

Newsletter

März 2022

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Der langfristige Investor, der in einen Korb von guten Unternehmen investiert, ist immun gegen Krisen* 2
- *Zwei Black Swans in den letzten 3 Jahren und unsere Classic- und NR-Fonds stehen gut da* 3
- *Covid-19 liegt in den letzten Zügen. China verwaltet Omikron. Die Welt wächst immer noch über dem Trend* 4
- *Inflation und Zinssätze steigen, wenn sich die Produktionslücke schliesst. Nichts Neues* 5
- *Per 31.03.2022 Classic EUR 547 p.a., +11% ytd* 6
- *Investment Case des Quartals: Buzzi Unicem* 8
- *LTIF Natural Resources. Guter Start ins 2022 und ein sehr langer Zyklus vor uns* 9
- *Die Invasion hat das Problem der Versorgung mit Rohstoffen deutlich gemacht* 10
- *Kupfer und Nickel werden weit über dem Anreizniveau gehandelt (25 % des LTIF NR). Keine Vorräte. Verschwunden* 12
- *Die drei Zyklen der Industriegüter* 15
- *Investment Case Atalaya Mining. Besichtigung Rio Tinto Cerro Colorado* 21
- *Anhang* 24

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

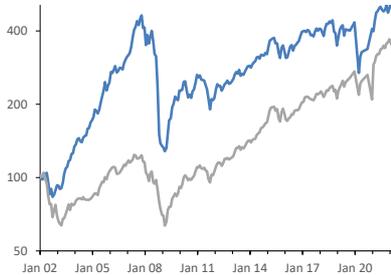
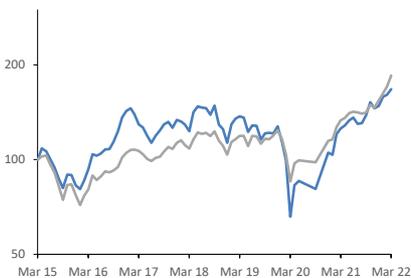


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“Sie können sich sicher sein, dass der Wert des Geldes im Falle eines grossen Krieges sinken würde - das ist in praktisch jedem mir bekannten Krieg geschehen. Das Letzte, was man tun möchte, ist, während eines Krieges Geld zu halten... Offen gesagt wäre es für die Anleger viel besser, in den nächsten 50 Jahren produktive Vermögenswerte zu besitzen.”

Warren Buffet

Überblick über unsere Fonds

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

March 31, 2022	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	546.93	10.7%	15.1%	8.8%	83
LTIF Natural Resources [EUR]	138.67	13.2%	33.4%	1.9%	78

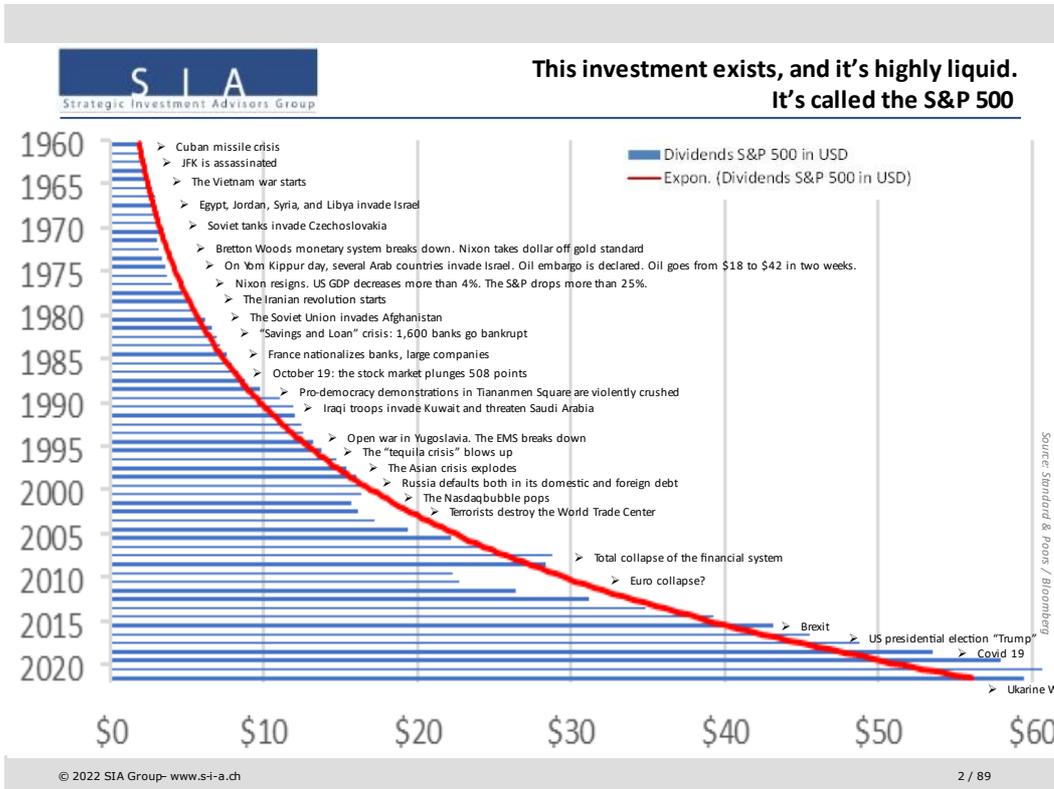
Quelle: SIA Group

Der langfristige Investor, der in einen Korb von guten Unternehmen investiert, ist immun gegen Krisen

Ein grosser Teil der Anlegergemeinschaft ist sich des Wertes langfristiger Investitionen in einen Korb solider Unternehmen (Aktien) nicht voll bewusst, der, wie die nachstehende Grafik zeigt, praktisch gegen jede Krise immun ist.

In der Grafik (die wir in unsicheren Zeiten verwenden) sehen wir, dass es im Laufe von 70 Jahren eine Vielzahl von geopolitischen Ereignissen (Kriege, Krisen, Invasionen, Blockaden usw.) gegeben hat. Dennoch hat der Aktienmarkt ununterbrochen (steigende) Dividenden gezahlt.

Die immer noch wütende Covid-19-Pandemie und die Invasion in der Ukraine sind die jüngsten Ereignisse, die zu einer starken Verunsicherung der Märkte führen, aber der langfristige Trend ist eindeutig: Insgesamt hat der Aktienmarkt im Durchschnitt eine Rendite von 6-7 % pro Jahr erzielt (und wird dies auch weiterhin tun), egal was passiert.



In diesen Zeiten grosser Unsicherheit ist es sehr schwer, negative Nachrichten, hohe Volatilität und den "extrapolierenden Konsens" zu verdauen, aber wir dürfen uns nicht von Angst, Kurzfristigkeit und Negativität mitreissen lassen. Letztlich ist die **Investition in Qualitätsunternehmen mit einem Abschlag eine Strategie, die sich auszahlen wird.**

Warren Buffett, der für die SIA-Fonds stets eine Referenz darstellt, erwähnt, dass **in einem Kriegskontext die beste Strategie für die nächsten 50 Jahre darin besteht, nicht in Bargeld, sondern in produktive Vermögenswerte investiert zu sein.** Wir gehen so weit zu sagen, dass dies nicht nur in Kriegszeiten gilt, sondern auch in Bezug auf fast alle geopolitischen Ereignisse. Bei SIA versuchen wir, einen Qualitätsaspekt und einen gewissen Abschlag einzubauen, um die langfristige Performance etwas zu verbessern.

Der Classic (+14% bis Mitte April) und der Natural Resources (+21%) sind gut in das Jahr 2022 gestartet, ein Jahr, in dem die vier Reiter der Apokalypse (Krieg, Tod, Hungersnot und Eroberung) ihr Tempo zu beschleunigen scheinen.

Zwei Black Swans in den letzten 3 Jahren und unsere Classic- und NR-Fonds stehen gut da
Wir beginnen zu glauben, dass die Black Swans, die wir erleben, zum *business as usual* gehören könnten, da die globale Pandemie, die uns seit 2019/20 heimsucht, immer noch andauert, wenn im Herzen Europas ein unerwarteter Krieg ausbricht.

Wir bedauern zutiefst den Verlust von Menschenleben (**Tod**) und die Schrecken und Katastrophen, die der **Krieg** mit sich bringt. Mit diesem bescheidenen Newsletter möchten wir unsere Ablehnung von Kriegen jeglicher Art zum Ausdruck bringen. Wir haben schliesslich genug Probleme mit dem Klimawandel und der Ernährung der Weltbevölkerung (**Hunger**), ohne dass wir in geopolitische Konflikte (**Eroberung**) verwickelt werden müssen - der vierte Reiter.

Wir sind keine geopolitischen oder militärischen Berater, aber unser Basisszenario geht von einem kurzlebigen Krieg aus, gefolgt von einem Waffenstillstand und Verhandlungen. Wir werden nicht näher darauf eingehen, was unserer Meinung nach passieren wird, da dies irrelevant ist, aber wir heben zwei strukturelle Veränderungen wirtschaftlicher Art hervor, die von langer Dauer sein könnten:

1. Die **strategische Neupositionierung vieler Länder (und Unternehmen)** im Hinblick auf ihre Abhängigkeit von nicht-demokratischen Ländern wie Russland und China.
2. Eine **Überprüfung der weltweiten Energiestrategie**, insbesondere der europäischen, die globale Auswirkungen haben wird und sich auf die geplante Energiewende auswirken wird.

Diese beiden strukturellen Veränderungen werden in den kommenden Jahren viele wirtschaftliche und unternehmerische Entscheidungen bestimmen. Aus der Sicht des Investierens könnten wir, die Investoren, jedoch vielleicht einen Vorteil aus ihren Auswirkungen ziehen. Wir sehen einige strukturelle Veränderungen, die sich abzeichnen:

1. Eine **Erhöhung der Verteidigungsausgaben**, die von langer Dauer sein wird.
2. **Die tektonische Bewegung in Bezug auf Energie** und die daraus resultierende Vielzahl von Auswirkungen, die wir später beschreiben.
3. **Die Umstrukturierung der Lieferketten.**
4. **Geringere ausländische Direktinvestitionen in Risikoländern.**
5. **Grössere finanzielle Vorsicht** (Währungen, Zahlungen, Reserven, Investitionen usw.).

