

Newsletter

November 2022

- *Wir sind auf den erwarteten Konjunkturrückgang vorbereitet. Kapital schlagen aus der Angst* 2
- *Der Classic ist bis Mitte November um 14% auf 560 € p.a. gestiegen* 6
- *Investment Case des Quartals. Die Büchse der Pandora ist wieder einmal geöffnet!* 8
- *Tech und Energie haben eine Normalisierungsphase eingeleitet. Dieser Trend dauert in der Regel Jahre* 9
- *LTIF Natural Resources. Starke Jahre 2021 and 2022, mit langem Aufschwung vor sich* 12
- *Rechtliche Hinweise* 16

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

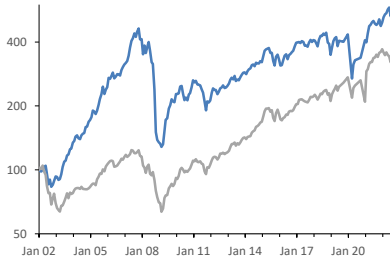
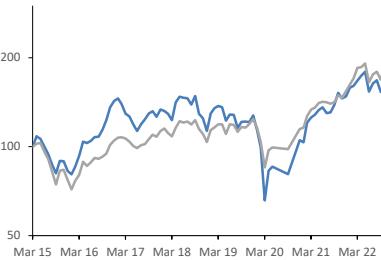


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



«Das Unvermeidliche passiert nie, und das Unerwartete tritt ständig ein.»

J.M. Keynes

Überblick über unsere Fonds

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

October 31, 2022	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	543.79	-3.3%	6.3%	8.5%	79
LTIF Natural Resources [EUR]	137.79	1.6%	9.4%	1.8%	73

Quelle: SIA Group

Wir sind auf den erwarteten Konjunkturrückgang vorbereitet. Kapital schlagen aus der Angst

Unser Portfolio ist so aufgebaut, dass es rezessionssicher ist; daher sind wir nicht übermässig besorgt über die viel beschworene Rezession. Wie unsere Anleger:innen wissen, haben die LTIF Classic-Bestände "Gesicht und Augen", wir kennen sie gut, und alle sind bereit, jedes wirtschaftliche Szenario zu meistern. Wir betrachten uns als langfristige Unternehmer: Wenn die Aktienkurse fallen, kaufen wir nach, denn die Fundamentaldaten der Unternehmen ändern sich nicht allzu sehr, und ihre **langfristigen Cashflows ändern sich während wirtschaftlicher Rezessionen oder Beschleunigungen nicht wesentlich.**

Unsere Strategie der Diversifizierung nach Sektoren, Regionen und Risikokategorien ist eine grosse Hilfe beim Navigieren in turbulenten Gewässern wie den derzeitigen. Die Risikokategorien 1-2 (geringes Risiko/Zyklizität) verfügen über ausgezeichnete Franchisen und sind in der Regel krisenfester als durchschnittliche Kategorien. Im Durchschnitt hält der LTIF Classic die Hälfte seines Vermögens in diesen Kategorien. Da wir jedoch in den Kategorien 3-4 (die am stärksten gefallen sind) viel Wert sehen, haben wir begonnen, diese überzugewichten, um einige Schnäppchen auf dem aktuellen Markt zu nutzen und den inneren Wert und die erwartete Rendite des Fonds zu erhöhen.

Warren Buffett verwendet oft den Satz: "Sei gierig, wenn die Menschen ängstlich sind." Das ist leicht zu verstehen, aber schwer umzusetzen, da man sehr konträr sein muss, um zu kaufen, wenn die Stimmung so negativ ist. Wir haben im September und Oktober dieses Jahres an zwei Konferenzen über Industrieunternehmen und strategische Entscheidungen teilgenommen und könnten danach leicht eine Liste mit 20 Kaufideen auf dem aktuellen Kursniveau erstellen. Das ist nicht normal und bedeutet, dass der Aktienmarkt noch viel Wert hat, und das wollen wir ausnutzen.

