

Newsletter

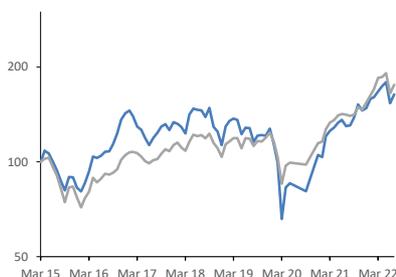
August 2022

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Chronik einer vorausgesagten Rezession* 2
- *Normalisierung von Inflation und Zinssätzen innerhalb weniger Quartale* 3
- *China nimmt Fahrt auf* 4
- *Energie- und Rohstoffpreise weiterhin hoch* 5
- *Per 30.06.2022 Classic bei EUR 530 p.a., +7% ytd., per Mitte-August bei EUR 565, +15% ytd* 5
- *Der LTIF Classic. Kapitalerhalt und ansprechende Rendite* 6
- *Investment Case des Quartals: Cenovus* 7
- *LTIF Natural Resources. Guter Start ins Jahr 2022 und ein sehr langer Zyklus vor uns* 12
- *Kupfer: Lektionen von Atalaya Mining (und den meisten Bergbauunternehmen)* 14
- *Es ist nicht Inflation und/oder Rezession... Es ist die Energie!* 15
- *Anhang* 18

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



“Der Weg zu langfristigem Erfolg ist selten linear”

Michael Phelps

Meistdekoriertes Olympionike aller Zeiten mit insgesamt 28 Medaillen

Überblick über unsere Fonds

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

July 31, 2022	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	562.46	-1.3%	15.3%	8.5%	82
LTIF Natural Resources [EUR]	135.62	-5.8%	26.1%	1.4%	72

Quelle: SIA Group

Chronik einer vorausgesagten Rezession

Der LTIF Classic (+15% ytd. bis Mitte August) und der LTIF Natural Resources (+14% ytd.) haben sich in einem Jahr, in dem das Wort Rezession in Finanzkreisen wohl am häufigsten fällt, weiterhin relativ gut entwickelt. Samuelsons berühmter Satz "Ökonomen haben 9 der letzten 5 Rezessionen vorhergesagt" ist in einer Zeit starker geopolitischer Spannungen auf globaler Ebene wieder einmal aktuell.

Bei SIA studieren und analysieren wir das Verhalten der wichtigsten Wirtschaftsgrößen der Hauptvolkswirtschaften der Welt und wagen es sogar, diese vorherzusagen. Obwohl wir uns als Stockpicker verstehen, tun wir diese Arbeit, um die makro- und mikroökonomischen Zusammenhänge der Wirtschaft besser zu verstehen, Risiken zu vermeiden und Chancen zu nutzen, auch wenn diese nicht die Grundlage für unsere Investitionen sind.

Unsere makroökonomischen Schätzungen (die diesmal mit dem Konsens übereinstimmen) deuten darauf hin, dass wir uns auf eine Konjunkturabschwächung zubewegen, die wir ab dem dritten Quartal 2022 zu spüren bekommen dürften; ob diese jedoch in einer Rezession enden wird, wissen wir noch nicht.

Wie dem auch sei, **das macht uns wenig Sorgen, denn unsere Anlagen sind von hervorragender Qualität und unsere beiden Fonds, LTIF Classic und Natural Resources, werden jede Rezession überbrücken, ohne dauerhafte Verluste zu erleiden.** In der Zwischenzeit haben die Märkte ziemlich stark korrigiert und wir haben begonnen, einige Positionen zu interessanten Preisen

aufzustocken... sollten sie weiter fallen, werden wir weiterhin zu dann günstigen Preisen kaufen. **Wir wiederholen das berühmte Zitat von Warren Buffett, dass er sich "auf Rezessionen freut, weil Berkshire dann in der Regel seine besten Investitionen tätigt"**. Wir werden versuchen, mitzuhalten.

Kurz gesagt, gibt es 3 Hauptprobleme in der Weltwirtschaft: 1) die hohe **Inflation**, die die Kaufkraft vieler Haushalte schmälert und damit den Konsum und die privaten Investitionen beeinträchtigt. 2) Die **chinesische Wirtschaft**, die sich aufgrund der Null-Covid-Politik der Regierung und des Immobilienzyklus nur langsam erholt. 3) Die **Energie-, Öl- und Gaspreise... und ganz allgemein alle Preise für fossile Brennstoffe**, die das Ergebnis eines Jahrzehnts unzureichender Investitionen sind (verschärft durch die russische Invasion in der Ukraine), die auch die Kaufkraft der Haushalte und die Kosten/Ausgaben der meisten Unternehmen schädigen und sich auf die gesamte Wirtschaft auswirken...

Normalisierung von Inflation und Zinssätzen innerhalb weniger Quartale

Wir nähern uns dem erwarteten Inflationshöhepunkt, der aufgrund der komparativen Wirkung der Energiepreise und ihrer Auswirkungen auf viele andere Produkte wahrscheinlich im zweiten Halbjahr 2022 eintreten wird.

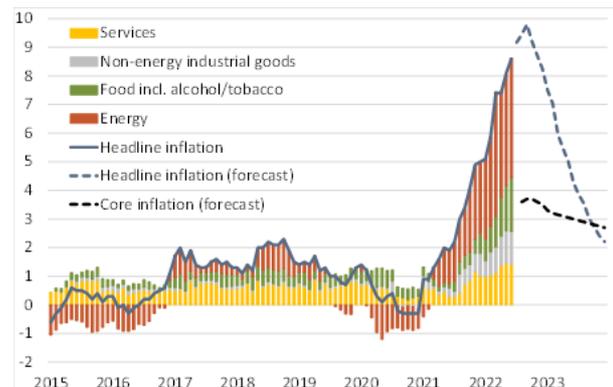
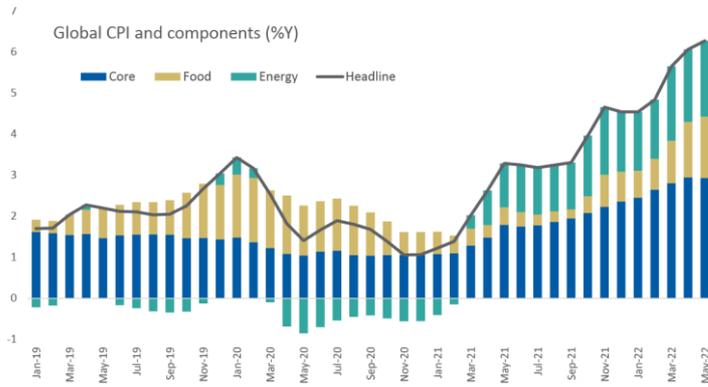
Das Inflationsproblem in den USA liegt eher auf der Nachfrageseite, die sich nach Zinserhöhungen und automatischen Stabilisatoren (z. B. Dollar und Energie) allmählich abschwächen wird. In Europa ist das Problem eher auf der Angebotsseite zu suchen, bedingt durch die russischen Gaskürzungen, die Energiepreise im Allgemeinen und Engpässe in der Lieferkette/Logistik.

Der Markt hat eine sehr klare Vorstellung von dem, was kommen wird: Er rechnet mit einer länger anhaltenden hohen Inflation und einer wirtschaftlichen Rezession, obwohl sich beides gegenseitig ausschliesst. Wenn es eine Rezession gibt, kann es keine hohe Inflation geben. Wir vermuten, dass die derzeitige Stimmung pessimistisch geprägt ist.

Wir glauben, dass sich die Inflation in den nächsten Quartalen abschwächen und bis Ende 2023 normalisieren wird, und zwar aus folgenden Gründen:

- 1) die Stabilisierung der Energiepreise (auf hohem Niveau);
- 2) die kontinuierliche Verbesserung der Lieferketten, die zur Jahresmitte begonnen hat;
- 3) die hohen Lebensmittelpreise werden 2023 zu einer verstärkten Aussaat und Ernte führen (d. h. ein kurzer landwirtschaftlicher Zyklus);
- 4) stabilere Düngemittelpreise (auch auf hohem Niveau);
- 5) and Europa hat kein Problem mit der Inflation der Arbeitskräfte wie die USA; und
- 6) die Auswirkungen der Zinssätze und des geringeren Wachstums auf die Nachfrage.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir davon ausgehen, dass sich die Inflation bald abschwächen und weltweit bei 2-4 % stabilisieren wird, was wahrscheinlich in den Jahren 2023-2024 der Fall sein wird.