Diese Veränderungen werden langsam, schrittweise und langfristig sein, müssen aber bei der Verwaltung unserer Investitionen berücksichtigt werden.

Aus fundamentaler Sicht sind die Auswirkungen der russischen Invasion für den Classic sehr gering.

Wir halten keine russischen Unternehmen, und das Ertragsengagement des Fonds in Russland ist sehr gering: ING (<5% des Kreditportfolios, mit einer Deckung von über 50%), BuzziUnicem (<9% der Erträge), HeidelbergCement (<4% der Erträge), MetsoOutotec (<10% der Erträge) sind bemerkenswert. Unserer Ansicht nach sind alle 4 Unternehmen äusserst solide, und die Auswirkungen werden marginal sein.

Positiv ist, dass wir bereits in zwei der genannten Trends investiert sind: Luft- und Raumfahrt sowie Verteidigung (wir sind in Thales und Raytheon investiert) und Energie (mit 20-25% des Classic Fund und 45-50% des Natural Resources Fund).

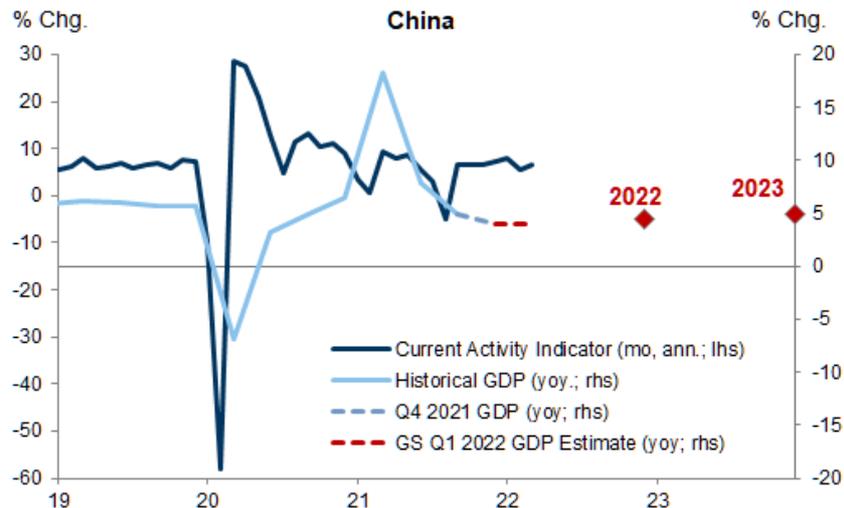
Covid-19 liegt in den letzten Zügen. China verwaltet Omikron. Die Welt wächst immer noch über dem Trend

Der Krieg hat uns Covid-19 ein wenig in Vergessenheit geraten lassen, aber **das Virus (und seine neuen Varianten) sind in den meisten Ländern weit verbreitet.** Wie bereits im letzten Newsletter erwähnt, scheinen Omikron und die BA.2-Variante (sowie drei weitere Untervarianten) die Menschen nur leicht zu befallen, mit Ausnahme von Menschen mit Grunderkrankungen und älteren Menschen.

Das Problem hat sich nach China verlagert, das mit seiner Null-Virus-Politik die Kontrolle von Omikron schwieriger findet als der Rest der Welt. In den grossen Städten und/oder geografischen Gebieten des Landes kam es kürzlich wieder zu vorübergehenden Sperrungen.

Unser Basisszenario ist nach wie vor optimistisch, da China begonnen hat, seine Wirtschaft zu stärken, um die vorübergehenden Blockaden und die erwartete Konjunkturabschwächung infolge zahlreicher wichtiger Massnahmen zu kompensieren: 1) akkommodierende Geldpolitik 2) Reaktivierungsmassnahmen im Wohnungsbau 3) Beschleunigung der Industrie (Schwerindustrie,

Metalle) 4) Infrastrukturen und 5) Energiewende, erneuerbare Energien usw. Wir glauben, dass das Land sein BIP22E-Wachstumsziel von 5,5 % zwar nicht erreicht, aber nicht weit davon entfernt sein wird. China kann auch einen Teil der Schwerindustrieerzeugung ersetzen, die Russland verlieren wird.



Trotz des Aufflackerns der Pandemie in China und trotz des Risikos, dass eine schädlichere Variante auftaucht, **bleiben wir bei unserer Ansicht, dass die Pandemie hinter uns liegt und die Welt auf einen wirtschaftlichen Aufschwung zusteuert**, den die Auswirkungen der russischen Invasion jedoch etwas abschwächen werden.

Unsere Zahlen deuten auf ein **BIP-Wachstum in der Größenordnung von 3 % in den USA, 2,5 % in Europa und 5 % in China hin, mit einem globalen BIP-Wachstum von etwa 3 % im Jahr 2022, das immer noch über dem Trend liegt**. Diese Zahlen gehen bei all den negativen Kommentaren über den Krieg, die chinesische Konjunkturabschwächung und die Inflation leicht in Vergessenheit, aber die Wahrheit ist, dass das BIP-Wachstum in den meisten Ländern über dem Trend liegt.

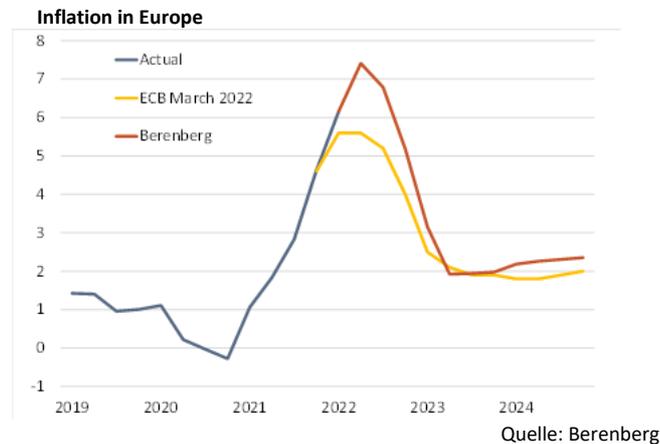
Inflation und Zinssätze steigen, wenn sich die Produktionslücke schliesst. Nichts Neues

Hohe Inflation und steigende Zinssätze sind derzeit in aller Munde. Trotz des Lärms, der sie umgibt, ist dies nichts Neues: **Beides sind Herausforderungen, die in der Regel im letzten Teil des Konjunkturzyklus auftreten**, wenn sich die Produktionslücke verengt.

Es stimmt, dass die Inflation Anfang 2022 so stark angestiegen ist wie seit Jahrzehnten nicht mehr und möglicherweise auch 2022 hoch bleiben wird, aber es stimmt auch, dass dieser Anstieg durch Faktoren angeheizt wird, die abklingen dürften: die Auswirkungen der Pandemie auf die globalen Lieferketten und der Einmarsch in der Ukraine. Die Bewältigung beider Faktoren wird einige Zeit in Anspruch nehmen, dürfte sich aber 2023 abschwächen.

Nach unseren Berechnungen dürfte **die Inflation in den USA im Jahr 2023 bei 3 bis 4 % und in Europa bei 2 bis 3 % liegen, was angesichts der zahlreichen Stabilisatoren, die derzeit in Kraft sind, ein überschaubares Niveau darstellt: Verlangsamung der chinesischen Konjunktur, straffere Geldpolitik, schwächeres Verbrauchervertrauen, Auswirkungen der Invasion in Europa, höhere Energiepreise, höhere Strompreise usw. ... Diese wirtschaftlichen Stabilisatoren wirken sich bereits auf das Wirtschaftswachstum aus und werden auch dazu beitragen, die Preisinflation zu kontrollieren**.

Wir machen uns etwas mehr Sorgen um die USA und das Vereinigte Königreich, wo die Produktionslücke geringer ist. Wir gehen jedoch davon aus, dass die FED und die BoE die einschlägige Geldpolitik so gestalten werden, dass sie die derzeitige Inflationsspirale in den Griff bekommen.



Unsere beiden Fonds, Classic und Natural Resources, bieten jedoch einen guten Schutz vor höheren Inflationsraten, die normalerweise in Zeiten eines nachlassenden Wirtschaftswachstums auftreten. Im Classic-Fonds investieren wir in Qualitätsunternehmen mit einer starken strategischen Positionierung, Preissetzungsmacht und höheren Margen und sind daher besser vor Inflation geschützt. Rohstoffe, die in beiden Fonds stark gewichtet sind, weisen in der Vergangenheit eine starke positive Korrelation mit der Inflation auf, die dieses Mal auch durch die Fundamentaldaten gestützt wird: Angebotsdefizite bei den meisten Rohstoffen und die Energiewende passen perfekt zu höheren Preisen.

Abschliessend sind wir der Meinung, dass wir innerhalb weniger Monate zu unserem ursprünglichen Szenario von 2022, einer wirtschaftlichen Erholung mit hoher Inflation, zurückkehren werden, also zum letzten Teil des Aufwärtszyklus, der 2009 begann. Vor diesem Hintergrund sind wir nach wie vor davon überzeugt, dass es an der Zeit ist, in Werte und Rohstoffe zu investieren, die derzeit den Schwerpunkt unserer Anlagen bilden. Uns ist auch klar, dass wir einer Verlangsamung/Rezession näher sind als noch vor einigen Jahren, aber wie wir schon sagten, wird ein Qualitätsportfolio in der Lage sein, auf seiner langfristigen Reise durch raue Gewässer zu navigieren.

Per 31.03.2022 stand der Classic bei EUR 547 p.a., +11% ytd

Der LTIF Classic ist mit +11% bis Ende März gut in das Jahr 2022 gestartet und liegt damit vor den wichtigsten Aktienindizes. Das ist gut, bedeutet aber nicht viel, denn die Performance eines Investmentfonds einer börsennotierten Gesellschaft kann nur langfristig betrachtet werden - unserer Meinung nach über 10 Jahre. Dennoch freuen wir uns, dass wir das Jahr 2022 auf einer soliden Grundlage begonnen haben.