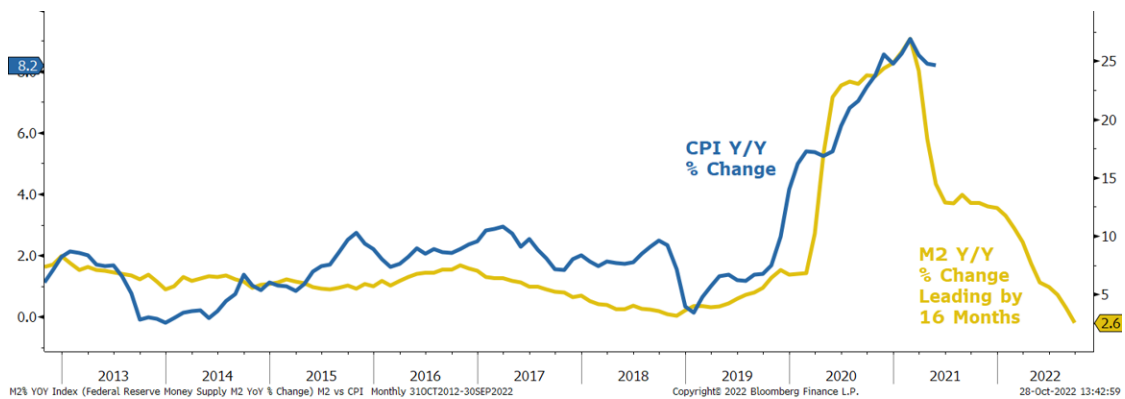
Aus Anlagesicht können Korrekturen und Rezessionen zu grossartigen Anlagechancen werden, da die Angst die zukünftigen Renditen stark erhöht.

Auf dem Weg zu einer Normalisierung von Inflation und Zinssätzen

Der Höhepunkt der Inflation rückt näher, und Europa dürfte ihn im ersten Quartal 2023 erreichen. Danach wird die Inflationsrate bis Ende nächsten Jahres allmählich auf 4-5 % sinken. Wir können (und wollen) nicht genauer sein, weil zu viele Variablen die aktuellen Prognosen beeinflussen könnten: der Krieg in der Ukraine, die Entwicklung von Covid-19 in China, die weltweiten Energiepreise usw.

Abgesehen davon haben sich die wichtigsten Rohstoff- und Energiepreise stabilisiert, die Preise für Logistik und Transport sinken, die Fertigwaren normalisieren sich ebenfalls, während die Dienstleistungen und die Arbeitskosten im nächsten Jahr ihre Anpassung nach oben abschliessen werden, was zu weitaus niedrigeren Inflationszahlen führen wird, auch wenn sie höher sein werden als vor Covid.

Inflation ist ein monetäres Phänomen, das jedoch viele verschiedene Ursachen hat



Quelle: Morgan Stanley

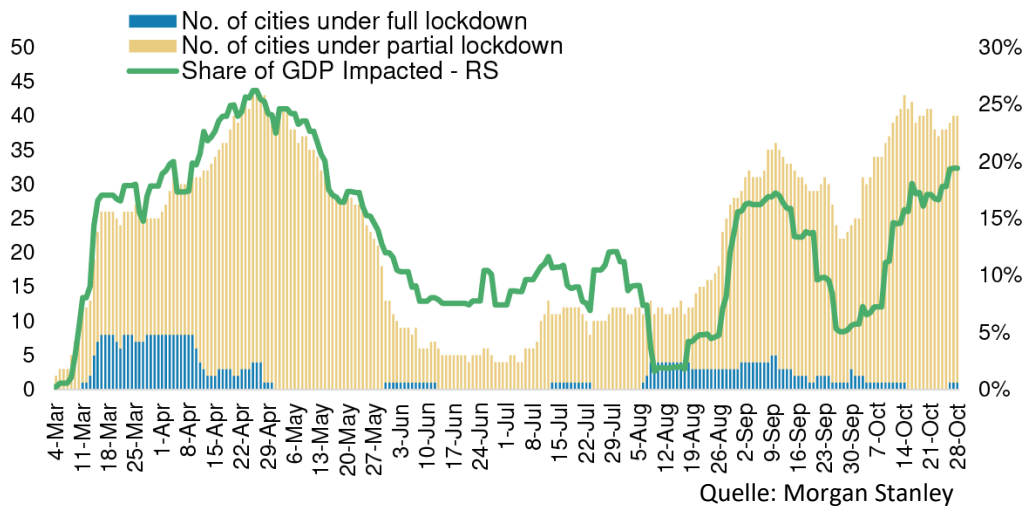
Wir sind der Ansicht, dass sich die beiden Themen, die in den globalen Medien ständig wiederholt werden, nämlich wirtschaftlicher Abschwung und anhaltende Inflation, gegenseitig ausschliessen. Unser Basisszenario bleibt daher eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den kommenden Quartalen und auch eine Verlangsamung der Inflation. **Davor muss man sich nicht fürchten: Es handelt sich um einen sehr typischen Konjunkturzyklus, in dem die Börsenkorrekturen etwa 30 % betragen.** Der amerikanische Aktienmarkt ist in diesem Jahr um 17 % (SPX) und 29 % (Nasdaq) gefallen, was bedeutet, dass ein grosser Teil der Rezession bereits eingepreist ist.