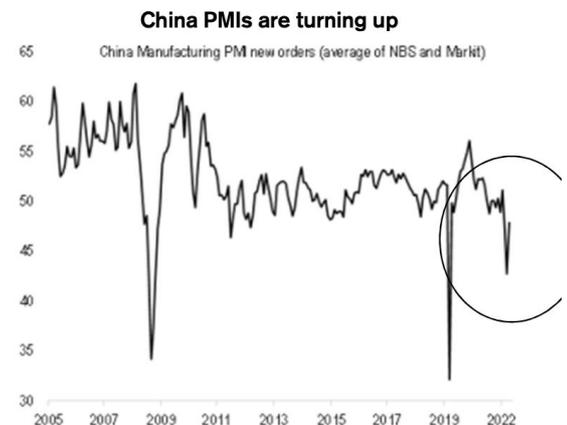
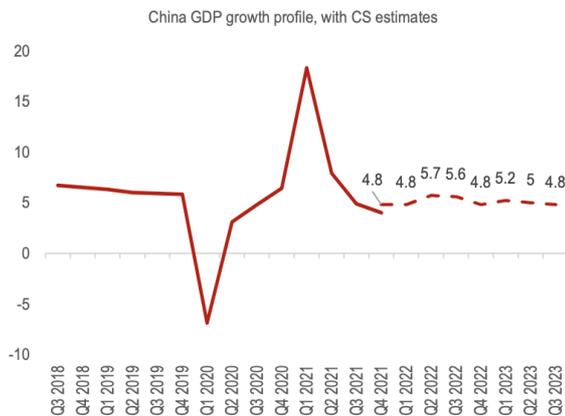
China nimmt Fahrt auf

Der chinesische Konjunkturzyklus nähert sich dem Aufschwung, auch wenn die Covid-19-Lockdowns dies verzögert haben. Die Geldmenge M1 wächst zweistellig (+10-11 % im Juni), und eine Vielzahl wirtschaftspolitischer Massnahmen soll eine Erholung herbeiführen. Es stimmt, dass es immer noch zu Covid-bedingten Lockdowns kommt und dass der Immobilienzyklus Zeit und öffentliche Unterstützung benötigt, um sich zu erholen, was alles bedeutet, dass die chinesische Erholung Geduld erfordert.

Es ist schwer, den chinesischen Immobilienzyklus wirklich zu verstehen, denn das Land ist riesig, die reale Erschwinglichkeit ist schwer zu berechnen und die Behörden haben mehrfach eingegriffen, um den Zyklus zu beschleunigen oder zu bremsen. **In den letzten Jahrzehnten haben wir jedoch gelernt, dass die Regierung in der Lage war, den Zyklus fast perfekt zu kontrollieren.** Die einzige Ausnahme sind vielleicht die zu hohen Preise in TIER1-Städten.

Der **niedrige Bestand an zum Verkauf stehenden Häusern in China** ist sehr beruhigend, da dies eine schnellere Erholung des Sektors begünstigt. Zwar gibt es Bauunternehmen mit Schuldenproblemen und Verzögerungen bei der Fertigstellung/Lieferung, doch für eine Stabilisierung des Sektors ohne Lagerbestände (und die gesamte damit verbundene Finanzierungs- und Zulieferer-/Finanzierungskette) sind lediglich öffentliche Unterstützung und eine gewisse Erholung der Nachfrage erforderlich.

Wir neigen zu der Annahme, dass China eine Krise wie die der USA oder Spaniens im Jahr 2008 (GFC) erleben könnte, aber diese Krisen sind nicht vergleichbar. Es gibt weder eine Blase bei den Mengen, noch bei den Lagerbeständen, noch bei den Bedingungen und/oder Finanzinstituten... die Preise sind hoch (wie auch in der Schweiz) und die Nachfrage ist schwach, während man auf bessere Zeiten wartet. **Wir glauben, dass China seine Probleme in den Griff bekommen kann, wobei das Risiko eher in einer verzögerten Erholung als in einem Zusammenbruch wie im Jahr 2008 besteht.**



Energie- und Rohstoffpreise weiterhin hoch

Was die Energiepreise betrifft, so bleiben wir bei unserer Ansicht, dass sie in den kommenden Jahren und möglicherweise auch mittel- bis langfristig aufgrund von vier Hauptfaktoren hoch bleiben werden:

- 1) Der Mangel an Investitionen seit 2013 in einem Sektor, in dem es ein Jahrzehnt dauert, neue Kapazitäten zu schaffen.
- 2) Die **Energiewende**, die einen starken Anstieg der Nachfrage nach einigen Rohstoffen, vor allem nach Metallen für die Elektrifizierung der Weltwirtschaft, mit sich bringt und gleichzeitig von Investitionen in fossile Brennstoffe abhält.
- 3) Die zunehmend dominierenden **ESG-Kriterien**, die die erforderlichen Investitionen in fossile Brennstoffe verhindern und viele Bergbauprojekte behindern.
- 4) Die **Invasion in der Ukraine** und ihre Auswirkungen auf fossile Brennstoffe und Rohstoffe.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir nach unseren Schätzungen in den kommenden Monaten, etwa 2022 und 2023, eine wirtschaftliche Abschwächung erleben werden, aus der China als erstes hervorgehen wird, gefolgt von den USA. Wie immer ist dies eine statische Prognose in einer sehr dynamischen Welt, in der sich die Dinge schnell ändern.

Für unsere SIA-Fonds ändert sich jedoch nichts: Unsere beiden Fonds haben Qualität und einen fundamentalen Wert, und wir werden die niedrigen Preise nutzen, um unsere künftigen Erträge zu steigern. Wir sind überzeugt, dass wir jede Rezession ohne grössere dauerhafte Verluste überstehen werden.

Per 06.30.2022 stand der LTIF Classic bei EUR 530 p.a., +7% ytd. Mitte-August war er bei EUR 565, +15% ytd.

Der LTIF Classic verzeichnete in der ersten Hälfte des Jahres 2022 eine positive Performance von +7% und lag damit deutlich vor den meisten Indizes. Der MSCI World Index (EUR) lag im Juni bei -14%, der US SPX (\$) Index bei -21%, der europäische SXXP (EUR) Index bei -17% und der Emerging Markets (\$) Index bei -19%. Auch wenn es nicht fair ist, die Indizes in verschiedenen Währungen zu betrachten, so gibt dies doch Aufschluss darüber, wie sich der Markt für den lokalen Anleger (der am repräsentativsten ist) entwickelt. Das Fazit lautet, dass wir mit der Performance des Classic in einer für die meisten Märkte sehr schwierigen Zeit zufrieden sind.

Industriewerte waren der beste Sektor des Classic aufgrund eines starken Exposures in den Bereichen Verteidigung und Luft- und Raumfahrt, gefolgt von Lachs, der nach den Rekordpreisen für Lachs eine

positive Performance verzeichnete, und *Energie* (Öl und Gas). Alle drei Sektoren lagen in der ersten Jahreshälfte über +20%. Die besten Aktien waren Thales, Raytheon, Coca-Cola, Grieg Seafood und die Ölgesellschaften (hauptsächlich Suncor, Hess, Cenovus, EOG und ConocoPhillips).

Auf der negativen Seite waren die Sektoren *Technologie*, *Infrastruktur/Zement* und *Bergbau* mit einem durchschnittlichen Rückgang von 20 % die schlechtesten Sektoren des Classic. Bei den Aktien sind die starken Rückgänge bei Pandora, ASML und Hudbay Minerals hervorzuheben.

Bei Redaktionsschluss dieses Newsletters ist die Classic-Aktie auf 565 EUR p.a. gestiegen, was einem Anstieg von 15 % im Jahresverlauf entspricht, der die meisten Indizes übertrifft und im Einklang mit unserem Ziel steht, das Jahr 2022 mit einem Kurs von rund 575 EUR pro Aktie abzuschliessen.