Warum schneidet der Classic gut ab? Wie immer haben wir Qualitätsunternehmen zu sehr niedrigen Preisen, die ihren Wert freisetzen (z. B. Lachs und Luft- und Raumfahrt/Verteidigung); ausserdem haben wir ein starkes Engagement in Energie und Rohstoffen, das die durch die russische Invasion verursachten Rückgänge mehr als ausgeglichen hat. **Vor diesem Hintergrund hat der Classic einen grossen Schritt in Richtung des für 2022 angestrebten Ziels von EUR 575 je Aktie (+16%) gemacht, das wir vorerst beibehalten.**

Die Sektoren, die in Q122 gut abschnitten, waren Energie (+40%), Bergbau (+25%), Lachs (+30%) und Luft- und Raumfahrt/Verteidigung (+25%). Die Sektoren, die infolge der Invasion schlechter abschnitten, waren Industriewerte (-10%), zyklische Konsumgüter (-6%), Finanzwerte (-12%) und Zement (-7%).

Wir heben vier Unternehmen hervor, die um fast 50 % zugelegt haben (Thales, Luft- und Raumfahrt; First Quantum, Kupfer; Hess Corporation, Öl; und Grieg Seafood, Lachs) und vier, die deutlich zurückgegangen sind: Pandora (erschwinglicher Luxus -20%), ING (Bank, -20%), Metso Outotec (Bergbauausrüstung, -16%) und ASML (Halbleiternausrüstung, -11%).

In unseren Classic Deep Reviews haben wir keine Unternehmen mit "strukturellen" Herausforderungen identifiziert. Wann immer sich uns die Gelegenheit bietet, setzen wir den Durchschnitt herab, obwohl der Friedhof voll von "Durchschnittsverdienern" ist.

Der aktuelle IRR vom Classic beträgt 14 %. Intrinsic Value: EUR 815

Der LTIF Classic wird derzeit mit einem erwarteten IRR von 14 % und einem mittelfristigen intrinsic Value von EUR 815 je Anteil gehandelt. Der aktuelle IRR ist nicht weit vom historischen Durchschnitts-IRR (14-15 %) entfernt, der zwischen Höchstwerten von 12 % und Tiefstwerten von 17 % schwankt, so dass der Fonds weder zu teuer noch zu billig ist.

Langfristig gesehen sehen wir keinen Grund, warum der Classic nicht in der Lage sein sollte, 9-10% pro Jahr zu verdienen, wie er es seit 20 Jahren tut. Es tut uns leid, dies zu wiederholen, aber es ist äusserst relevant, da es die **Magie des Zinseszinses zeigt: 10 % pro Jahr bedeutet eine Verdoppelung der Investition alle 7 Jahre** (x4 in 14), was wiederum bedeutet, dass unsere Anteile am Ende des Jahrzehnts über 1'000 Euro liegen sollten.

Wie schon oft erwähnt, ist der **langfristige Zinseszineffekt der beste Freund des Anlegers**, auch wenn wir uns immer mehr seiner negativen Nebenwirkungen bewusst werden, wie etwa Haarausfall oder die Verschlechterung einiger jugendlicher Eigenschaften. Wir sind jedoch froh, dass der Zinseszins den Lauf der Zeit kompensiert.

Der LTIF Classic. Kapitalerhalt und anständige Rendite

Wie üblich machen zehn Unternehmen 50 % des Classic aus. Anhand dieser zehn Unternehmen können wir vier der Merkmale beobachten, auf die wir bei unseren Investitionen achten: **gute Unternehmen, gute Manager, gesunde Bilanzen und attraktive Bewertungen.**

Zwei weitere Merkmale sind ebenfalls vorhanden: die **starke Diversifizierung des Fonds** (in diesen zehn Namen sind wir in den Bereichen Energie, Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Plasma, Lachs, Reinigung, Zement, Bankwesen und Gastronomie engagiert) und der **einzige grosse Konzentrationsfaktor, nämlich Energie/Öl**, wo wir 20-25% unseres Vermögens haben.

LTIF Classic Top10 Holdings

Cenovus Energy Inc.	6,6%
Thales SA	6,2%
Grifols SA	5,7%
Grieg Seafood ASA	5,4%
Suncor Energy Inc.	4,4%
ISS A/S	4,1%

Heidelberg Cement AG	4,1%
Harbour Energy plc	4,1%
ING Groep NV	4,0%
Compass Group plc	3,9%
TOTAL	48,9%

Investment Case des Quartals: Buzzi Unicem

Wir haben Buzzi Unicem als unser Investitionsbeispiel des Quartals ausgewählt, weil es ein gutes Beispiel für den Wert ist, den viele unserer Investitionen in sich bergen.

Buzzi Unicem ist ein italienisches Unternehmen, das 1907 von der Familie Buzzi gegründet wurde, die auch heute noch die Hauptaktionäre und -manager des Unternehmens sind. Historisch gesehen ist Buzzi Unicem keine Ausnahme: Im Laufe der Jahrzehnte verfolgte es eine Strategie der Fusionen und Übernahmen, darunter die Fusion Buzzi-Unicem, die Expansion in den USA und Übernahmen in Deutschland (Dyckerhoff), Brasilien (Companhia Nacional de Cimento) und Mexiko (Corporación Moctezuma).

Buzzi ist derzeit in 14 Ländern mit mehr als 10'000 Mitarbeitenden und einer Produktionskapazität von rund 60 Millionen Tonnen vertreten. Die wichtigsten Länder sind die USA, Italien, Deutschland, Mexiko und Brasilien, wobei der Anteil in den beiden letztgenannten Ländern 50 % beträgt.

Buzzi Unicem verfügt auch über Assets in Russland (4 Millionen Tonnen) und der Ukraine (3 Millionen Tonnen). Das Unternehmen hat kürzlich geschätzt, dass seine Gewinne in Russland um 50 % sinken und die in der Ukraine direkt in die Verlustzone gehen werden. Aufgrund des Krieges schätzt das Managementteam, dass das EBITDA für 2021 (EUR 800 Mio.) um rund 10 % auf etwa EUR 725 Mio. im Jahr 2022 sinken wird. Aufgrund der Invasion ist die Aktie zu Beginn des Jahres 2022 um 12 % gefallen. Dies entspricht durchaus der Senkung der Schätzungen, aber wir glauben keinesfalls, dass das Unternehmen 12 % weniger wert sein wird als im Januar.

Wenn wir davon ausgehen, dass das Unternehmen im Jahr 2023 zu einer gewissen Normalität zurückkehren wird, ist es relativ einfach, von einer Rückkehr zu einem EBITDA₂₁ von EUR 800 Mio. auszugehen. Wenn wir unsere Berechnungen einfach halten und den durchschnittlichen EV/EBITDA der letzten 10 Jahre (8x, Quelle Bloomberg) anwenden, kommen wir auf einen EV von 6,4 Milliarden. Ohne die Nettobarmittel vom Dezember (EUR 236 Mio.) hinzuzuzählen oder die Schulden und den EV um die Minderheitsanteile zu bereinigen, um die Einfachheit zu wahren, **erhalten wir einen Wert je Aktie von EUR 33 beim aktuellen Kurs von EUR 17.**

Wir schätzen, dass der freie Cashflow in den nächsten zwei bis drei Jahren durchschnittlich EUR 350 Mio. pro Jahr erreichen könnte, was einer **freien Cashflow-Rendite von 11 %** entspricht, verglichen mit einem Durchschnitt von 6 % in den letzten zehn Jahren.

Was gefällt uns an Buzzi Unicem?

1. Zement ist ein gutes Geschäft, das mehrere Standorte umfasst, oligopolistisch ist und einen hohen Cashflow aufweist.
2. Ein gutes Managementteam, das langfristig orientiert und auf einer Linie ist mit seinen Aktionären ist.
3. Die guten Margen (konsolidiertes EBITDA von 23%) und Renditen der Gruppe (ROCE von 11% im Jahr 2021) für eine geografisch gut diversifizierte Gruppe.

4. 60 % des EBITDA werden in den USA erwirtschaftet, wo Wachstum, Margen und Renditen hoch sind, und 25 % in Mitteleuropa, wo das Geschäft ebenfalls eine hohe Qualität aufweist.
5. Die gute Bilanz mit einer Netto-Cash-Position von 236 Millionen im Dezember 2021.
6. Die Anstrengungen zur Emissionsminderung und ESG, die nicht weit hinter denen der Weltmarktführer zurückbleiben.
7. Die Bewertung: 0,65x Kurs/Buchwert gegenüber einer Eigenkapitalrendite von 13,6% im Jahr 2021.

Was sind unsere Bedenken?

1. Zement ist ein zyklischer Sektor, und wir befinden uns im zweiten Teil des Aufwärtszyklus, der 2009 begann.
2. Buzzi ist ein zyklisches Unternehmen, das insbesondere von der US-Konjunktur abhängig ist.
3. Die Auswirkungen der CO₂-Emissionen auf die Gewinnspannen und die Investitionen, obwohl wir wissen, dass sie in die Preise einfließen werden.
4. Das Managementteam könnte beschliessen, Akquisitionen zu tätigen, anstatt den freien Cashflow an die Aktionäre auszuschütten, was zu einem erhöhten Risiko führt.

Wir haben Positionen im Classic und Natural Resources mit einem intrinsic Value von EUR 30 pro Aktie und einem erwarteten IRR von 17%.

LTIF Natural Resources. Guter Start ins Jahr 2022 und ein sehr langer Zyklus vor uns

Der LTIF Natural Resources schloss das Jahr 2021 mit einem Plus von +41% ab und beendete das erste Quartal 2022 mit einem Plus von 13% bei EUR 140 je Anteil, eine positive Entwicklung, die durch den russischen Einmarsch in der Ukraine und seine Folgen für Energie und Rohstoffe angeheizt wurde.

Die Invasion in der Ukraine hat sich auch negativ auf den NR Fonds ausgewirkt, da wir in drei russische Unternehmen investiert hatten (*mehr dazu weiter unten*).