China wird erneut die wirtschaftliche Erholung anführen... mit einiger Verzögerung

Wir haben den Aufschwung der chinesischen Wirtschaft überschätzt, von dem wir annahmen, dass er im Sommer 2022 einsetzen würde. **Dazu kam es nicht, was vor allem auf die Auswirkungen von Covid-19 und den damit verbundenen Lockdowns zurückzuführen ist.** In den letzten Monaten hat China mehr als 900 Massnahmen ergriffen, um die Wirtschaft und den Immobilienzyklus wieder anzukurbeln. Sobald Covid-19 unter Kontrolle ist (nach dem Winter?), wird China wahrscheinlich wieder an der Spitze der weltweiten wirtschaftlichen Erholung stehen.

Wir räumen ein, dass dies noch einige Monate dauern könnte, aber - und das ist wichtig - wir sind überzeugt, dass die chinesische Wirtschaft nicht "zusammenbrechen" wird, wie viele Kommentatoren behaupten. Im Gegenteil, sie wird in den Jahren 2023 und 2024 eine Quelle des Wachstums sein.

Covid-19 ist das Problem der chinesischen Wirtschaft



Erwarten Sie das Unerwartete. Eine Verhandlungslösung für die Invasion in der Ukraine?

Nach eingehender Lektüre ist **unsere Schlussfolgerung zur russischen Invasion in der Ukraine einfach: Kriege werden in der Regel auf dem Schlachtfeld entschieden.** Wir sollten daher nicht mit einer Verhandlungslösung rechnen, solange nicht eine der beiden Seiten wesentliche Fortschritte macht. Und genau hier könnte es ein Problem geben, denn unserer Meinung nach können weder Russland noch die Ukraine diesen Krieg gewinnen. Unser Basisszenario bleibt unverändert: In den kommenden Monaten (Winter) wird es keine dramatischen Veränderungen geben und die Situation bleibt festgefahren.

Unsere Hoffnung basiert auf Keynes' Satz, dass "**das Unvermeidliche nie eintritt und das Unerwartete immer wieder geschieht**". Hoffen wir, dass Keynes wieder einmal Recht haben wird und dass ein Waffenstillstand eher früher als später im Jahr 2023 zustande kommt. Wir glauben nicht, dass wir hier einen wirklichen Beitrag leisten können, auch wenn unsere Überlegungen zum Krieg einen Einfluss darauf haben, warum der Classic derzeit konservativ positioniert ist.

Energiepreise: Higher for longer

Seit dem Ende des Sommers haben sich sowohl die Gas- als auch die Ölpreise für einige Monate stabilisiert, obwohl unsere Prognosen darauf hindeuten, dass dies nur vorübergehend ist. Kurzfristig werden die Gaspreise davon abhängen, wie kalt der Winter wird (und mittelfristig davon, wie sich die Situation zwischen Russland und der Ukraine entwickelt).

Der Ölmarkt ist jedoch nur knapp ausbalanciert, was eher früher als später zu höheren Preisen führen wird. Kurzfristig wirken sich die folgenden Faktoren negativ auf das Angebot aus: 1) das Ende der Verkäufe strategischer Reserven durch die OECD-Länder (rund 1 Mio. Barrel pro Tag), 2) die OPEC senkt die Produktion (bereinigt 1 Mio. Barrel pro Tag), 3) die Daten zur US-Schieferölproduktion liegen unter den Erwartungen, und 4) die russischen Ölsanktionen (vor allem die Transport-, Versicherungs- und Preisbeschränkungen) werden im Dezember in Kraft treten. Hinzu kommt, dass die Nachfrage aufgrund der chinesischen Wirtschaftslage und des nach wie vor verhaltenen Flugverkehrs noch immer etwas gedämpft ist. Der erwartete Nachfragerückgang aufgrund der Konjunkturabschwächung wird wahrscheinlich geringer ausfallen als normal, da die Wirtschaft nach Covid-19 erst langsam wieder aufholt.

Langfristig gibt es jedoch grundsätzliche Probleme: Die seit 2013 rückläufigen Investitionen, Steuern auf unerwartete Gewinne, ESG-Zwänge und die Angst vor dem Höhepunkt der Ölnachfrage (Energiewende) verhindern, dass die Anreizpreise in diesem Sektor normal funktionieren.