Wenn wir eines Tages das angestrebte Niveau genau treffen, müssen wir vielleicht in den Handel einsteigen, denn, wie Graham sagte, ist **die kurze Frist eine Wahlmaschine... und nur die lange Frist ist eine Waage.**

Der aktuelle IRR vom Classic liegt bei 15%. Intrinsic value (IV): EUR 852 p.a. 60% Potential nach oben

Wir sind überrascht, wie stark der intrinsic Value von Classic in den letzten Jahren gestiegen ist. Der aktualisierte IV liegt bei 852 EUR pro Aktie, mit einem IRR von fast 15 %, also deutlich über dem Niveau von 2020. Wie kann der IV so stark ansteigen, wenn der Classic seine Positionen nicht allzu sehr rotieren lässt? Die Antwort ist einfach, oder vielleicht auch nicht.

Bei starken Korrekturen, wie 2020 und 2022, neigen wir dazu, teurere Titel zu verkaufen und stark gefallene Titel zu kaufen (in der Regel defensive Titel gegenüber zyklischen Titeln), was sich positiv auf den IV des Fonds auswirkt. Unsere Strategie, den Fonds in Risikokategorien zu unterteilen, zahlt sich in diesen unsicheren Zeiten aus.

Die Mathematik ist offensichtlich klar, aber mit einem wichtigen Vorbehalt: Sie dürfen keine grossen Fehler machen (oder sie minimieren, natürlich). Die Durchschnittsberechnung funktioniert nur, wenn Sie die richtigen Unternehmen haben... *ein kleines operatives Detail, wie wir zu sagen pflegen.*

In der Vergangenheit wurde der LTIF Classic mit einem IRR zwischen 12 % und 17 % gehandelt, und mit 15 % befindet er sich somit auf der "billigen" Seite seiner Erfolgsbilanz (20 Jahre). Wenn wir keine grösseren Fehler machen, wird der erwartete IRR nach Gebühren in Zukunft bei 13-14 % liegen, was einer Verdoppelung der Investition in etwas mehr als 5 Jahren entspricht. Werden wir im Jahr 2027/28 einen NAV von über 1000 EUR p.a. erreichen? Aufgrund der magischen Kombination aus Zinseszins und Langfristigkeit sind wir davon überzeugt, dass wir es schaffen werden.

Der LTIF Classic. Kapitalerhalt und ansprechende Rendite

Wie in den meisten unserer Newslettern listen wir die 10 besten Unternehmen des Classic auf, die etwa 50 % der Investitionen ausmachen. Es handelt sich um Qualitätsunternehmen mit guten Unternehmensleitungen und soliden Bilanzen, die alle mit einem grossen Discount gehandelt werden. Diesmal möchten wir jedoch ein unvorhergesehenes Merkmal hervorheben, das sich in einigen dieser Unternehmen verbirgt: Probleme (und die darauf folgenden Umstrukturierungsgeschichten).

Es ist nichts, wonach wir proaktiv gesucht haben, aber von diesen 10 Unternehmen haben 5 Probleme oder scheinen welche zu haben: Grifols, ISS, Sodexo, Unilever und Reckitt haben mit verschiedenen Herausforderungen zu kämpfen und führen Umstrukturierungsprozesse durch. Natürlich sind wir der Meinung, dass diese Probleme eher kurzfristig und nicht strukturell sind und dass diese Unternehmen in relativ kurzer Zeit über den Berg sein werden.

Das Exposure des Classic ist nicht neu, und es zeigt, wie Value-Investoren wie wir trotz einer vernünftigen strategischen Analyse in Unternehmen investieren, die der Markt hasst. **Markthass/-angst, Volatilität und vielleicht eine Dosis zusätzliches Risiko in den Augen des Marktes sind die Punkte, die man ertragen muss, um den Markt zu schlagen.**

Wie immer sind die **Top 10 Unternehmen ein Beweis für die starke Diversifizierung des Fonds:** In diesen 10 Unternehmen sind Energie, Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Blutplasma, Reinigung, Konsumgüter, Pharmazeutika, Zement, Banken und Unternehmensverpflegung vertreten. Beachten Sie, dass der einzige Konzentrationsfaktor im Classic hier nicht sichtbar ist: Energie/Öl ist mit 15-20 % des Fonds nach wie vor das grösste Exposure des Fonds.

LTIF Classic Top10 Holdings

Thales SA	5,9%
Cenovus Energy Inc.	5,6%
Compass Group plc.	4,9%
Grifols SA	4,7%
ISS A/S	4,7%
ING Groep NV	4,6%
Sodexo	4,5%
Unilever	4,4%
Heidelberg Cement AG	4,2%
Reckitt Beckinser	4,1%
TOTAL	47,7%

Investment Case des Quartals: Cenovus

Cenovus ist eines der grössten Unternehmen in unseren beiden Fonds, Classic und Natural Resources. Es handelt sich um eine kanadische Ölgesellschaft, die führend im Bereich Ölsand ist und mit einem investierten Kapital von 34 Mrd. \$ recht gross ist. Wir halten das Unternehmen aus den folgenden Gründen für eine hervorragende Investition:

Hochwertige Vermögenswerte

Cenovus verfügt über erstklassige Vermögenswerte und Reserven (TIER1), hauptsächlich in Kanada, mit über 50 Jahren nachgewiesenen und wahrscheinlichen (2P) Reserven (8,4 Milliarden Barrel) und einer Produktionskapazität von 800'000 b/d, die sich auf 600'000 b/d Ölsand, 125'000 b/d konventionelles Öl und 70'000 b/d Offshore-Öl aufteilen.

Die nachgewiesenen Reserven belaufen sich auf 6,1 Milliarden Barrel und machen etwa 5 % der kanadischen Reserven aus. Obwohl die Lebensdauer der 2P-Reserven offiziell 30 Jahre beträgt, liegt sie in Wirklichkeit bei über 50 Jahren, was im Gegensatz zu den meisten Ölgesellschaften steht, die über 2P-Reserven von etwa 10-15 Jahren verfügen.

Die Anlagen von Cenovus weisen zudem einen geringen Rückgang auf (weniger als 10 % gegenüber beispielsweise 30 % bei Schieferöl), was sich positiv auf die Wartungskosten und Ausgaben auswirkt. Cenovus verfügt auch über ein umfangreiches Know-how im Bereich der In-situ-Technologie (Dampfinjektion und Chemikalien), was sich positiv auf die Kosten, die Investitionsausgaben und die Umwelt auswirkt. Schliesslich können die Anlagen von Cenovus in modularen Phasen entwickelt werden, was Flexibilität, Prozessstandardisierung und Effizienzsteigerungen ermöglicht.

Niedrige Kosten und geringere Investitionsausgaben

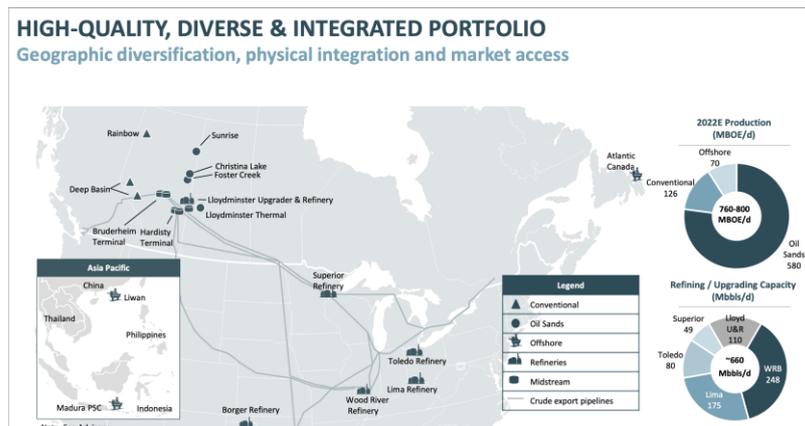
Cenovus hat hart daran gearbeitet, seine Kosten einzudämmen, und nach den jüngsten Zahlen liegen die Betriebskosten auf einem niedrigen Niveau von etwa 11-12 \$ pro Barrel. Die Qualität der Anlagen und das im Laufe der Jahre entwickelte Know-how führen zu einem branchenführenden tiefen SOR (Steam Oil Ratio) von unter 3x.