Nachdem wir unsere russischen Aktien mit Null bewertet haben, **ändert sich der innere Wert des Fonds nicht wesentlich und bleibt bei EUR 185 p.a., mit einem IRR von 13% zu aktuellen Preisen**, unter Verwendung von DCF-Modellen für die Mitte des Zyklus. Ein Teil des Verlusts der gehaltenen russischen Unternehmen könnte in Zukunft wieder aufgeholt werden, aber wir bevorzugen einen konservativen Ansatz.

Wir hätten nie geglaubt, dass Russland in die Ukraine einmarschieren würde

Wir sind etwas enttäuscht, weil wir in den letzten Jahren über drei Unternehmen in Russland investiert waren (etwa 6-7% des NR Fonds; 5-6% bereinigt um Dividenden): Gazprom, Surgutneftegas und Norilsk Nickel, die wir zwischen 1% und 3% gewichtet hatten. Wir haben in den letzten Jahren oft über das Gewicht und das Risiko unserer Investitionen in Russland diskutiert und waren der Meinung, dass wir es unter Kontrolle hätten. Im Nachhinein betrachtet war das Risiko zu hoch.

Zum Nettoinventarwert von Ende März bewerteten wir diese Aktien konservativ mit Null (die Aktien sind immer noch suspendiert), **was unsere Performance im ersten Quartal um etwa 7 Punkte schmälerte**. Mit anderen Worten: Ohne den Konflikt hätte der NR Fonds im März um 20 % zugelegt, obschon wir davon ausgehen, dass auch die Rohstoffe nicht so stark gestiegen wären.

Es besteht die Möglichkeit, einen Teil des angenommenen Verlusts wieder aufzuholen, sobald der Konflikt beigelegt ist, zumal alle drei Unternehmen auf dem russischen Markt notiert sind und seit

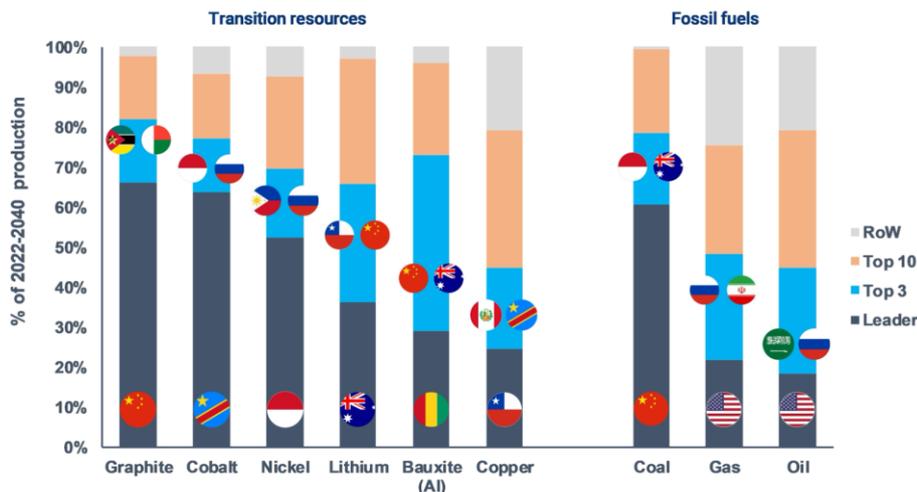
Beginn der Invasion einen Rückgang von etwa 40-50 % verzeichnet haben. Dies würde den Nettoinventarwert um etwa 3-4 Prozentpunkte erhöhen, aber Stand heute ist die Erkennbarkeit zu gering, um damit zu rechnen.

Wir waren uns der Risiken von Investitionen in Russland bewusst, aber vielleicht hätten wir nach der Annexion der Krim im Jahr 2014 tiefer graben und unser Engagement weiter begrenzen sollen. Unser Anlageausschuss hat dieses Thema in den letzten drei bis vier Jahren viel diskutiert, da wir uns noch an die Russlandkrise von 1998 erinnern, bei der alte Freunde einen Grossteil ihrer Ersparnisse verloren haben.

Grundsätzlich haben wir beschlossen, alle russischen Aktien so weit wie möglich zu verkaufen. Die Entscheidung zum Verkauf ist eine strukturelle, aber wir werden sie so gut wie möglich umsetzen, sobald die Märkte wieder geöffnet sind. Hätten wir es besser machen können? Möglicherweise. Wahrscheinlich hätten wir unser Engagement in Russland auf unter 5 % reduzieren sollen, um unnötige Risiken zu vermeiden. Zu unserer Verteidigung müssen wir erwähnen, dass Rohstoffe mit einem zusätzlichen geopolitischen Risiko behaftet sind, da die meisten Reserven in nicht demokratischen (Russland, Kongo, Sambia, Saudi-Arabien usw.) und hochriskanten Ländern (Brasilien, Peru, Chile, Mongolei, Indonesien usw.) konzentriert sind.

Gemäss unserer Maxime der Kapitalerhaltung versuchen wir diese Art von Risiko zu kontrollieren, auch wenn manchmal unvorhergesehene Ereignisse eintreten, wie z. B. die Invasion in der Ukraine. In der folgenden Grafik sehen wir die aussergewöhnliche Konzentration der Rohstoffproduktion auf einige wenige Länder.

Geographic concentration of natural resources [1]



Source: Wood Mackenzie: transition resources = Q4 2021 outlook reports (mine production); fossil fuels = Lens, coal supply tool

Die Invasion hat das Problem der Versorgung mit Rohstoffen deutlich gemacht

Die russische Invasion in der Ukraine und der darauf folgende Krieg haben erhebliche wirtschaftliche Auswirkungen und verdeutlichen gleichzeitig die strukturelle weltweite Unterversorgung mit Rohstoffen.

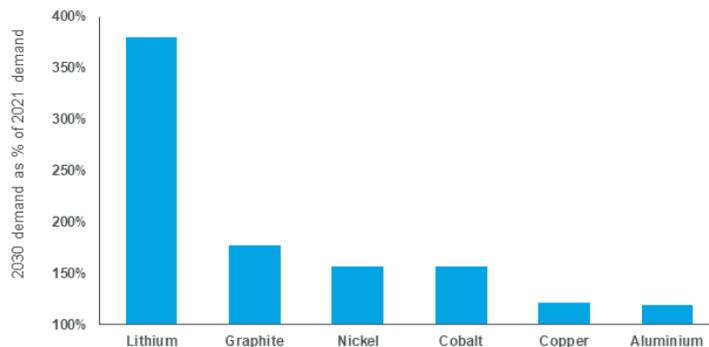
Was die fossilen Brennstoffe betrifft, so verschärft die (vorübergehende oder strukturelle... wir werden sehen) **Blockade der russischen Ströme** (11 % der weltweiten Ölproduktion und 16 % des Gases nach unseren Zahlen) **das bestehende strukturelle Defizit bei Öl, Gas und Kohle** aufgrund von fast 10 Jahren

reduzierter Investitionen (die derzeit durch ESG und Finanzdisziplin verschärft werden). Die Sanktionen beginnen, die normalen Handelsmuster zu stören, und wir erwarten mittel- und langfristig geringere Investitionen in Russland.

Ähnlich verhält es sich mit Metallen, da Russland und - in geringerem Masse - die Ukraine wichtige Akteure bei der Produktion von Kupfer, Nickel, Aluminium und Edelmetallen sind. Das Gleiche gilt für Stahl und einige andere Metalle aus diesen Ländern, die einen Anteil von 5-10 % an der Weltproduktion haben.

Wir stehen also vor kurzfristigen Störungen (Sanktionen, Logistik, Lieferketten, Marktverwerfungen...) und langfristigen Herausforderungen (geringere Investitionen) in einem der weltweit grössten Produzenten von fossilen Brennstoffen, Metallen und Rohstoffen insgesamt. Bei den grünen Rohstoffen (Nickel, Kupfer, Kobalt und Aluminium), die im Mittelpunkt der Energiewende stehen, hatte das starke Nachfragewachstum bereits zu einem Defizitproblem geführt, das sich nun durch die Invasion noch verschärft hat.

Steigende Nachfrage nach grünen Metallen 2021 -2030



Source: Wood Mackenzie Q4 2021 outlook reports; based on our energy transition outlook scenario (+2.5-2.7°C in 2050)

Wie bereits in früheren Newslettern erwähnt, steht die Welt vor einer Überschneidung von zwei langfristigen Zyklen: 1) der übliche Rohstoff-Boom/Bust-Zyklus, der 2021 nach 10 Jahren der Unterinvestition beginnt, und 2) die Energiewende mit einem sprunghaften Anstieg der Nachfrage nach grünen Metallen/Rohstoffen. **Nun kommt ein dritter unerwarteter Faktor hinzu:** 3) die dringende Notwendigkeit, das Engagement in Russland, einem der grössten Rohstoffproduzenten der Welt, zu reduzieren, was gelinde gesagt schwierig sein wird.

