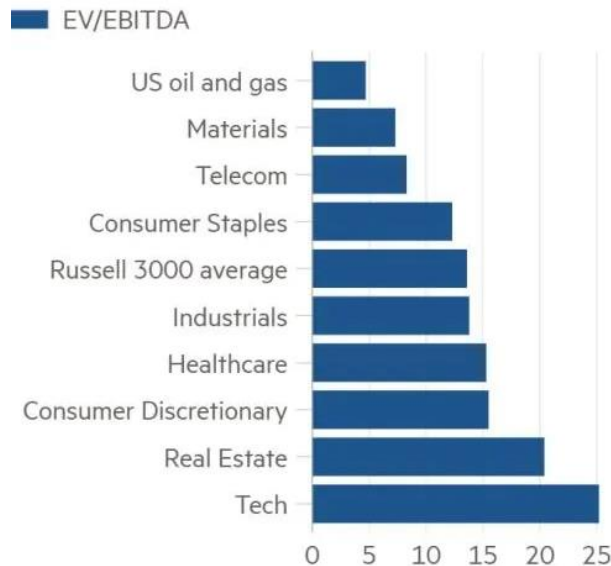


### Der Ölsektor beginnt endlich, freien Cashflow zu generieren

Auf Unternehmensebene gibt es kaum schlechte Nachrichten, denn **die Gewinne sind auf Rekordniveau**, der Sektor produziert riesige freie Cashflows (und zahlt Dividenden), und die Aktien beginnen, sich besser zu entwickeln. Noch wichtiger ist, dass der Sektor an seiner kürzlich beschlossenen Finanzdisziplin festhält, was einen echten Regimewechsel darstellt.

**Dennoch sind die Bewertungen nach wie vor unglaublich niedrig**, da der Markt nach wie vor davon ausgeht, dass der Sektor unter ESG-Gesichtspunkten toxisch ist und dass wir kurz vor dem Höchststand der Nachfrage stehen. So erwartet Goldman Sachs, dass Petrobras im Jahr 2022 eine Dividende von 30 % an die Aktionäre ausschütten wird, während die Aktie mit einem EV/EBITDA von 2,5x gehandelt wird (was für unser Portfolio typisch ist).

## EV/EBITDA ratio by industry



Source: Raymond James Research  
© FT

**Wir haben eine grossartige Gelegenheit, diese Vermögenswerte zu günstigen Preisen zu erwerben, weshalb wir fast die Hälfte des LTIF Natural Resources in Energie, vor allem in Öl und Gas, investiert haben.** Es ist sehr überraschend (und unserer Erfahrung nach korrigiert sich diese Ineffizienz schliesslich von selbst), dass der Sektor bei einem Brent-Preis von 90 \$ immer noch so gehandelt wird, als stünde Öl bei 60 \$.

Darüber hinaus ist der LTIF NR überwiegend in hochwertige kleine und mittlere Unternehmen investiert, was bedeutet, dass wir ein viel grösseres Exposure in diesem Sektor haben, da die meisten grossen Ölfirmen Cashflows aus Öl- und Gasprojekten (mit IRRs von fast 20 %) in erneuerbare Energien (mit IRRs unter 5 %) investieren. Aus diesem Grund ist es **im Bereich der Rohstoffe nicht ratsam, in Indizes oder in ETFs zu investieren, die grösstenteils in den Majors und Large Caps engagiert sind, wo der marginale freie Cashflow in "grüne Anlagen mit geringer Rendite und hohem regulatorischem Risiko" fließt.**

#### Kernenergie gewinnt weiter an Unterstützung für die Energiewende

Die Kernenergie gewinnt weiter an Schwung, **da das Vereinigte Königreich die Kernenergie in den Mittelpunkt seiner Null-Emissions-Strategie stellt und die EU versucht, Kernenergie und Gas als grüne Energie zu bezeichnen** (es gibt keine andere Möglichkeit). Dies ist nur der Anfang, und wir gehen davon aus, dass die meisten Länder gezwungen sein werden, ihre Energiestrategien zu ändern und die Kernenergie wieder in die Grundlast zu integrieren.

Es ist wahr, dass sich viele Länder und die öffentliche Meinung gegen diesen Schritt wehren. Die Grünen in der deutschen Regierung und ihre "grossen und mächtigen" Verbündeten Luxemburg und Österreich führen den Widerstand an, der letztlich ins Leere laufen wird, weil die steigenden Verbraucherkosten und ihre Auswirkungen auf die Wahlen sie überholen werden.