Ausserdem muss das Unternehmen aufgrund seiner riesigen Reserven nicht so viel in die Exploration und Entwicklung investieren wie herkömmliche Ölgesellschaften; folglich ist der künftige Investitionsbedarf von Cenovus etwas geringer. Cenovus muss kein Öl finden, und die Investitionen werden kleiner, modular und etwas früher getätigt. Denken Sie daran, dass die F&E-Kosten etwa 10-15 \$ pro Barrel betragen.

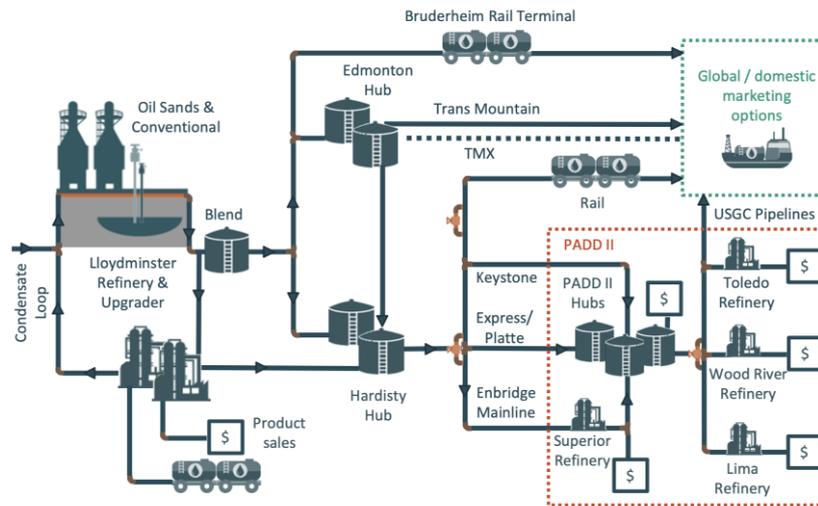
Schliesslich ist noch anzumerken, dass Cenovus weniger als 2 \$ pro Barrel an Unternehmensausgaben hat, was im Branchenvergleich günstig ist und zeigt, dass das Managementteam des Konzerns sehr auf Kosten, Rentabilität und damit auf die Minderheitsaktionäre achtet.

Integration und Vertrieb als Mehrwert

Seit Alex Pourbaix das Ruder bei Cenovus übernommen hat, hat das Unternehmen enorme Anstrengungen unternommen, um das Geschäft **durch vertikale Integration mit grossen Investitionen in Veredelung und Raffinerie** (Husky und Toledo) zu festigen. Heute hat Cenovus sein Ziel erreicht, ein integriertes Ölundertnehmen mit einer Veredelungs- und Raffineriekapazität von 660'000 b/d zu werden.



Das Unternehmen hat auch grosse Anstrengungen im Bereich Vertrieb unternommen und verfügt über Raffinerien, Pipelines und Lagerhäuser in verschiedenen Märkten, einschliesslich des Schienentransports von Kanada und die USA. Dadurch hat Cenovus Zugang zur Ost- und Westküste Kanadas und der USA, so dass es im Falle eines Überangebots oder von Engpässen in irgendeinem Teil der Versorgungskette über genügend Flexibilität verfügt, um die Märkte zu wechseln und sogar Preisunterschiede auszugleichen.



Auf das Beste hoffen und auf das Schlimmste vorbereitet sein

Uns gefällt sehr gut, wie das Managementteam von Cenovus das Unternehmen auf schwierige Zeiten vorbereitet. Angefangen bei der Planung auf der Grundlage niedriger Ölpreise (45 \$ WTI), fast an den Grenzkosten der Kurve, gefolgt von einem ehrgeizigen Kosteneinsparungs- und Optimierungsplan, der 2020-22 umgesetzt wird, und schliesslich der Unternehmenskultur, die sich auf die Stärkung des Geschäfts und seiner Rentabilität konzentriert, anstatt nach Wachstumsmöglichkeiten zu suchen.

Öl ist ein zyklisches Geschäft mit langen Laufzeiten, in dem es aufgrund des enormen Kapitaleinsatzes bei jedem Projekt leicht ist, Fehler zu machen. Die Markteintrittsbarrieren sind nicht enorm, auch wenn es schwierig ist, eine Grössenordnung zu schaffen, aber die Austrittsbarrieren sind sehr hoch, was bedeutet, dass die Anpassung des Angebots bei Überkapazitäten viele Jahre dauert. **In langen Zyklen sind hochwertige Anlagen, niedrige Kosten, Integration und eine gesunde Bilanz von entscheidender Bedeutung, denn sonst könnte die nächste Krise das Unternehmen überraschen.** Cenovus hat in dieser Hinsicht hart gearbeitet und ist heute ein viel widerstandsfähigeres Unternehmen als noch vor einigen Jahren.

Cenovus hat auch einige Akquisitionen in der Talsohle des Zyklus getätigt (vor allem Beteiligungen an Cristina Lake und Foster Creek, dem Ölonternehmen Husky und einem Teil der Toledo-Raffinerie), was die Fähigkeit zeigt, sich auf die Schaffung von Werten zu konzentrieren, da es für den Sektor normal ist, zu kaufen, wenn die Dinge gut laufen, und nicht umgekehrt, wenn Werte geschaffen werden.

Gute Bilanz und Kapitalverteilung

Wie wir bereits erwähnt haben, muss die Bilanz eines Ölonternehmens gesund sein, um die langfristige angebotsseitige Zyklichkeit des Sektors zu bewältigen. In den letzten Jahren hat Cenovus erhebliche Anstrengungen unternommen, um dies zu erreichen. Die Prognose für die Nettoverschuldung für 2022E liegt bei etwa 4 Milliarden USD gegenüber einem erwarteten EBITDA von 22 Milliarden USD, wobei die durchschnittliche Laufzeit der Schulden im Laufe der Zeit sehr komfortabel und gut strukturiert ist.

Im Einklang mit der Branche hat sich Cenovus zu einer weitaus aktionärsfreundlicheren Allokation der zukünftigen freien Mittel ausgesprochen und sich verpflichtet, 100 % des FCF durch Dividenden und Aktienrückkäufe auszuschütten, sobald die Nettoverschuldung auf ein normalisiertes Niveau gesunken ist. Finanzielle Disziplin und aktionärsfreundliche

Kapitalallokation sind zwei Themen, die erneut die Qualität des Managementteams des Unternehmens unter Beweis stellen.

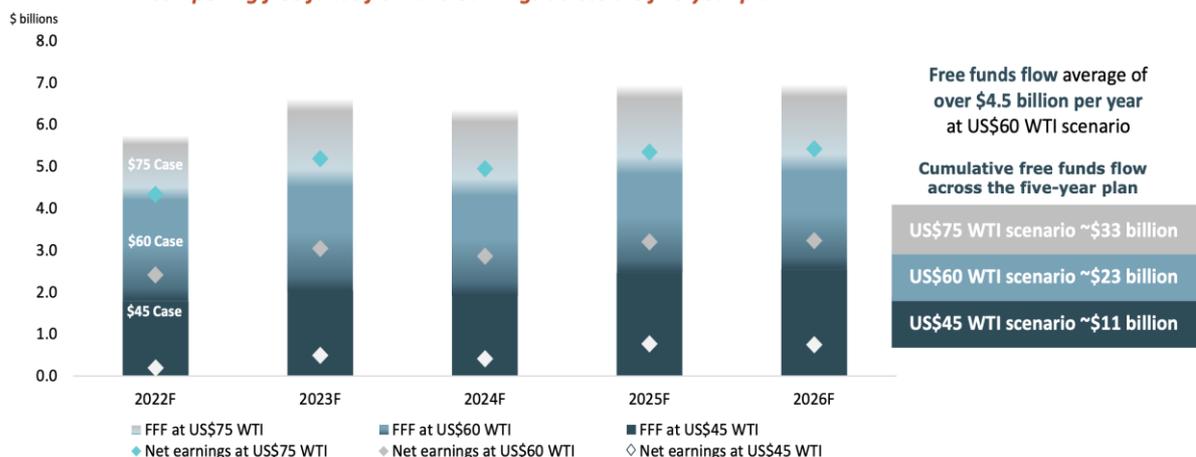
Warum ist Cenovus ein gutes Unternehmen?