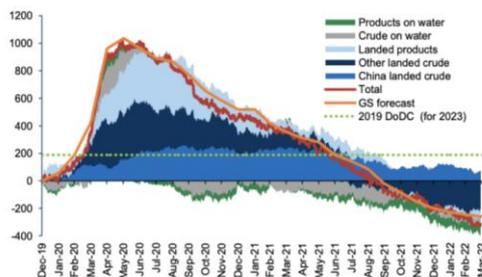
Brent über \$100 bbl. (45% des LTIF NR investiert in Energie, Öl und Gas)

Die russische Invasion in der Ukraine verkompliziert das von uns erwartete strukturelle Öldefizitproblem. Einerseits haben wir die Auswirkungen der Sanktionen auf Russland, die derzeit zwischen 1 und 2 Mio. b/d russischer Rohölexporte "blockieren". Zum anderen erwarten wir mittel- und langfristig einen strukturellen Rückgang der Investitionen in russische Energie- und Ölprojekte. Dies ist von grosser Bedeutung, wenn man bedenkt, dass **Russland etwa 11 % des weltweiten Erdöls und 16 % des weltweiten Erdgases produziert.**

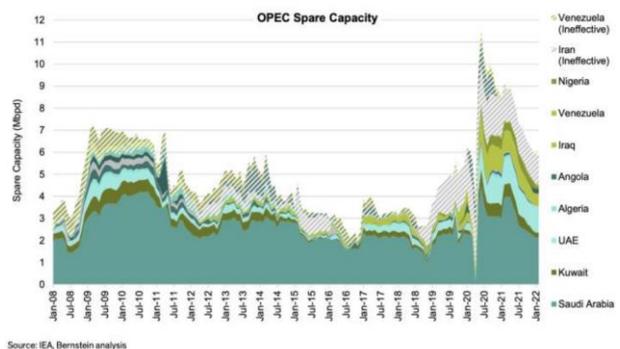
Mit Blick auf das Jahr 2022 glauben wir, dass sich der Ölmarkt nicht allzu sehr verändert hat: Die Freigabe strategischer Reserven (hauptsächlich aus den USA, aber auch aus anderen Industrieländern), die allmähliche Erhöhung der OPEC+-Produktion (mit einem Ziel von 400.000 b/d monatlich) und eine mögliche Vereinbarung mit dem Iran, die eine Freigabe von etwa 1-1,5 Mio. b/d vorsieht, werden die verlorenen russischen Exporte ausgleichen.

Das eigentliche Problem liegt eher im Jahr 2023 und in den Folgejahren, wenn wir mit minimalen Kapazitätsreserven (weniger als 2 % der Weltproduktion) und einem Mangel an neuen Projekten/Lieferungen aufgrund des 2013 begonnenen Investitionszyklus antreten werden.

Global high frequency inventory tracking vs Dec-19 vs implied by GS supply-demand balances (mb)



Source: Kpler, IEA, JODI, EIA, PAJ, PJK ARA, Oilchem, Fujairah, IE Singapore, Goldman Sachs
Global Investment Research



Source: IEA, Bernstein analysis

Die derzeitige geopolitische Lage hat den erwarteten Superzyklus beim Öl vorverlegt, und wir befürchten, dass die Ölpreise in den nächsten Jahren auf einem Niveau von über \$100 pro Barrel bleiben werden, mit spektakulären Ausschlägen jedes Mal, wenn es irgendwo ein kleines Versorgungsproblem gibt.

Kupfer und Nickel werden weit über dem Anreizniveau gehandelt (25 % des LTIF NR). Keine Vorräte. Verschwunden

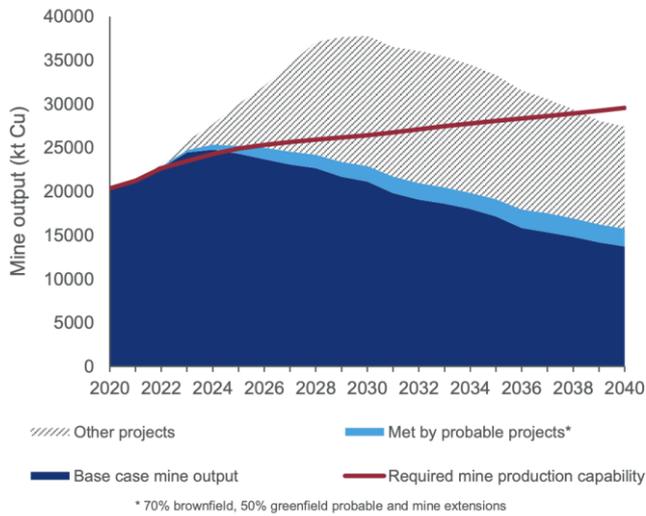
Die Kupfer- und Nickelpreise sind im Höhenflug und notieren weit über den Anreizniveaus. Wir halten trotz der starken Outperformance des Sektors in den Jahren 2021 und 2022 an unseren Investitionen in beide Rohstoffe fest, die insgesamt rund 25 % des Fonds ausmachen, da wir davon überzeugt sind, dass der Zyklus gerade erst begonnen hat.

Wie bereits erwähnt, erleben wir das Zusammentreffen zweier langfristiger Zyklen: der normale "Boom-Bust"-Zyklus bei Rohstoffen, der in der Regel ein Jahrzehnt dauert, und die Energiewende, die die Nachfrage nach grünen Metallen auf ein unvorhergesehenes Niveau ansteigen lassen wird. Zu diesen beiden Zyklen kommt nun noch der Russland-Effekt hinzu, der ernsthafte Auswirkungen auf die Versorgung mit vielen Rohstoffen haben wird.

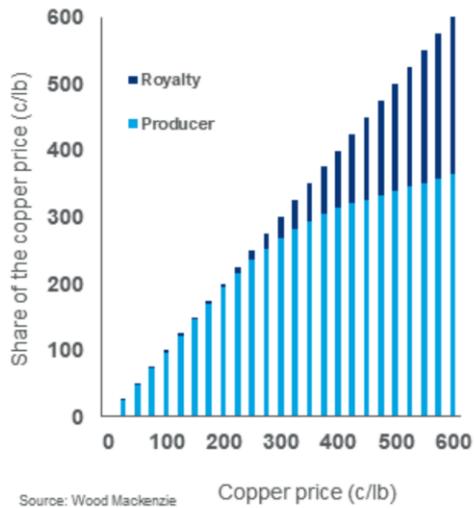
Vor diesem Hintergrund würden wir erwarten, dass Länder und Regierungen Anreize für die Produktion von Kupfer, Nickel und anderen grünen Metallen schaffen, aber die Realität sieht ganz anders aus. Chile und Peru zum Beispiel verschärfen ihre jeweiligen Bergbaugesetze, erhöhen die Steuern und drohen sogar mit anderen Massnahmen wie der Verstaatlichung von Vermögenswerten. Das ist nicht gut, um Investitionen anzulocken.

In der nächsten Grafik wird dieses Paradoxon deutlich. Auf der linken Seite das erwartete massive Defizit auf dem Kupfermarkt in den nächsten zehn Jahren und auf der rechten Seite der chilenische Steuervorschlag, der die Gewinne aus hohen Rohstoffpreisen deckelt. Ist dies der richtige Weg, um Investitionsanreize zu schaffen? **Der Sektor ist ein Boom/Bust-Sektor mit mittelmässigen Renditen in der Mitte des Zyklus, wie wir schon oft kommentiert haben; allerdings neigen die Regierungen dazu, die schlechten Zeiten zu vergessen, wenn die Preise steigen.**

Global copper production and primary demand

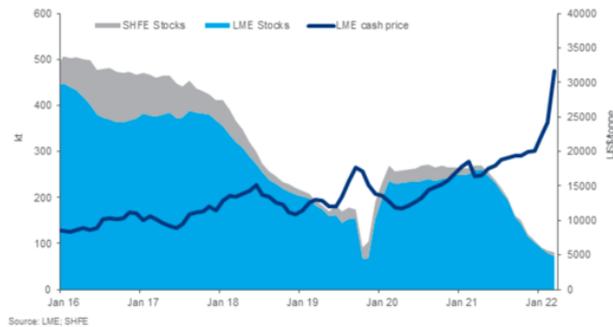


Share of copper price under proposed royalty terms

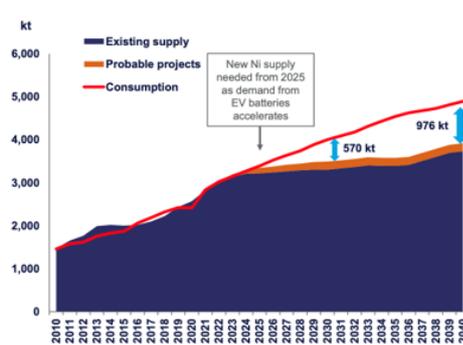


Zur Situation auf dem Nickelmarkt gibt es nicht viel Neues. Schauen Sie sich nur die Lagerbestände an. Vorbei. Nada. Und das kurz vor dem grössten Nachfrageschub aller Zeiten aufgrund des Trends zur Elektrifizierung/Batterien.

LME and SHFE nickel stocks, and nickel prices



Nickel Market Balance¹



1. Source: Wood Mackenzie Nickel Cost & Market Service Q4 2021 (Paydirt Conference)

Die Lachspreise steigen weiter (10% des LTIF NR)

Die Lachserezeuger sind mit einer starken Marktleistung sehr gut in das Jahr gestartet, was auf die Lachspreise zurückzuführen ist, die NOK 90-100 pro kg erreicht haben und weiter steigen. Dies ist keine grosse Überraschung, da das Angebot extrem knapp ist (kein Wachstum in Norwegen und Chile, den Haupterzeugerländern der Welt mit 75 % der Gesamtmenge) und sich die Nachfrage nach der Pandemie erholt (die Nachfrage von *Hotels, Restaurants und Caterern* ist immer noch gedrückt und wird steigen).

Wir gehen nicht nur von kurzfristigen Versorgungsproblemen aus, sondern auch von solchen in den kommenden Jahren. **Wir rechnen daher mittelfristig mit hohen Preisen und sehr guten Erträgen für die Lachszüchter, ein Trend, der den Regimewechsel in diesem Sektor (von niedrigen zyklischen Erträgen zu hohen Erträgen) mit einer vollständigen Neubewertung abschliessen wird.**

Eine interessante Frage: **Wer wagt es, die Auswirkungen der aktuellen Strom-/Energie- und Lebensmittelpreise (und der Inflation auf die Investitionsausgaben) auf Onshore-Fischfarmen zu berechnen, die mittelfristig erhebliche Kapazitäten bieten sollten?** Um diese Projekte rentabel zu machen, müssten die Lachspreise auf jeden Fall weit über den derzeitigen Spotpreisen liegen, und unter den derzeitigen Umständen besteht unseres Erachtens nur ein sehr geringes Risiko für umfangreiche neue Kapazitäten.

Der Infrastrukturzyklus hat gerade erst begonnen (10% des LTIF NR)

Infrastruktur ist ein Segment, dem wir nach massiven Unterinvestitionen und den Auswirkungen der Energiewende eine vielversprechende Zukunft voraussagen. Beide Themen lösen einen neuen Infrastruktur-Investitionszyklus aus. Infrastrukturzyklen sind per Definition langfristig.