**Die deutschen Energieversorgungsunternehmen beginnen Mühe zu haben, und der Riese Uniper hat gerade Liquiditätsprobleme bekannt gegeben, die auf die steigenden Gasimportpreise und seine Schwierigkeiten bei der Weitergabe von Preiserhöhungen an die Verbraucher zurückzuführen sind,** was bedeutet, dass das Unternehmen unter Druck gerät. Investieren Sie niemals in Unternehmen, die Kostensteigerungen nicht weitergeben können (Eskom in Südafrika ist ein hervorragendes Beispiel). Trotz des Chaos hat Deutschland drei seiner sechs verbliebenen Kernkraftwerke bis Ende 2021 vom Netz genommen und plant, die übrigen bis Ende 2022 abzuschalten!

**Derzeit wird viel über kleine modulare Kernkraftwerke gesprochen.** Rosatom hat bereits 2019 das erste schwimmende Kernkraftwerk angeschlossen, und Russland hat eine strategische Entscheidung getroffen, sich bei der Erschliessung seiner arktischen Regionen hauptsächlich auf diesen Reaktortyp zu verlassen. Obwohl die Presse nicht viel darüber berichtet hat, ist die Entwicklung der Arktisroute als Konkurrenz zum alten Suezkanal ein riesiges Projekt, das in den kommenden Jahren erhebliche Auswirkungen auf die Welt haben wird. Die Entwicklung der russischen Arktisregion (die den grössten Teil der Arktis umfasst) wird in den kommenden Jahren ein wichtiges Thema sein. Sie eignet sich vielleicht nicht für einen Sommerurlaub, aber sie ist das wichtigste Reservoir an ungenutztem Naturreichtum.

**Wir haben 10 % des LTIF NR in Uran,** das, wie wir wissen, höhere Preise erfordert, um Anreize für neue Lieferungen zu schaffen. Der Sektor hat 2021 sehr gut abgeschnitten und wir erwarten das Gleiche für die kommenden Jahre.

#### **Wir haben 35% des LTIF NR im Bergbau (einschliesslich Uran)**

**Wir sehen den Bergbausektor mittel- und langfristig nach wie vor sehr positiv und sind nur ein wenig vorsichtig, was die Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft angeht,** auf die in der Regel mehr als 50 % der weltweiten Nachfrage nach vielen Rohstoffen, wie z. B. Kupfer, entfallen. Wir sind vor allem in Kupfer und Nickel investiert, zwei der Rohstoffe, deren Nachfrage aufgrund der Energiewende zu erneuerbaren Energien (Kabel, Batterien, Turbinen, Elektroautos usw., die alle Kupfer und Nickel benötigen) explodieren wird.

**Der Sektor ist nicht so günstig wie der Energiesektor und wird etwa auf dem Niveau der Zyklusmitte gehandelt, hat aber dennoch ein enormes Potenzial.** Unsere Schätzung, dass Glencore im Jahr 2022 bei den aktuellen Spotpreisen ein EBITDA von mehr als 20 Mrd. USD erwirtschaften wird, steht einer Marktkapitalisierung von 50 Mrd. USD gegenüber. Das Unternehmen hat ein ernstes Problem: Was soll es mit so viel Geld anfangen? Es hat schliesslich erklärt, dass eine Nettoverschuldung von weniger als 10 Mrd. USD nicht optimal ist und dass das Geld an die Aktionäre gehen wird. Dies geschieht in der gesamten Branche, die weiterhin eine nie dagewesene Finanzdisziplin an den Tag legt.

**Der Konsolidierungsprozess in der Branche beginnt (oder setzt sich fort), da die meisten Majors neue Projekte suchen, um die erwartete Nachfrage nach "grünen Metallen" befriedigen zu können.** Wir verweisen auf das Interesse von BHP an Ivanhoe im Kongo, die das Problem der Grosskonzerne verdeutlichen - es gibt nicht genügend gute Projekte in der Grössenordnung. Was Kupfer betrifft, so kommen die meisten neuen Projekte nicht über einen Gehalt von 0,5 % hinaus, während derzeit ein Gehalt von 1 % Kupfer abgebaut wird. Es gibt Probleme mit der Grösse, den Gehalten, den Kosten, den Steuern und der Umwelt, ganz zu schweigen von den politischen/rechtlichen Alpträumen, wie sie Pebble (Northern Dynasty) in Bristol Bay erlebt. Wie wir bereits sagten, ist es äusserst schwierig, neue Angebote in die Gleichung einzubringen.

**Die erwartete Konsolidierung der westaustralischen Nickelindustrie tritt mit der Übernahme von Western Areas durch Independence in Kraft.** Nach vielen Problemen und einer schlechten Projektdurchführung hat Panoramic Ende Dezember endlich sein erstes Erz verschifft (Western Areas

nennt seine 20 %ige Position an Panoramic als eine der wichtigsten zukünftigen Nickelbeteiligungen). Ein konsolidiertes Nickelunternehmen könnte das Interesse der beiden grossen Unternehmen in der Region (Glencore/BHP) oder eines anderen Unternehmens wecken, da es keine Nickelminen gibt (ein sehr kleiner Markt). Wir haben alle drei Unternehmen in unserem Portfolio. Angesichts der aktuellen Bewertungen und Ertragsströme scheint klar zu sein, was passieren wird: eine anhaltende M&A-Welle.