- Gute Vermögenswerte und langlebige Reserven in einem Sektor, in dem die Exploration immer schwieriger und kostspieliger wird.
- Gutes Management, das sich auf die Rentabilität konzentriert und sich an seinen Aktionären orientiert.
- Kultur: Die finanziellen Ziele sind auf Kosten/Renditen und die Maximierung des Shareholder Value ausgerichtet.
- Widerstandsfähigkeit: Das integrierte Low-Cost-Modell, die Flexibilität und die starke Bilanz des Unternehmens bedeuten, dass es Krisen überstehen kann.
- Wachstumspotenzial: Aufgrund der höheren Ölpreise kann CVE sein Wachstum leicht auf einen mittleren einstelligen Wert beschleunigen.
- Gute Margen und Renditen: Bei einem Ölpreis von 80 \$ pro Barrel erzielt das Unternehmen eine Kapitalrendite von 10-12 %. Das Unternehmen muss derzeit nicht nach Öl suchen.
- Solide Bilanz, was in dieser Branche mit ihren zyklischen Schwankungen und starken Abschwüngen eine Notwendigkeit ist.
- Klarer Plan für Nachhaltigkeit und Null-Emissionen bis 2050.

Warum ist Cenovus ein gutes Investment?

- Die CVE-Aktie liegt immer noch weit unter dem Niveau von 35-40 CAD aus den Jahren 2011-2013. Sie wird bei 22-23 CAD gehandelt.
 - CVE wird mit einem Unternehmenswert von 1,0x des investierten Kapitals gehandelt und liegt damit unter dem historischen Mittelwert von 1,4x (historische Spanne: 0,5x-2,5x). Wird mit dem 1,25-fachen des Buchwerts gegenüber dem historischen Median von 1,5x gehandelt (Spanne: 0,5x-2,5x).
 - Free Cash Flow von 6,5 Mrd. \$ im Jahr 2022E gegenüber einer Marktkapitalisierung von 42 Mrd. \$. 15% Free Cash Flow Rendite
 - IRR von 14-15% und IV von CAD35-40 pro Aktie
- In unserem Ölpreisszenario dürfte CVE bis zum Ende des Jahrzehnts eine hervorragende Investition sein.

Compelling free funds flow and earnings across the five-year plan



Nicht zuletzt arbeitet Cenovus (und die gesamte Ölsandindustrie in Alberta) hart daran, ihr Ziel der Null-Emission bis 2050 zu beschleunigen. Die dafür erforderlichen Investitionen werden beträchtlich sein, unterscheiden sich aber nicht wesentlich vom Rest des Sektors, so dass die für diesen Übergang erforderlichen Kosten und Investitionen langfristig auf den endgültigen Ölpreis umgewälzt werden (alle Projekte müssen diese Kosten bereits einkalkulieren und auf den für die Durchführung des Projekts erforderlichen Ölpreis umwälzen).

Am wichtigsten sind vielleicht die CCS-Systeme, die sich für die kanadischen Ölsande auf 100 Milliarden Dollar belaufen könnten, und dass Cenovus der Arbeitsgruppe beigetreten ist, die zusammen mit der Regierung diese Systeme entwickeln wird.

Applying and advancing technologies to reduce absolute emissions



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 Halbjahr 2022 mit einem Plus von +4% auf 125 € pro Anteil (wobei unsere Investitionen in Russland mit Null bewertet wurden). Als Zusammenfassung des ersten Halbjahres möchten wir die **gute Performance der Öl- und Gasunternehmen** (und der fossilen Brennstoffe im Allgemeinen) sowie der **Unternehmen der Agrar- und Ernährungswirtschaft** hervorheben, im Gegensatz zur **enttäuschenden Performance der Bergbau- und Infrastrukturunternehmen**, die mehr mit der Rezession und der Kosteninflation als mit den mittel- und langfristigen Aussichten zu kämpfen haben

Der Energieanteil des LTIF NR, der zwischen 45 und 50 % des Fondsgewichts schwankt, verzeichnete ein hervorragendes Halbjahr mit einem durchschnittlichen Anstieg von 45 %, gefolgt von der Agrar- und Ernährungswirtschaft mit 15 %. Auf der negativen Seite fielen, wie bereits erwähnt, Bergbauunternehmen (30 % des Fonds) um 8 % (-11 %, wenn wir Russland einbeziehen), während Infrastrukturwerte (12 % des Fonds) um 20 % fielen.

Die folgenden Unternehmen werden für ihre Outperformance hervorgehoben: Suncor, Occidental, Hess, Cenovus, TGS, Grieg Seafood, Norway Royal Salmon. Negativ hervorzuheben ist die enttäuschende Performance von Kazatomprom, Hudbay Minerals, Metso Outotec, Heidelberg Cement und Vidrala sowie der drei russischen Unternehmen, die wir mit Null bewertet haben (Gazprom, Surgutneftegas und Norilsk Nickel).

Bis Mitte August hat sich der Fonds deutlich erholt und notiert bei 139 EUR pro Anteil mit einer Bewertung von 14% (+22% bereinigt um Russland, wo wir zuversichtlich sind, zumindest einen Teil der Investition zurückzugewinnen).

Der LTIF Natural Resources handelt aktuell mit einem IRR von 14,5%, wenn wir alle Positionen mit dem Mid Cycle-Konzept bewerten. Dies entspricht einem inneren Wert von 210 EUR pro Anteil

Dank der gestiegenen Volatilität in den letzten Monaten (wir neigen dazu, zu verkaufen, was steigt, und zu kaufen, was fällt) hat der **innere Wert des Fonds einen interessanten Sprung auf 210 EUR pro Anteil gemacht**.

Die starke Volatilität im Jahr 2022 und die geringe Korrelation zwischen den Sektoren/Aktien haben es uns ermöglicht, z. B. Kupferunternehmen günstig zu kaufen, während wir andere Anlagen zu viel höheren Preisen verkauft haben. Es stimmt, dass unser Handel langsam und sehr schrittweise erfolgt, aber der Bergbausektor hat stark korrigiert und es gibt hervorragende Kaufgelegenheiten.

Im aktualisierten intrinsic Value sind unsere drei russischen Beteiligungen nicht enthalten, was uns in Zukunft einige zusätzliche Punkte einbringen dürfte, sobald sich der Staub gelegt hat. Bedenken Sie, dass die Bewertungen der Unternehmen im Fonds auf mittelfristigen Annahmen beruhen, die äusserst konservativ sind. **Würden wir die Spitzenbewertungen (im Vergleich zur Mitte des Zyklus) von Rohstoffen zugrunde legen, wäre es für uns ein Leichtes, einen inneren Wert von 300 EUR pro Anteil anzunehmen. Unserer Meinung nach werden wir diesen Wert in einigen Jahren auch erreichen, da wir davon überzeugt sind, dass wir gerade in einen langfristigen Aufschwung eingetreten sind, der gerade erst begonnen hat.**

Brent ist unter 100 \$ pro Barrel gefallen (45 % des LTIF NR sind in Energie, Öl und Gas investiert)

Brent erreichte im März nach der russischen Invasion in der Ukraine ein Niveau zwischen 130 und 140 \$ und begann dann einen Abwärtstrend auf Werte unter 100 \$. Zwei Faktoren haben das Ölangebot kurzfristig gestärkt: 1) nach Bidens Besuch hat Saudi-Arabien seine Exporte um 1 Mio. b/d erhöht; 2) die Verkäufe aus den strategischen Reserven mehrerer Länder (insbesondere der USA) belaufen sich auf

über 1 Mio. b/d. Diese 2 Mio. b/d haben es ermöglicht, das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage etwas zu normalisieren, was für alle eine gute Nachricht ist.