Es gibt auch einige Überschneidungen mit dem Rohstoffkreislauf, da diese abgebaut, verarbeitet und transportiert werden müssen, wofür grosse Infrastrukturen erforderlich sind. Ein Bergwerk mit riesigen Reserven, aber ohne Infrastrukturen (Schiene, Strasse, Stromerzeugung, Hafen usw.) könnte weitgehend wertlos sein. Auch die Elektrifizierung der Weltwirtschaft wird hohe Investitionen in die Infrastrukturen erfordern.

Derzeit haben wir drei Investitionsschwerpunkte im Infrastrukturbereich: Zement (5 %), Elektrokabel (3 %) und Bergbauausrüstung (2 %). Wir werden unsere Investitionen verstärken, wenn wir neue interessante Unternehmen finden oder wenn unsere eigenen Unternehmen billiger werden.

Zement- und Bergbauinfrastruktur haben bis März dieses Jahres schlecht abgeschnitten und sind um 10 % gefallen - hauptsächlich aufgrund des Engagements in Russland (zwischen 5 und 10 % für Heidelberg Cement, Buzzi Unicem und Metso Outotec) - aber wir glauben, dass alle drei in nicht allzu ferner Zukunft eine Quelle der Outperformance sein werden.

Die drei Zyklen der Industrierohstoffe

Die Preise für Industrierohstoffe (Erdöl, Erdgas, Kohle, unedle Metalle usw.) schwanken sowohl langfristig (z. B. fünf Jahre) als auch kurzfristig stark. In den letzten Jahren ist der Ölpreis von \$ 120 pro Barrel auf minus \$ 37 gesunken, um dann auf \$ 80, dann \$ 130 und dann \$ 90 zu steigen, wobei die letzten drei Preise innerhalb von zwei Wochen erreicht wurden. Gleichzeitig ist der Nickelpreis von \$ 10'000/t auf \$ 48'000 gestiegen, der Kohlepreis von \$ 50/t auf \$ 400 und natürlich der Preis für Erdgas zur Lieferung in Europa (TTF) von € 37 auf € 225, dann auf € 98 und dann wieder auf € 120. All diese Veränderungen erfolgten innerhalb weniger Monate.

Es ist daher nicht verwunderlich, dass viele Anleger (die meisten?) den Sektor für nicht investierbar halten, kaum besser als ein Casino. Dennoch sind wir der Meinung, dass die Rohstoffpreise zu den am besten vorhersehbaren auf den Finanzmärkten gehören, wenn auch mit gewissen Einschränkungen. Im Folgenden erklären wir, warum.

1. Die Investitionszyklen

Der beste Weg, die Preisbewegungen eines bestimmten Rohstoffs zu verstehen, besteht darin, ihn als das Ergebnis von drei gleichzeitigen Zyklen zu betrachten, die völlig unabhängig voneinander sind und sich einfach "addieren", um den Endpreis zu bestimmen.

Die Investitionen bestimmen den ersten Zyklus. Im Grossen und Ganzen handelt es sich dabei um Überkapazitäten in der Branche zu einem bestimmten Zeitpunkt. Da sowohl Angebot als auch Nachfrage ziemlich fix sind (unelastisch, d. h. sie reagieren nicht allzu sehr auf Preisschwankungen), fallen die Preise erheblich. Niemand wird Kupfer zu jedem Preis kaufen, wenn er es nicht braucht. Die Unternehmen produzieren daher weiter, auch mit Verlusten, denn es ist besser, etwas Geld zu verlieren, als viel Geld durch eine komplette Schliessung zu verlieren. Der Preis sinkt immer weiter, bis einige Unternehmen ihre unmittelbaren Cash-Kosten bei den niedrigen Preisen nicht mehr decken können. In diesem Fall ist es besser, die Mine zu schliessen. Die Minen mit den höchsten Kosten werden zuerst geschlossen, bis sich Angebot und Nachfrage wieder im Gleichgewicht befinden. Aus buchhalterischer Sicht (d. h. unter Einbeziehung der Vollkosten) verlieren fast alle Bergwerke vor diesem Zeitpunkt Geld, und die Branche gerät in eine Krise mit Konkursen, Umschuldungen usw. Es gibt jedoch zwei unvermeidliche Mechanismen, die diese Situation langsam korrigieren: die Entleerung und das Wirtschaftswachstum.

"Entleerung" bedeutet einfach, dass die Minen irgendwann erschöpft sind. Die Menge der Mineralien ist selbst in den besten Minen begrenzt. Irgendwann gibt es keine mehr. Dies ist natürlich ein fortlaufendes Phänomen. Es gibt immer irgendwo Minen, die geschlossen werden. Diese Schliessung bedeutet, dass etwa 5 % der jährlichen Produktion verschwinden. Mit anderen Worten: Wenn wir nicht mehr in neue Minen investieren würden, ginge das Angebot schnell zurück, wobei die ältesten Minen zuerst erschöpft wären. Das ist genau das, was passiert, wenn sich Unternehmen in einem "Geld-verlieren"-Zyklus befinden: Niemand investiert in neue Minen. Da die Erschliessung neuer Minen viel Zeit in Anspruch nimmt, kommen laufende Projekte immer wieder auf den Markt, auch wenn der Preis niedrig ist, weil sie schon vor einiger Zeit begonnen wurden. Das bedeutet, dass das Überangebot über Jahre hinweg

bestehen bleibt. Letztendlich werden jedoch keine neuen Projekte mehr in Angriff genommen, und die Industrie schliesst weiterhin die ältesten erschöpften Minen.

Der zweite Mechanismus, der den Markt letztlich ins Gleichgewicht bringt, ist das Wachstum der Weltwirtschaft, das für einen stetigen Anstieg der Nachfrage nach Industriegütern sorgt. Trotz aller Schlagzeilen ist dieses Wachstum konstant und liegt mit wenigen Ausnahmen zwischen 2 % und 5 % pro Jahr. Diese durch das Wirtschaftswachstum bedingte Nachfragesteigerung und der Entleerungsmechanismus sorgen dafür, dass früher oder später (in der Regel später, da dies Zeit braucht) Angebot und Nachfrage wieder ins Gleichgewicht kommen.

Aber denken Sie daran, dass in den schlechten Jahren niemand in neue Minen investiert hat, was bedeutet, dass trotz der unaufhaltsamen Entleerung und des Wirtschaftswachstums keine neuen Minen in der Pipeline sind. Nach einigen "magischen Quartalen" des Gleichgewichts wird der Markt - wieder einmal - aus dem Gleichgewicht geraten, dieses Mal aufgrund des mangelnden Angebots.

Wie in der vorangegangenen Phase wird sich der Preis sehr stark bewegen, da die Nachfrage auch bei steigenden Preisen unelastisch ist. Ein Unternehmen, das Elektrogeräte herstellt, wird Kupfer kaufen - und zwar buchstäblich um jeden Preis - oder es wird das Geschäft aufgeben. Die Preise werden dann wieder ansteigen.

Mit dem Preisanstieg erwacht das Interesse an der (wahrscheinlich tot geglaubten) Branche wieder, und nach ein oder zwei Jahren des Zögerns beginnen die Unternehmen wieder, einen Teil des enormen Cashflows in neue Projekte zu investieren. Die Fertigstellung dieser Projekte dauert viele Jahre, so dass die Knappheitssituation lange Zeit anhält. Schliesslich gehen alle neuen Projekte in Produktion, es entsteht ein Angebotsüberhang, und der Zyklus beginnt von neuem.

Wie lang ist dieser Zyklus? Das hängt von einigen Variablen ab: wie schnell die Vorkommen erschöpft sind (je schneller, desto kürzer der Zyklus), wie schnell die Unternehmen reagieren und vor allem, wie lange es dauert, die Kapazitäten zu erweitern. Letzteres ist von Rohstoff zu Rohstoff und sogar von Projekt zu Projekt unterschiedlich, liegt aber zwischen 5 und 15 Jahren. Unter dem Strich beträgt der Zeitraum zwischen den Spitzenwerten der Zyklen etwa 20 Jahre. Der letzte Zyklus bei Metallen dauerte von 2002 (Tiefpunkt) über 2011 (Höhepunkt) bis 2019 (Tiefpunkt). Bei Öl reichte er von 2002 über 2014 bis 2019.

Dieser Zyklus ist unveränderlich, keine Rezession (2008), keine Pandemie (2020) und kein Krieg (2022) können ihn ändern. Wenn es kein Öl gibt, gibt es kein Öl; und wenn es zu viel gibt, kann der Preis auf Null oder sogar in den negativen Bereich fallen. Die Investitionen der letzten 10 Jahre bestimmen die Höhe, so dass kurzfristig nichts daran geändert werden kann, so schwer es den Politikern auch fallen mag, dies zu akzeptieren. Dieser Zyklus ist relativ leicht zu analysieren und vorherzusagen, da die Gesamtproduktionskapazität der meisten Rohstoffe, die Gesamtnachfrage und die Pipeline neuer Projekte gut bekannt sind. Daher ist es nicht schwer zu berechnen, ob es in den nächsten 2 bis 5 Jahren ein zu grosses oder zu kleines Angebot geben wird. Bei SIA verfügen wir zum Beispiel über eine Datenbank mit allen relevanten Öl-, Kupfer- und Nickelprojekten.

2. Der Konjunkturzyklus

Wäre die Welt ein sehr stabiler Ort, dann wäre es das. Das ist sie aber nicht: Wenn wir nicht gerade eine Rezession erleben, überhitzen wir, führen wir einen Krieg oder werden von Pandemien, Tsunamis, Revolutionen usw. heimgesucht. Wir haben zwar gesagt, dass die Weltwirtschaft regelmässig wächst, aber diese Konstanz unterliegt dennoch Schwankungen von Quartal zu Quartal oder sogar von Jahr zu Jahr. Diese Schwankungen schaffen ihre eigenen Zyklen.