Zum Abschluss dieses Newsletters haben wir ein paar Charts hinzugefügt, die zeigen, wo wir uns im Zyklus befinden und welches Potenzial vor uns liegt. **Der Superzyklus hat gerade erst begonnen. Enjoy the ride.**

### Ratio MSCI World / MSCI Mining



Quelle: Bloomberg

**Ratio MSCI World / MSCI Energy**



Quelle: Bloomberg

**Marcos Hernández**  
**J. Carlos Jarillo**  
**Urs Marti**  
**SIA Team**  
**Februar 2022**

## Rechtliche Hinweise - Luxemburg

Die Wertentwicklung bis zum 31.05.06 entspricht LTIF mit Sitz auf den Britischen Jungferninseln. LTIF Luxemburg ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die frühere Wertentwicklung ist weder eine Garantie noch ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Daten der Wertentwicklung enthalten keine Provisionen und Gebühren, die zum Zeitpunkt der Zeichnung oder Rücknahme von Anteilen berechnet wurden. Diese Informationen wurden Ihnen auf Anfrage bereitgestellt und dienen lediglich zu Informationszwecken. Sie dürfen nicht reproduziert oder an andere Personen weitergeleitet werden. Sie sind nicht als Angebot oder Werbung für den Kauf oder Verkauf von Anteilen der SICAV gedacht. Die zentrale Verwaltungsstelle und die Anlageverwaltungsgesellschaft übernehmen keine Haftung für falsche Angaben oder unvollständige Informationen. Bitte beachten Sie, dass Anlagefonds mit Risiken verbunden sind wie etwa einem möglichen Verlust von investiertem Kapital. Eine genaue Beschreibung der Risiken in Verbindung mit den einzelnen Anteilen des Anlagefonds finden Sie in der aktuellen Version des Verkaufsprospekts, des vereinfachten Verkaufsprospekts und den Jahres- und Halbjahresberichten. Sie sind die einzige verlässliche Grundlage für Anlageentscheidungen. Diese Dokumente sind erhältlich unter [www.s-i-a.ch](http://www.s-i-a.ch) oder bei der zentralen Verwaltungsstelle FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburg. LTIF Classic und Natural Resources (vorher Global Energy Value) wurden gemäss Art. 19 al. 1 des Kollektivanlagengesetzes von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) für den Vertrieb in und aus der Schweiz zugelassen. Die Zahlstelle ist Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz. Der gesetzliche Vertreter in der Schweiz ist FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz; der Finanzmarktaufsicht in Österreich gemeldet gemäss §36 des Investmentfondsgesetzes; in Frankreich autorisiert von der Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF gemäss Art. 411-58 der allgemeinen Vorschriften der AMF; in Deutschland autorisiert von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäss §132 des Kapitalanlagegesetzes; in Italien autorisiert von der italienischen Zentralbank und der Börsenaufsichtsbehörde CONSOB gemäss Artikel 42 des Gesetzesdekrets 58 vom 24. Februar 1998; in Spanien registriert im Register der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt (CNMV) für in Spanien vertriebene ausländische kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 15 des Gesetzes über kollektive Anlageinstrumente; im Vereinigten Königreich von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA zugelassen als anerkannter Plan im Sinne von Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte aus dem Jahr 2000.

### **LTIF – Classic EUR**

ISIN: LU0244071956  
Telekurs: 2'432'569  
Bloomberg: LTIFCLA LX

### **LTIF – Classic USD**

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: 3'101'820  
Bloomberg: LTIFCLU LX

### **LTIF – Classic CHF**

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: 3'101'817  
Bloomberg: LTIFCLC LX

### **LTIF – Classic EUR-D**

ISIN: LU1449969846  
Telekurs: 33'180'015  
Bloomberg: LTIFCLD LX

### **LTIF – Natural Resources EUR**

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2'432'575  
Bloomberg: LTIFGEV LX

### **LTIF – Natural Resources USD**

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3'101'839  
Bloomberg: LTIFGEU LX

### **LTIF – Natural Resources CHF**

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3'101'836  
Bloomberg: LTIFGEC LX

### **Zentrale Verwaltungsstelle**

FundPartner Solutions (Europe) SA  
15 avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxemburg  
Grossherzogtum Luxemburg

### **Anlageverwaltungsgesellschaft**

SIA Funds AG  
Alpenblickstrasse 25  
CH-8853 Lachen  
Schweiz

### **Depotstelle**

Pictet & Cie (Europe) SA  
15A avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxemburg  
Grossherzogtum Luxemburg

### **Eingetragener Firmensitz**

15 avenue J.F. Kennedy  
L-1855 Luxemburg  
Grossherzogtum Luxemburg