Grossartig! Alles geregelt, ja? Nun, vielleicht nicht so ganz. Der Verkauf strategischer Reserven läuft im Oktober aus, und diese müssen irgendwann wieder aufgefüllt werden, während Saudi-Arabien nahezu mit voller Kapazität produziert, wobei die IEA angibt, dass die weltweiten Kapazitätsreserven auf 2 Mio. b/d gesunken sind. Ein historischer Tiefstand im Vergleich zu einem Nachfragevolumen von etwa 100 Mio. b/d (2 %).

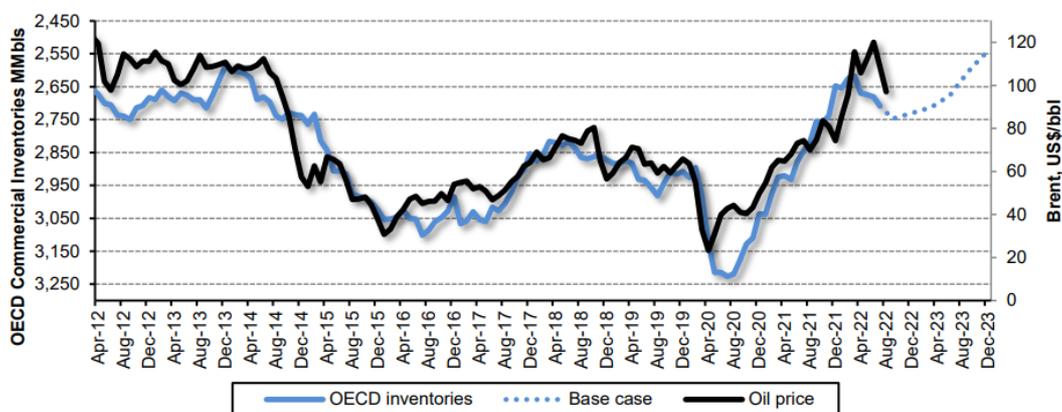
Das wirklich wichtige Ereignis des Jahres 2022 ist die russische Invasion, die langfristige Auswirkungen auf die russische Ölförderkapazität haben wird, da die meisten anderen Variablen wie erwartet verlaufen. Rückgänge, fehlende Kapazitätsreserven, mangelnde Investitionen, die Energiewende und die Auswirkungen von ESG auf neue Investitionen bedeuten, dass der Sektor unweigerlich auf einen langen Hochpreiszyklus zusteuert.

100 \$ pro Barrel sollten ausreichen, um in diesem Sektor Geschäfte zu machen, aber wer wagt es, einem Vorstand ein Ölprojekt vorzuschlagen? In Anbetracht der Tatsache, dass die meisten Ölprojekte langfristig angelegt sind (15 Jahre und mehr), Milliarden kosten, die Ölnachfrage in etwa zehn Jahren ihren Höhepunkt erreichen wird, die Nachhaltigkeit eine grosse Herausforderung darstellt usw., reichen 100 \$ vielleicht nicht mehr aus, um Anreize zu schaffen. Wir brauchen möglicherweise höhere Preise, Stabilität und Zeit, um neue ESG-freundliche Ölprojekte zu entwickeln, und da es keinen Spielraum gibt (die Industrie ist voll ausgelastet), treten wir in ein Szenario anhaltend hoher Preise mit grossen Ausschlägen ein, wenn in den ölproduzierenden Ländern, die anfällig für viele Herausforderungen sind, Probleme auftreten.

Die folgende Grafik spiegelt wider, was wir in den Jahren 2022 und 2023 erwarten sollten. Die Vorräte sind etwas angestiegen, so dass die Preise dank der USA (strategische Reserven) und Saudi-Arabien (zusätzliche Anstrengungen) sinken konnten, aber beides ist auf lange Sicht nicht nachhaltig. Das Angebot bleibt begrenzt (Rückgang, fehlende Investitionen seit 2013, keine Kapazitätsreserven, Russland, zu geringe Investitionen aus Angst vor Nachfragespitzen und ESG), und die Nachfrage wird sich auch bei einer Konjunkturabschwächung weiter erholen (Flugzeugtreibstoff liegt immer noch 2 Mio. b/d unter 2019). Dies bedeutet einen unterversorgten Markt und somit geringere Lagerbestände.

Wir rechnen mit hohen Preisen, und wenn die Welt weiterhin zu wenig investiert, könnte die Situation in Zukunft noch viel dramatischer werden. Hoffen wir, dass dies nicht eintritt.

EXHIBIT 5: Current spot prices reflect current inventory levels. We expect oil prices will stay within the \$90 range in 2022 based on current oil inventory projections



Kupfer: Lektionen von Atalaya Mining (und den meisten Bergbauunternehmen)

Atalaya Mining veröffentlichte sehr schwache Ergebnisse für das zweite Quartal 22, was auf zwei Hauptgründe zurückzuführen ist: die starke Kosteninflation (Strom, Diesel, Sprengstoff, Material usw.) und der Rückgang der Kupferpreise von 4,5 \$/Lb. auf 3,5 \$/Lb.

Wir fragten CEO Alberto Lavandeira, wie hoch die Kupferpreise sein müssten, um heute ein neues Kupferprojekt zu starten. Er antwortete, dass bei einem Preis von 3,5 \$/Lb (aktueller Spotpreis und Anreiz für einen Konsens) fast kein Projekt weltweit rentabel ist, ausser im Kongo und einigen bestehenden TIER1-Lagerstätten. Und das war noch nicht alles: **Er sagte auch, dass nach seinen Berechnungen der Anreizpreis für neue Minen bei mindestens 5 \$/Lb liegt.**

Unserer Meinung nach gibt es zwei sehr wichtige Probleme. Das erste ist die regulatorische/steuerliche Instabilität und die Genehmigungsprobleme in vielen Ländern (wie Peru, Chile, Indonesien, Sambia, Kongo usw., aber auch in den USA, Kanada, Spanien, Grossbritannien usw.). Das zweite Problem ist die starke Inflation bei den Investitions- und Betriebskosten sowie die immer strengeren Umweltauflagen.

In Wirklichkeit gibt es nur bis 2024/2025 ausgewiesene Kupferprojekte auf der grünen Wiese, aber danach klappt eine erhebliche Lücke bei neuen Projekten. Selbst Atalaya hat Probleme, die Genehmigung für das Touro-Projekt in Spanien zu erhalten. Wie sollen wir die Energiewende ohne das wichtigste Metall, das für die Elektrifizierung benötigt wird, schaffen? Die Kupferpreise müssen stark ansteigen und viele Jahre lang hoch bleiben, um Anreize für die Versorgung zu schaffen, denn das ist die einzige Lösung des Problems.

Die Lachpreise haben etwas korrigiert, bleiben aber mit 75 NOK/kg (10 % des LTIF NR) hoch

Wir waren in Bergen auf der wichtigsten Lachskonferenz in Norwegen und haben unsere Schätzungen überprüft. Das Bild hat sich nicht wesentlich geändert: **gutes Produkt, steigende Nachfrage (7-8 % pro Jahr bei gleichbleibenden Preisen) und begrenztes Angebot.** Theoretisch bieten hohe Preise Anreize für ein neues Angebot, aber es gibt keine Möglichkeit, ein neues Angebot in grossem Umfang zu schaffen.

Abgesehen von neuen Lizenzen und Post-Smolt-Strategien (2-4 % Angebotssteigerung) gibt es nur zwei Möglichkeiten, das Angebot zu erhöhen: Offshore-Farmen (langfristig, sehr geringe Mengen in den nächsten 5 Jahren) und Onshore-Farmen, die unserer bescheidenen Meinung nach bei den derzeitigen Kosten nicht rentabel sind und auch in den nächsten Jahren keine nennenswerten Mengen produzieren werden.

Der Sektor sieht also mittelfristig sehr attraktiv aus, so dass wir in Abhängigkeit von den Bewertungen weiterhin in ihm investiert bleiben werden. Es gibt nichts wirklich Neues zu berichten, was eine gute Nachricht ist.