Eine Rezession bedeutet, dass der Rohstoffverbrauch etwas geringer ist. Eine überhitzte Wirtschaft erhöht die Nachfrage über den langfristigen Trend hinaus. Eine Revolution in einem ölproduzierenden Land führt zu einem geringeren Angebot usw. Dies sind Zyklen, die zwischen einigen Monaten und etwas weniger als zwei Jahren dauern können. Die Nachfrage- (oder Angebots-)kurve überlagert den zuvor analysierten "Investitionszyklus", wodurch sie weniger glatt wird, als sie es sonst wäre, und kurzfristige Preisschwankungen entstehen. Diese Veränderungen lösen sich jedoch innerhalb weniger Quartale auf, und der zugrunde liegende lange Investitionszyklus setzt sich durch.

3. Der Finanzzyklus

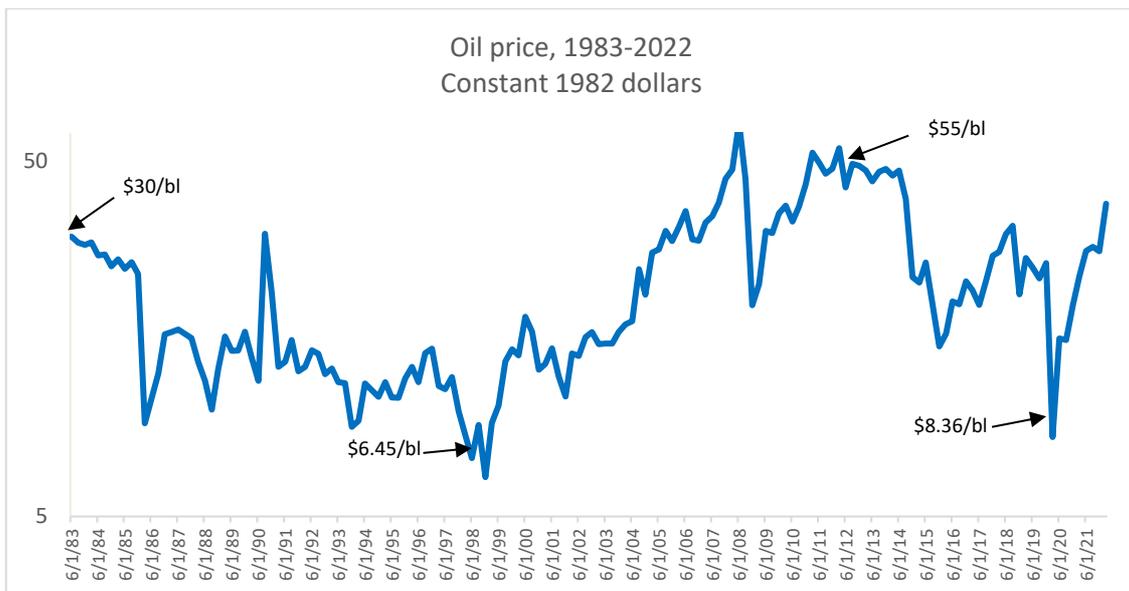
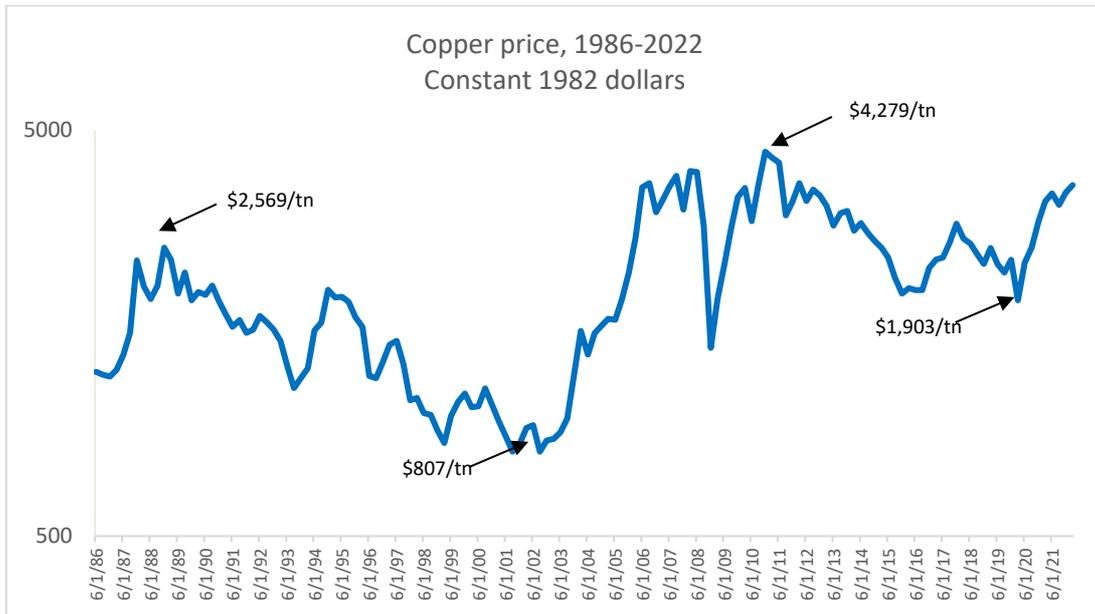
Die Rohstoffpreise, die wir tagtäglich auf unseren Bildschirmen sehen, sind nicht wirklich das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Sie werden von Finanzakteuren bestimmt. Der "Brent-Ölpreis", den wir sehen, ist zum Beispiel nicht der Preis, den jemand, der Öl kauft, heute bezahlt, sondern der Preis des Kontrakts für den nächsten Monat, der auf einem elektronischen Markt gehandelt wird. Tatsächlich gibt es einen Preis, der als "datiertes Brent" bezeichnet wird und der der tatsächliche Preis ist, den ein Händler, der physisches Öl kauft, heute bezahlt. Dieser Preis kann sich je nach Situation stark von dem Preis unterscheiden, den wir sehen.

Die wichtigste Eigenschaft der Finanzakteure ist ihre Fähigkeit zur Antizipation. Der Krieg in der Ukraine könnte sie zu der Annahme verleiten, dass es in naher Zukunft aufgrund von Sanktionen nicht genug Öl geben wird. Daher erhöhen sie den Ölpreis um 30 %. Dennoch kauft derzeit niemand Öl zu diesem Preis, denn es handelt sich lediglich um eine Vorwegnahme des realen Preises in einigen Wochen durch die Finanzakteure. Wenn die Sanktionen nicht eintreten (oder es gibt nur Gerüchte, dass sie nicht eintreten), wird der Preis sofort fallen.

Darüber hinaus versuchen viele andere Akteure, an dieser Volatilität zu verdienen, indem sie Futures, Optionen und Derivate kaufen und verkaufen. Diese neigen dazu, die zugrunde liegenden Bewegungen zu übertreiben, da viele Akteure kaufen, was steigt, und verkaufen, was fällt.

Durch diese Bewegungen entsteht ein dritter Zyklus von sehr kurzer Dauer, der zu den beiden vorangegangenen hinzugefügt werden sollte. Wenn wir die drei Kurven addieren, erhalten wir den endgültigen, beobachteten Preis.

Die nachstehenden Grafiken zeigen die inflationsbereinigten Preise für Kupfer und Öl. Die zugrundeliegenden Investitionszyklen sind sehr deutlich zu sehen. Die Tiefst- und Höchststände fallen mit der Verknappung bzw. dem Überangebot zusammen, und die Preisunterschiede sind enorm, was zu den grossen Krisen und Booms führt, die die Rohstoffunternehmen erleben.



Wie man investiert

Diese Analyse zeigt, wie man in der Branche investieren sollte. Für einen langfristigen Investor ist nur der lange "Investitionszyklus" von Bedeutung, da er die beiden anderen über die Jahre hinweg überlagert. Man muss die Angebots- und Nachfragedynamik der Branche verstehen, um erfolgreich zu sein, und die Disziplin haben, diesem Zyklus zu folgen, unabhängig von den kurzfristigen Schwankungen, die die beiden anderen Zyklen hervorrufen. Wenn der "Makro"-Anleger versucht zu erraten, wie sich die Wirtschaft in den nächsten zwei Quartalen entwickeln wird, kommt es darauf an, diese Bewegungen richtig zu antizipieren. Kurzfristige Anleger müssen grossartige Händler sein, die in der Lage sind, fast täglich zu kaufen oder zu verkaufen, wenn sie die Marktpsychologie richtig verstehen.

Bei SIA gehören wir natürlich zur ersten Gruppe. Deshalb sind wir so zuversichtlich, was unsere Investitionen in Rohstoffe angeht, selbst in Zeiten hoher Volatilität. Sobald wir die Angebots- und

Nachfragedynamik eines jeden Rohstoffs verstehen, haben wir eine solide Vorstellung davon, wohin sich die Dinge in den nächsten fünf Jahren entwickeln werden, was weit mehr ist, als man von vielen Märkten sagen kann.

Ausserdem spiegeln die Aktienkurse die Zyklen im Nachhinein wider. Am Tiefpunkt eines Zyklus (d.h. nach 10 Jahren mit Verlusten) sind die Aktien extrem billig, was die perfekten Bedingungen für eine überragende Outperformance schafft - ein sehr niedriger Einstiegspunkt und mehrere Jahre mit Gewinnen über den Erwartungen.

All dies trifft auf die meisten Agrarrohstoffe nicht wirklich zu, da ihre Knappheit oder ihr Überschuss zufällig auf unerwartete Wetterextreme zurückzuführen ist. Ihre Versorgungslage wird normalerweise innerhalb eines Jahres korrigiert. Wenn z. B. Weizen aufgrund einer schlechten Ernte sehr teuer ist, werden die Landwirte mehr Saatgut für die nächste Saison anbauen. Darüber hinaus ist die Nachfrageelastizität von Agrarrohstoffen viel höher als die von Industrierohstoffen, da eine Reihe solcher Rohstoffe bis zu einem gewissen Grad als Ersatz für andere verwendet werden kann und ihre Verwendung natürlich zurückgeht, wenn die Preise aufgrund geringerer Nachfrage oder Substitution steigen (Kaffee, Zucker usw.).