Wir finden es erstaunlich, dass die Regierungen in der ganzen Welt das einführen, was die Presse als "Steuern auf unerwartete Gewinne" bezeichnet, ein Schritt, der sehr im Einklang mit der allgemeinen Öffentlichkeit steht. Aber mal ganz im Ernst: Wovon reden wir hier eigentlich? Ist es eine Steuer auf ausserordentliche Gewinne? Auf keinen Fall. Der Ölsektor hat ein Jahrzehnt lang keine anständigen Renditen erwirtschaftet (ergo die niedrigsten Investitionen), aber jetzt, wo sich die Renditen endlich normalisieren, werden sie stark besteuert.

Wie wir später in diesem Newsletter erläutern werden, sollten die Regierungen aufhören, die Produzenten fossiler Brennstoffe zu bestrafen, da die Welt diese mittel- und langfristig immer noch braucht (bis die Energiewende in Gang kommt), und sie sollten auch aufhören, deren Nutzung zu subventionieren (wollen sie nicht, dass die Nachfrage sinkt?). Die Politiker sollten weniger an kurzfristige Wählerstimmen und mehr an langfristige strukturelle Fragen denken (hier finden wir wieder Ähnlichkeiten zu Grahams Wahlmaschine, diesmal auf die Politik übertragen).

In unserem Szenario liegt der Ölpreis bei über 100 \$ und steigt jedes Mal spektakulär an, wenn ein Förderland ein Problem hat. Glücklicherweise sind die meisten Förderländer äusserst stabil.

Der Classic ist bis Mitte November um 14% auf 560 € p.a. gestiegen

Der LTIF Classic verzeichnete bis Mitte November eine positive Performance von +14% und lag damit vor den meisten Indizes. Der MSCI World Index (EUR) liegt im Jahresvergleich bei -10%, der US SPX (US\$) Index bei -17%, der europäische SXXP (EUR) Index bei -11% und der Emerging Markets (US\$) Index bei -24%. Für die meisten Indizes war es ein schwieriges Jahr. Es ist immer sehr positiv, die wichtigsten Börsenindizes kurzfristig zu schlagen, aber das bedeutet nicht viel, da **die Langfristigkeit der einzige repräsentative Zeithorizont für uns ist.** Erlauben Sie mir, Ben Grahams berühmten Satz zu zitieren: **"Kurzfristig ist der Aktienmarkt eine Wahlmaschine; langfristig ist er eine Waage"**. Zur Veranschaulichung schauen Sie sich bitte die jüngste Korrelation zwischen Bitcoin und Schwerkraft an, die wieder einmal klar Graham und seine "Wiegemaschine" bei der Arbeit ist.

Die besten Sektoren des Classic waren Industriewerte (aufgrund ihres starken Engagements in den Bereichen **Verteidigung** und **Luft- und Raumfahrt**), **Dienstleistungen** (Catering und Reinigung) und **Energie** (Öl und Gas), die alle in diesem Jahr bisher eine starke Performance gezeigt haben. Die folgenden Namen sind hervorzuheben: Thales, Raytheon, ISS, Sodexo und Ölgesellschaften (hauptsächlich Suncor, Hess, Cenovus, EOG und ConocoPhillips).

Auf der negativen Seite waren **die schlechtesten Sektoren im Classic Technologie, Gesundheit/Pharma, Zement, Lachs und Bergbau**, die alle zweistellige Rückgänge verzeichneten. Auf der Aktienseite sind die starken Rückgänge von Leroy Seafood, Mowi, Grifols, Pandora, ASML, HeidelbergCement und Hudbay Minerals hervorzuheben.

IRR 15%. Aktualisierter Intrinsic Value € 880 p.s., 60% Aufwärtspotenzial

Wir nutzen weiterhin die diesjährige Marktschwäche, um Aktien günstig zu kaufen, was sich positiv auf den inneren Wert des Classic auswirkt, das jetzt sehr nahe bei 900 € p.a. liegt. Der aktualisierte IRR liegt bei 15 % und damit nahe dem historischen Mittelwert (Spanne 12 %-17 %) und entspricht unserem Ziel von 575 € p.a. für Dezember 2022.