Der Bereich Infrastruktur (15 % des LTIF NR) hat einen langfristigen Aufschwung eingeleitet, und wir werden weiterhin ein Exposure anstreben

Derzeit gibt es im Infrastrukturbereich drei Themen: Kabel, Zement und Bergbauausrüstungen und -dienstleistungen. Die Performance im ersten Halbjahr war negativ für Zement (Rezession und Kosten) und Bergbau (Rezession), aber positiv für Kabel (Prysmian und Nexans heben Prognosen an).

Auch hier gibt es nichts Neues: Buzzi und Heidelberg werden aufgrund von Rezessionsängsten mit hohen Abschlägen gehandelt, so dass wir weiterhin geduldig kaufen. Die Kabelunternehmen haben ausserordentliche Auftragseingänge und Auftragsbestände und werden in den nächsten Jahren erheblich wachsen.

Es ist nicht Inflation und/oder Rezession.... Es ist die Energie!

Die Anleger haben sich im Frühjahr und Sommer Sorgen über das Zwillingsproblem von Inflation und Rezession gemacht. Diese Sorge ist berechtigt, denn diese wirtschaftlichen Phänomene wirken sich in der Regel negativ auf die Investitionen aus.

Aber sich über diese Phänomene Gedanken zu machen, ist vielleicht nicht besonders produktiv. Wenn wir nicht wissen, wie stark die Rezession sein wird, wie lange sie andauern wird und wie sie und die Inflation gelöst werden, sollten wir nicht viel für unser Anlageportfolio tun (ganz zu schweigen von der Tatsache, dass sich Rezessionen und Inflation auf verschiedene Anlagen auf sehr unterschiedliche Weise auswirken, die nicht alle leicht vorherzusagen sind).

Es war J. M. Keynes, der berühmt wurde mit den Worten: **"Wirtschaft ist ein schwieriges und technisches Thema, aber niemand glaubt daran"**. Da Covid viele Menschen über Nacht zu Experten in Sachen Virologie gemacht hat, erlaubt die derzeitige Wirtschaftslage vielen Menschen, starke Behauptungen in Bezug auf Rezessionen oder Inflation aufzustellen. Dennoch ist die Inflation ein äusserst komplexes Thema, das sich aus vielen verschiedenen (sogar widersprüchlichen) Quellen speist und das selbst die besten Wirtschaftsexperten nicht ausreichend verstehen können. Sie eignet sich jedoch gut für vereinfachte Erzählungen, in denen der Erzähler in der Regel seine Voreingenommenheit zum Ausdruck bringt.

Viele Menschen, die unser marktwirtschaftliches System ablehnen, argumentieren daher, dass die Inflation darauf zurückzuführen ist, dass gierige Unternehmen ihre Gewinnspannen vergrössern. Dies mag zu dem Vorurteil passen, dass Unternehmen böse sind, aber es erklärt nicht wirklich, warum diese Übeltäter 40 Jahre lang gewartet haben, um ihre bösen Taten zu begehen. Umgekehrt verteufeln Menschen, die eher Kapitalbesitzer sind, die Politik des "leichten Geldes" der Zentralbanken als offensichtliche Quelle der Inflation, ohne jedoch zu erklären, warum diese Kausalität in den letzten 14 Jahren nicht funktioniert hat. Um Milton Friedman umzuformulieren, könnte man sagen, dass *"Inflation immer und überall ein sehr komplexes Phänomen ist"*.

Energie: Fossile Brennstoffe werden für die Energiewende benötigt

Wir wollen nicht noch mehr heisse Luft zu diesem Thema verbreiten und damit (wenn auch nur unwesentlich) zur Abschwächung der Klimaerwärmung beitragen. Aber es gibt einen Bereich, mit dem wir uns gut auskennen und von dem wir glauben, dass er eine sehr wichtige Rolle bei den kommenden Realitäten der Inflation und des Wirtschaftswachstums spielen wird. Energie.

Wir sind uns bewusst, dass wir in jedem Newsletter über dieses Thema schreiben, aber es ist nicht nur äusserst wichtig, sondern seine kritische Situation wird auch noch eine Weile andauern. Seine Bedeutung für die Welt und damit auch für die Anleger kann nicht hoch genug eingeschätzt werden.

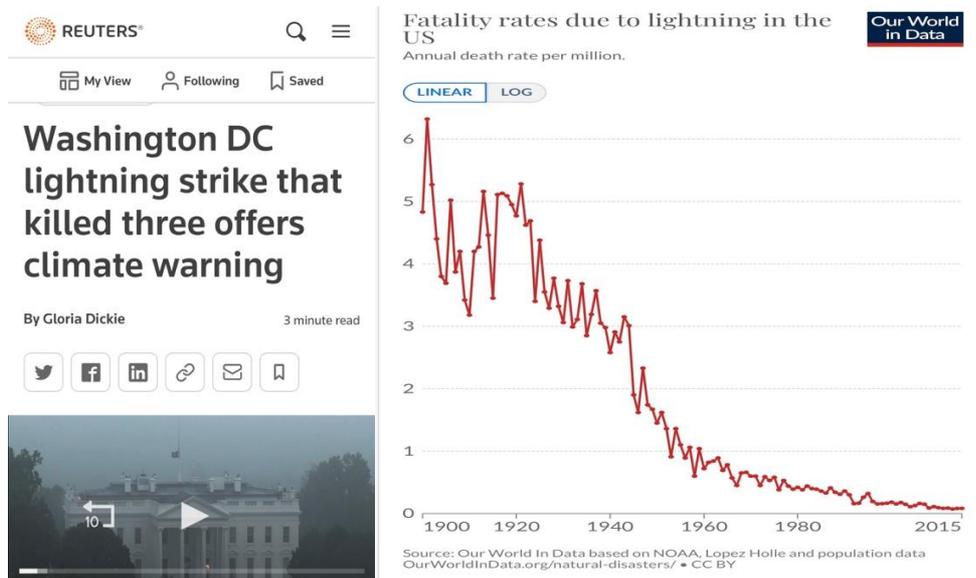
Energieunternehmen machen vielleicht weniger als 10 % des Aktienmarktes aus, aber **ohne reichlich und erschwingliche Energie verlangsamten sich alle anderen wirtschaftlichen Aktivitäten**. Beginnen wir mit dem Grundlegendsten: der Nahrungsmittelproduktion. **Ein ganzes Drittel der Weltbevölkerung existiert, weil fossile Brennstoffe Dünger liefern**. Ohne sie würden, selbst wenn wir die ganze Welt bebauen würden, weniger als 5 Mrd. Menschen überleben. Einige Ökologen scheinen zu glauben, dass diese Zahl mehr als genug ist, aber sie zählen sich und ihre Familien wahrscheinlich nicht zu den 3 Mrd. überschüssigen Menschen.

Aber nicht nur die Düngung ist wichtig: Die Felder müssen mit Maschinen bearbeitet und geerntet werden, und ohne effiziente Transportmittel können die Lebensmittel nicht von dort, wo sie wachsen, in die Städte gebracht werden, wo wir leben. 100 % der von uns konsumierten Lebensmittel werden mit

Fahrzeugen transportiert, die mit fossilen Brennstoffen betrieben werden. Es gibt derzeit keine Alternative, und es wird auch in den nächsten Jahrzehnten keine geben. Wir sollten auch die "sauberen" Bereiche der Wirtschaft berücksichtigen. Wie viele Technologieunternehmen können ohne Rechenzentren arbeiten, die enorme Mengen an Energie verbrauchen? Und wie viel Strom kann ohne Kupfer erzeugt und verteilt werden? Ja, der grösste Kostenfaktor beim Kupferabbau ist Energie. Und so weiter... **Wir sind heute nur deshalb reicher als vor 300 Jahren (und leben übrigens fast doppelt so lange), weil wir Energie im Überfluss und zu erschwinglichen Preisen haben.** Ohne sie gibt es keine Wirtschaftstätigkeit, wie wir sie kennen. Unsere wunderbare technologische Welt funktioniert auf der Grundlage (und nur auf der Grundlage) von reichlich vorhandener und erschwinglicher Energie.