Wo stehen wir derzeit in Bezug auf die drei Zyklen?

Der wichtigste ist der Investitionszyklus, in dem wir uns ganz unten befinden - oder sogar noch weiter unten, denn es gibt noch keine grossen Investitionspläne, um den aktuellen Angebotsengpässen zu begegnen. Das liegt an ESG-Bedenken und den Verlusten, die sich in einem Jahrzehnt angesammelt haben. Die Manager wollen sich erst dann auf neue Investitionen einlassen, wenn klar ist, dass sie über viele Jahre hinweg rentabel sein werden. Bislang sehen das nur sehr wenige Menschen klar.

Wir werden also noch einige Jahre mit steigenden Preisen leben müssen. Aus Umweltschutzgründen erteilen die Regierungen noch keine Genehmigungen für den Bau neuer Minen, selbst nicht für Rohstoffe, deren künftige Nachfrage unbestritten ist, wie z. B. Kupfer. Die Lagerbestände werden kritisch niedrig und werden noch weiter sinken, bis es kein Metall mehr gibt. Erst dann wirken die Preise wie ein Mechanismus, der die Nachfrage steuert.

Derzeit ist der mittelfristige Zyklus besonders verwirrend. Wir haben einen Krieg, Inflation, die Pandemie als Stimulus, Zinserhöhungen zur Kontrolle der Inflation, koviditätsbedingte Sperrungen in China und enormen politischen Druck zur Senkung der Benzinpreise, die allesamt zu Entnahmen aus den strategischen Reserven führen. Die Ungewissheit über die mögliche Aufhebung der Sanktionen gegen den Iran ist ein weiterer Punkt, den man zu den vorherigen hinzufügen könnte. Die sehr hohe Volatilität des Ölpreises ist daher keine Überraschung. Er bewegt sich oft um mehr als 5 % nach oben oder unten, wobei der Markt versucht zu erraten, wie dieser zweite Zyklus in den nächsten Quartalen verlaufen wird.

Darüber hinaus spiegelt der Finanzzyklus grosse Bewegungen in Bezug auf Derivate wider, zieht Liquidität ab usw. Wir haben auch erlebt, dass sich der Nickelpreis innerhalb weniger Tage verdoppelt hat und der Markt für mehr als eine Woche geschlossen war.

All diese Volatilität ist übrigens nichts anderes als eine Verstärkung der bullischen Situation des langfristigen Zyklus - je mehr Chaos auf den Rohstoffmärkten herrscht, desto weniger attraktiv werden neue Investitionen.

Dennoch ist die Chance für den langfristigen Anleger hervorragend. Wir befinden uns am Ende eines sehr langen Aufwärtstrends, während die Aktien der rohstoffproduzierenden Unternehmen dies überhaupt nicht widerspiegeln - vor allem, weil die kurzfristigen Zyklen für Verwirrung sorgen. Mittelfristig sind diese Zyklen jedoch irrelevant, da beispielsweise die gesamte strategische Erdölreserve der USA für etwa einen Monat Verbrauch ausreicht. Der Plan, 1 Million Barrel pro Tag für sechs Monate

freizugeben, entspricht weniger als 1 % des Marktes und ist nicht nachhaltig. China wird irgendwann aus der Verknappung herauskommen, der Krieg in der Ukraine wird enden, auf Rezessionen folgen Erholungen, und bei vielen Industrierohstoffen wird es eine bedauerliche Unterversorgung geben. Nichts, aber auch gar nichts kann diese Tatsache in den nächsten (oder vielleicht auch nicht so wenigen) Jahren ändern.

Kupferpreis, inflationsbereinigt



Ölpreis, inflationsbereinigt



Investment Case Atalaya Mining: Besichtigung Rio Tinto Cerro Colorado

"Sei gierig, wenn andere ängstlich sind", lautet ein berühmtes Zitat von Warren Buffet. "Kaufe, wenn Blut in den Strassen fliesst, auch wenn es dein eigenes Blut ist", ist ein Zitat von Baron Rothschild. Beide können auf verschiedene Aspekte des Lebens angewandt werden, nicht nur auf das Investieren.

Angesichts der Angst vor Covid, der leeren Flugzeuge, der billigen Flüge und der sehr guten Hotelangebote nutzten wir die Gelegenheit, einen unserer NR-Fondsbeteiligungen zu besuchen.

Atalaya ist zu 100 % Eigentümerin von Riotinto in Andalusien, Spanien.

Es handelt sich um einen Kupfertagebau, der eine Autostunde nördlich von Sevilla und Huelva liegt und Anfang 2016 wiedereröffnet wurde. Sie produziert mehr als 50'000 Tonnen Kupfer. Der Gehalt liegt unter 0,5 %, die nachhaltigen Gesamtkosten liegen bei etwa USD 2,50 pro Pfund, und die Lebensdauer der Mine wird auf 12 Jahre geschätzt, könnte aber verlängert werden.

Die robuste Cash-Generierung hat zu einer Netto-Cash-Position geführt, und das Unternehmen kündigte seine erste Dividende im Oktober 2021 an. 30-50 % des FCF sind als Dividende für die Aktionäre vorgesehen. Das Unternehmen wird etwa zum Dreifachen des EV/EBITDA auf Basis der Spot-Kupferpreise gehandelt.

Die Minen werden seit phönizischer und römischer Zeit abgebaut und wurden 1872 an ein britisches Syndikat verpachtet. Sie wurden 1954 wieder unter spanische Kontrolle gestellt und gehörten viele Jahrzehnte lang zu den wertvollsten Kupferminen der Welt.

Eine alte Grupe, die abgebaut wurde

Spanien erhielt beim Verkauf der Minen die damals astronomische Summe von 93 Millionen Peseten, womit das grosse Defizit des Landes sofort ausgeglichen wurde. Das britische Unternehmen trug den Namen "Rio Tinto Company Limited", und aus dieser Transaktion ging der heutige Bergbaugigant Rio Tinto hervor.

Die Liebe der Spanier zum Fussball (ein Spiel, das zwar zuerst von den Briten gespielt wurde, aber immer wieder von den Spaniern gewonnen wird) hat ihren Ursprung in der Mine von Riotinto. Hier gründeten

britische Gastarbeiter den ersten Fussballverein auf spanischem Boden. Die Leidenschaft der Spanier für dieses Spiel ist bis heute ungebrochen. Dennoch unterstützen die Bergarbeiter eher Real Betis als den FC Sevilla, weil sie der Meinung sind, dass dieser Verein zwar weniger Geld, dafür aber mehr Leidenschaft hat.



Es wurde sogar eine Eisenbahnlinie nach Huelva gebaut, wo sich heute eine der grössten Kupferhütten Europas befindet. Freeport (ein früherer Eigentümer der Mine) besitzt sie und verarbeitet Konzentrat, das von seiner gigantischen Grasberg-Mine in Indonesien kommt.

Bohren, Sprengen, Laden und Fördern im Hauptbergwerk



Atalaya ist ein gutes Beispiel für die Strategie von SIA, in der Nähe des Cashflows zu investieren.

Die Wiederaufnahme der Produktion dieser alten Anlage war eine grosse Aufgabe, die mit vielen Risiken und Herausforderungen verbunden war. Als die Produktion schliesslich anlief, wurden die Schulden dank der hohen Cashflows (unterstützt durch die Preise) schnell abgebaut, so dass das Unternehmen bereits Dividenden ausschütten konnte. Es gibt auch gute Expansionsprojekte in nahe gelegenen Gebieten, wie die Lagerstätten San Dinoniso und San Antonio sowie das Projekt Masa Valverde, das 30 km von der Hauptmine RioTinto Cerro Colorado entfernt liegt.

Der Betrieb eines Bergwerks in einer solchen Region hat seine Vor- und Nachteile. Es gibt lächerliche bürokratische Hürden, wie den alten Stahlschrott, der unter Denkmalschutz steht. Ausserdem musste das Unternehmen drei Archäologen einstellen, um die Vorschriften einzuhalten. Auf der anderen Seite gibt es eine sehr gute Infrastruktur: Stromversorgung, Arbeiter, Wohnungen, Gesundheit, Schulen usw.

Das erfahrene und kompetente Managementteam vor Ort war der Schlüssel zur erfolgreichen Umsetzung dieses Projekts in die Produktion.

Atalaya Mining. Der Absetzbecken



Die Zusammenarbeit mit grossen Contractors/Consultants hätte zu einer massiven Kostenüberschreitung geführt.

Diese Unternehmen wenden einfache standardisierte Entwürfe usw. für Projekte an, was bei der Einrichtung neuer Minen von Grund auf recht gut funktioniert. Im Falle von Atalaya hätte dies jedoch nicht funktioniert.

Anstatt die gesamte vorhandene Hardware zu verschrotten und zu ersetzen, wurde ein anderer Ansatz gewählt. Der grösste Teil der vorhandenen Hardware wurde repariert und mit der modernsten IT-/Steuerungstechnik ausgestattet. Dies geschah mit Hilfe der örtlichen Handwerks- und Ingenieurbüros in dem relativ dicht besiedelten Gebiet, in dem es seit langem derartige Industrien gibt.

Kugelmöhlen (der gesamte Betrieb verfügt über freie Kapazitäten)



Atalaya Mining ist eine langfristige Investition in unserem NR-Fonds mit einer erwarteten IRR von 15 %, einem IV von 500 Gbp und einem gewissen Explorationspotenzial. Atalaya ist zwar kein TIER-1-Asset, aber eine gute Mine mit hoher Rentabilität zu Anreizpreisen und einem hervorragenden Managementteam. Wir kennen sie seit Jahren und können zu ihrer Leistung nur sagen: Hut ab! Bis vor kurzem musste das Managementkomitee zum Beispiel alle Ausgaben von mehr als 500 Euro genehmigen. Wert im Bergbau.

Marcos Hernández
Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team

April 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 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 Kollektivanlagegesetzes 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