Im Laufe der Zeit fühlen wir uns in Phasen von Korrekturen und/oder Rezessionen immer wohler, denn die Qualität des Portfolios erlaubt es uns, ruhig zu bleiben und unsere eigenen Bestände (oder die auf unserer Beobachtungsliste) mit immer grösseren Abschlägen zu kaufen und so die Angst zu nutzen. **Sollten wir aggressiv in die Kategorien 3 und 4 (höheres Risiko; zyklisches Engagement) wechseln, um die derzeitigen günstigen Marktpreise voll auszunutzen?** Nun, nicht wirklich, denn die globalen Aussichten können sich immer verschlechtern (es gibt immer Risiken durch schwarze Schwäne, mehr in Kriegszeiten). Der Kapitalschutz ist einer unserer strategischen Eckpfeiler, und wir müssen das richtige Gleichgewicht zwischen Risiko und Ertrag wahren. Was wir tun, ist, den Classic langsam in Richtung eines höheren zyklischen Engagements umzuschichten, um die erwartete Rendite des Fonds langfristig zu erhöhen, während wir seine strukturelle Ausrichtung auf hochwertige Werte beibehalten.

Qualität, Diversifizierung und eine erwartete Rendite im mittleren zweistelligen Bereich

Die nachstehende Tabelle zeigt die zehn wichtigsten Positionen des Classic, die fast die Hälfte des Vermögens ausmachen. Wie üblich finden sich mehrere der Fondsmerkmale in diesen zehn Unternehmen wieder: geografische und geschäftliche Diversifizierung, Qualität und Wert (alle haben einen starken Abschlag auf ihren inneren Wert). Kurz gesagt, das ist es, was uns angesichts von Rezessionsängsten sehr gelassen macht: ein Qualitätsportfolio, das zu sehr günstigen Preisen (und hohen Renditeerwartungen) gehandelt wird und in der Lage sein sollte, jegliche wirtschaftlichen Turbulenzen sicher zu überstehen.

LTIF Classic Top10 Holdings

Cenovus Energy Inc.	6,2%
ISS A/S	5,4%
ING Groep NV	5,4%
Sodexo SA	5,1%
Thales SA	4,8%
Suncor Energy Inc.	4,6%
Unilever Plc.	4,2%
Grifols SA	4,2%
Heidelberg Cement AG	4,0%
EOG Resources Inc.	4,0%
TOTAL	47,8%

Investment Case des Quartals. Die Büchse der Pandora ist wieder einmal geöffnet!

Pandora hat es wieder geschafft. **Im Sommer 2021 haben wir von SIA mit unserer Investition in Pandora den Sieg errungen.** Das Unternehmen hatte sich fantastisch erholt und der Aktienkurs erreichte im September 2021 fast 900 DKK.

Ein Jahr später ist Pandora um 50 % auf rund 450 DKK p.a. gefallen. Dazu zwei Bemerkungen dazu: 1) Wir haben die Gewichtung unserer Position im Jahr 2021 glücklicherweise reduziert (meistens ist die Gewichtung wichtiger als die Beteiligung selbst) und 2) die Anhänger der *Theorie des effizienten Marktes* sollten ihre Schlussfolgerungen überprüfen.

Was tun wir, ausser uns ungläubig die Augen zu reiben? **Nun, wir haben vor ein paar Monaten mit dem Kauf begonnen, und bei diesen Preisen werden wir weiterhin langsam so viel wie möglich kaufen.** In der Zwischenzeit hat das Unternehmen seinen Aktionären bis 2022 eine Gesamttrendite von 15 % gezahlt (Dividenden und Rückkäufe zusammengerechnet). Das ist ein greifbarer Cashflow, der viel wichtiger ist als die kurzfristige Veränderung des Aktienkurses (zurück zu Grahams Abstimmungsmaschine).

Wir haben an der jüngsten Telefonkonferenz zu den Ergebnissen von Pandora teilgenommen, und das Managementteam leistet wahrlich erstaunliche Arbeit. Die Aussichten sind natürlich aufgrund der Konjunkturabschwächung getrübt, aber unserer Ansicht nach hat Pandora langfristig erhebliche Wettbewerbsvorteile, z. B. in Bezug auf Grösse, Kosten, Vertrieb und sogar einen gewissen Netzwerkeffekt und Umstellungskosten (Charms und Collections); die Bilanz ist gesund, und die Aktie wird mit einem starken Abschlag gehandelt.

Warum ist die Aktie billig? Pandora gehört zum Konsumgütersektor, einem Sektor, der stark vom Konjunkturzyklus abhängt, und das Unternehmen hat eine mittelmässige Erfolgsbilanz, da es in der Vergangenheit Fehler gemacht hat und die Umstrukturierung des Unternehmens noch nicht vollständig abgeschlossen war, als Covid-19 auftrat. Daher geht Mr. Market davon aus, dass das Unternehmen im Falle einer Rezession stark leiden wird, was zu einer Herabstufung der Schätzungen und einer neuen Welle von Enttäuschungen führen wird.