Natürlich wurde darauf hingewiesen, dass bei der Verbrennung fossiler Brennstoffe, die die Grundlage unseres Energiesystems bilden, CO₂ freigesetzt wird. Dies wiederum verstärkt den "Treibhauseffekt" unserer Atmosphäre, wodurch sich die Temperatur des Planeten erhöht. Wir werden uns nicht auf die Debatte darüber einlassen, wie stark die Temperatur tatsächlich ansteigt, wie viel von diesem Anstieg auf den Anstieg des atmosphärischen CO₂ zurückzuführen ist und wie viel von diesem CO₂-Anstieg auf menschliche Aktivitäten zurückzuführen ist. Die Antwort auf die obigen Fragen ist wahrscheinlich etwas, aber weniger, als Sie in den Zeitungen lesen. Wir werden einfach beschreiben, was passiert, was in den nächsten Jahren passieren wird und welche Auswirkungen dies auf Investitionen hat.

[Nachfolgend ein wenig Humor zu diesem sehr ernsten Thema, der aber zeigt, wie die Presse diese Fakten oft darstellt:



Leider ist diese Fehlinformation sehr verbreitet.]

Die Welt steht heute kurz davor, nicht mehr über ausreichende Produktionskapazitäten für die Energie zu verfügen, die sie für ein normales Wirtschaftswachstum benötigt. Das Energiesystem bedarf ständiger Reinvestitionen (Ölfelder gehen zur Neige, Staudämme verschlammten, Kernkraftwerke haben eine begrenzte Lebensdauer), um uns weiterhin die Mittel zur Verfügung zu stellen, mit denen wir die von uns benötigten Waren und Dienstleistungen produzieren können. **Und die Welt hat in den letzten 10 Jahren zu wenig investiert.** Da es sich dabei um langfristige Investitionen handelt, passiert in den ersten Jahren der Unterinvestition nichts, da wir uns auf der Grundlage der vorherigen Investitionen ausruhen können. Aber nach einer Weile holt uns die Realität ein. Und an diesem Punkt befinden wir uns jetzt.

In den vergangenen Zyklen war die Unterinvestition durch die mittelmässige Rentabilität früherer Investitionsbooms motiviert, und dies wird in der Regel einige Jahre später behoben, sobald die Situation erkannt wird (d. h. sobald die Energiepreise steigen). Dieser Prozess braucht Zeit, denn Investitionen brauchen viele Jahre/Jahrzehnte, um aufgebaut zu werden. Aus diesem Grund war die Energiewirtschaft in den letzten 100 Jahren von Boom- und Bust-Zyklen geprägt, hat aber am Ende immer geliefert.

Heute befinden wir uns in dieser typischen Situation, allerdings mit einem Twist. Der typische Boom/Bust entstand durch die übermässigen Investitionen in Schieferöl im Zeitraum 2012-2016, die zu einer Überproduktion von Öl führten. Dieser Überschuss liess die Preise abstürzen und stoppte schliesslich die Neuinvestitionen. Bislang ist dies typisch für die Branche. **Der aktuelle Twist kommt von dem, was als "ESG" bezeichnet wird. Die gefühlte Notwendigkeit, an einem Ersatz für fossile Brennstoffe zu arbeiten, wurde in eine Entscheidung zum Boykott konventioneller Energie umgesetzt, obwohl es noch keinen Ersatz gibt.** Ausserdem schaffen "alternative" Investitionen mehr Probleme als sie lösen.

Erneuerbare Energien brauchen ein Back-up

Um ein krasses Beispiel zu nennen: Deutschland hat in zehn Jahren die unglaubliche Summe von 550 Mrd. € in erneuerbare Energien investiert (zur Erinnerung: ein grosses Kernkraftwerk kostet weniger als 20 Mrd. €). Trotzdem ist es völlig abhängig von importiertem Erdgas und Kohle. Und warum? Weil im Winter der Wind nicht weht und die Sonne nicht scheint. Egal, wie viel Wind- und Solarenergie man in Europa installiert, man braucht immer noch eine volle Energieerzeugungskapazität, wenn diese beiden nicht mehr produzieren.

In Wirklichkeit gibt es in Deutschland derzeit zwei Energiesysteme: das System der erneuerbaren Energien und das traditionelle System, das zum Einsatz kommt, wenn das erste nicht funktioniert. Das Problem entsteht nicht durch dieses System: Ja, es geht um viel Geld, aber Deutschland ist reich und kann es sich leisten, Hunderte von Milliarden in ein System zu stecken, das weniger CO₂-Emissionen ausstösst, wenn es funktioniert. Das Problem ist, dass es nicht in das traditionelle System investiert hat (es hat sogar die Investitionen in die Kernenergie zurückgefahren), was bedeutet, dass zu wenig Energie vorhanden ist, wenn die erneuerbaren Energien nicht ausreichen. Etwas Ähnliches ist in den meisten anderen europäischen Ländern passiert, vor allem im Vereinigten Königreich und in Spanien.

Politiker sind in der Umsetzung (und im Umstieg) verloren, aber wir sehen Verbesserungen

Der Krieg in der Ukraine und die damit verbundenen Sanktionen und Gegensanktionen haben die Situation noch verschlimmert. Aber der Mangel an Investitionen ist eine Realität, die nicht behoben wird, was noch schlimmer ist. In vielen Fällen tun die Politiker genau das Gegenteil von dem, was nötig ist: Energie ist teuer, weil es zu wenig davon gibt. Die Lösung besteht also darin, mehr zu produzieren und weniger zu verbrauchen. Den Politikern fällt es jedoch leichter, die Erzeuger zu verteufeln (Zusatzbesteuerung!) und die Verbraucher zu subventionieren, um das Angebot zu drosseln und die Nachfrage zu fördern.

Es ist schwer vorstellbar, wie sich die Situation dadurch verbessern soll, bevor sie sich noch weiter verschlechtert. Dennoch ändert sich die Mentalität langsam: Kalifornien, der absolute Vorreiter in Sachen "ESG-Bewusstsein", erwägt nun, sein Kernkraftwerk Diablo Canyon im Jahr 2025 nicht zu schliessen, und auch Deutschland denkt über etwas Ähnliches nach. Das Vereinigte Königreich hat Pläne angekündigt, die Abhängigkeit von Öl und Gas zu verringern, und will bis 2050 acht neue Reaktoren bauen... (wir leben im Jahr 2022...) Ähnliche Nachrichten sind überall auf der Welt zu hören und zu lesen. Die IEA sagte sogar, dass die Kernkraftkapazität weltweit verdoppelt werden muss. Jeder, der sich ein wenig auskennt, weiss, dass es ohne Kernkraftwerke nicht genügend Energie gibt, aber es ist trotzdem gut zu sehen, dass die Politiker endlich etwas vernünftiger werden. Aber ein völliger Mentalitätswandel braucht viel Zeit...

All dies hat sehr viel mit Rezession und Inflation zu tun. Wie wir bereits sagten, wollen wir uns nicht an makroökonomischen Argumenten beteiligen, aber eines ist klar: Eine Rezession ist ein Rückgang der Wirtschaftstätigkeit; die Wirtschaftstätigkeit ist direkt von der Verfügbarkeit von Energie abhängig, und die Verfügbarkeit von Energie wird mittelfristig schlecht sein. Die Schlussfolgerungen sind nicht schwer zu ziehen, egal welche makroökonomischen Theorien man vertreten möchte.

Infolgedessen ist mit einer gedämpften Wirtschaftstätigkeit in Europa zu rechnen, das sehr wenig Energie hat, mit einer etwas besseren Situation in den USA und Kanada und mit einer Outperformance energiebezogener Investitionen gegenüber allen anderen. Dies gilt übrigens auch für viele andere Rohstoffe, die einer ähnlichen zyklischen Periode der Unterinvestition unterliegen, die in einigen Fällen (Bergbau) auch durch die zunehmenden ESG-Hindernisse verschärft wird.

**Marcos Hernández
Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team**

August 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: LTIFFCLA LX

LTIF – Classic USD

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

LTIF – Classic CHF

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

LTIF – Classic EUR-D

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

LTIF – Natural Resources EUR

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

LTIF – Natural Resources USD

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

LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTIFFGEC 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