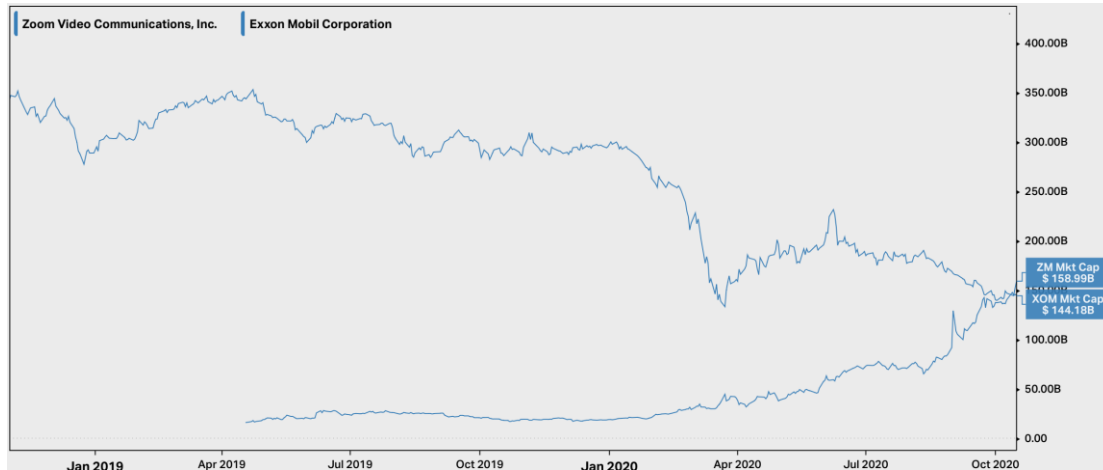
Hier sind wir Contrarians: Wir glauben, dass das Geschäft von Pandora von sehr hoher Qualität ist und dass das Unternehmen zwar nicht immun gegen Abschwünge ist (wir müssen unsere Schätzungen für 2023 möglicherweise senken), diese aber ohne strukturelle Probleme überstehen wird.

Unsere Investition in Pandora sollte sich daher innerhalb der nächsten 2-3 Jahre mindestens verdoppeln. **Es ist uns etwas peinlich, aber jetzt kommt es: Unser innerer Wert von Pandora liegt bei 1200 DKK pro Aktie, mit einem IRR von 22 %. Das ist kein Tippfehler, sondern hinter diesen Zahlen steckt eine gründliche Analyse.**

Tech und Energie haben eine Normalisierungs-phase eingeleitet. Dieser Trend dauert in der Regel Jahre

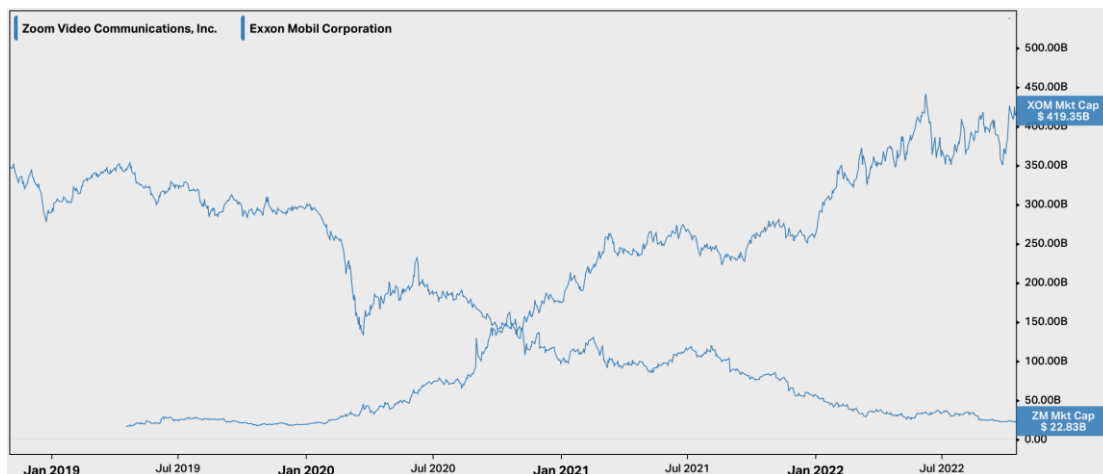
Die Leser:innen unseres Newsletters erinnern sich vielleicht daran, dass vor zwei Jahren der gesamte Marktwert des Softwareunternehmens Zoom höher war als der Gesamtwert von Exxon. Wir hatten sogar die folgende Grafik veröffentlicht:

Marktkapitalisierung, Mrd. US\$

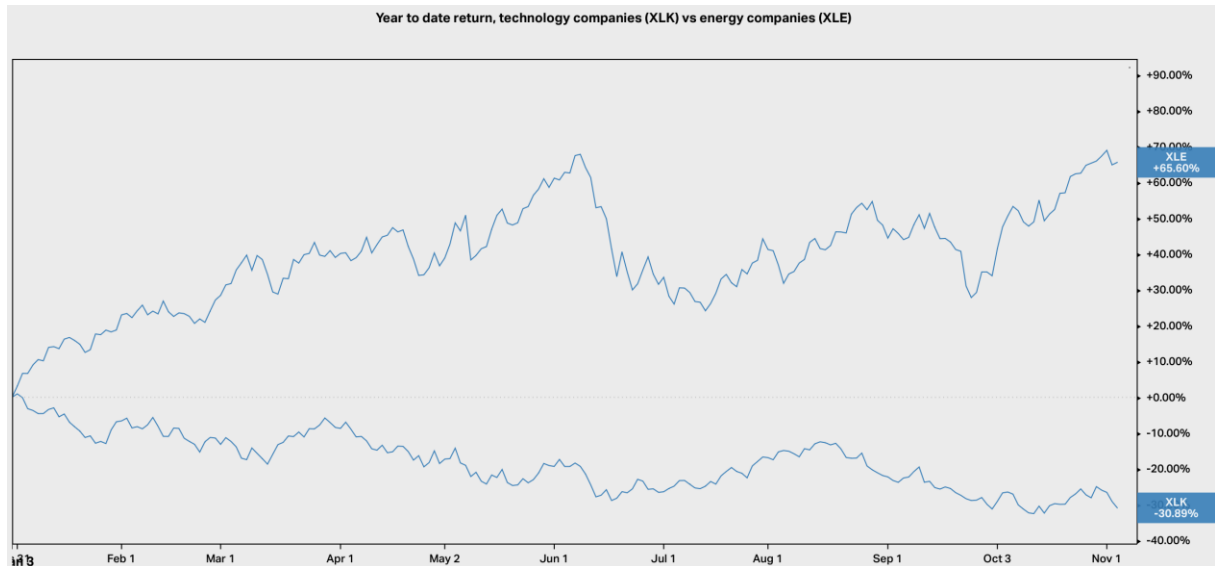


Nun, einige Monate später haben die Märkte diese Bewertungen überprüft. Exxon ist jetzt etwa 20 Mal mehr wert als Zoom (einschliesslich der von Exxon gezahlten Dividenden):

Marktkapitalisierung, Mrd. US\$



Diese Veränderungen sind natürlich nicht auf diese beiden Unternehmen beschränkt. Hier einige Daten:



Die Frage, die sich den Anlegerinnen und Anlegern nun stellt, lautet: Wird sich diese Entwicklung fortsetzen oder sind die Dinge nun mehr oder weniger im Lot? Schauen wir uns die beiden Seiten an, die Aktien, die im Minus sind, und die, die im Plus sind.

Nachdem der Nasdaq 100 Index in den letzten zwölf Monaten um 30 % gefallen ist, ist es offensichtlich, dass die Bewertungen im Technologiesektor niedriger sind. Aber der Nasdaq wird immer noch mit einem anspruchsvollen Forward PE von 25x gehandelt. Ein Unternehmen wie Uber, das noch nie Geld verdient hat, ist immer noch 58 Milliarden US-Dollar wert. Für 80 Milliarden US-Dollar kann man Petrobras kaufen, das allein in diesem Jahr mehr als 25 Milliarden US-Dollar an Bardividenden gezahlt hat (nein, das ist kein Tippfehler).

Diese Bewertungsunterschiede spiegeln natürlich zwei Dinge wider: die Überreste einer Blase und das Narrativ, dass die Übers dieser Welt ein sehr hohes Gewinnwachstum aufweisen werden, während die Gewinne der Energieunternehmen im Begriff sind zu verschwinden.

Über das Wachstum der Gewinne: Einige Unternehmen werden in der Tat stark wachsen, aber die meisten werden es per Definition nicht. Dennoch werden sie alle so bewertet, als ob sie wachsen würden. Google hat eine Cashflow-Marge von 22 %. Die von Uber schwankt zwischen 2 % und 4 %. Der derzeitige Rückgang der Bewertungen ist darauf zurückzuführen, dass die Anleger:innen diese Tatsache erkannt haben. Dieser Prozess ist eindeutig noch nicht abgeschlossen: Exxon weist derzeit mehr freien Cashflow aus als Microsoft, obwohl Exxon nur ein Viertel der Marktkapitalisierung von Microsoft hat. Wären diese Aktien Anleihen, könnten wir sagen, dass die Anlegerinnen und Anleger für Geld, das sie Exxon leihen, fünfmal mehr Zinsen verlangen als für Geld, das sie Microsoft leihen.

Zu den künftigen Gewinnen der Energieunternehmen: Sie hängen natürlich hauptsächlich vom Energiepreis ab. Der Preis eines jeden Rohstoffs ist im Wesentlichen das Ergebnis von Angebot und Nachfrage nach diesem Rohstoff. Wenn die Preise steigen (wie es bei den Energiepreisen schon viele Monate vor dem russischen Einmarsch in der Ukraine der Fall war), liegt das daran, dass das Angebot nicht mit der Nachfrage Schritt hält. **Hohe Preise sind nicht wirklich ein Problem, sondern ein Symptom eines zugrunde liegenden Angebots-/Nachfrageproblems.**

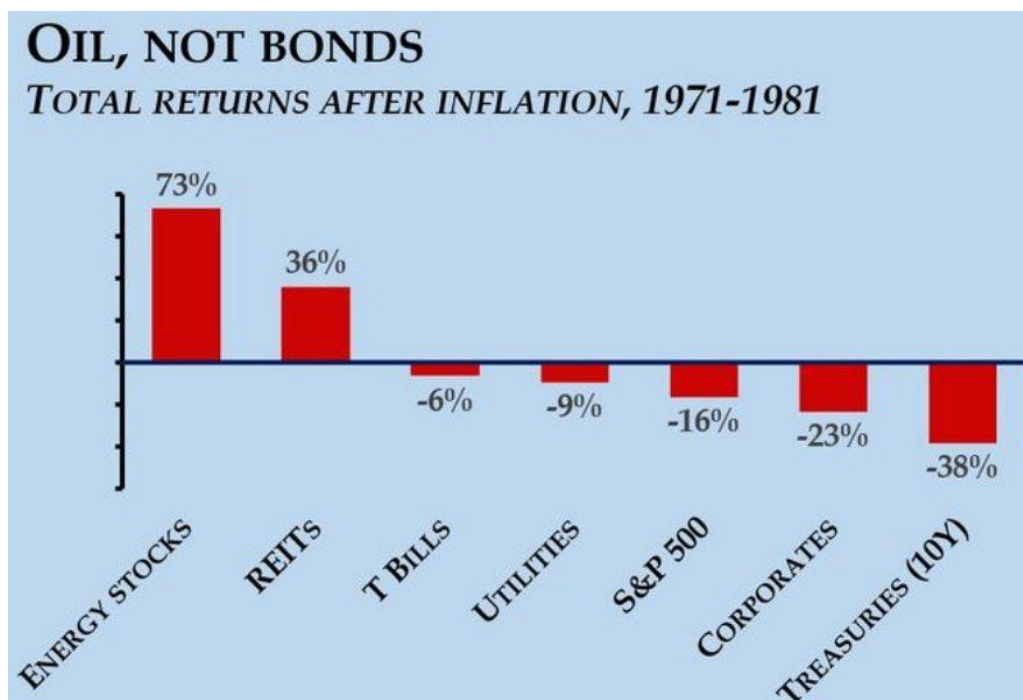
Wenn wir diese einfache Logik akzeptieren, **müssen wir auch akzeptieren, dass die einzige Möglichkeit, die Energiepreise (oder eigentlich alle Preise) zu senken, darin besteht, das Angebot zu erhöhen und/oder die Nachfrage zu senken.** Jede Massnahme, die versucht, diese Preise zu senken, ohne das Angebot zu erhöhen und/oder die Nachfrage zu verringern, ist zum Scheitern verurteilt. Die Preise können natürlich per Regierungsdekret festgelegt werden, aber dann beginnt der Schwarzmarkt, Angebot und Nachfrage auszugleichen.

Welche Massnahmen ergreifen die Regierungen im Moment? Im Wesentlichen subventionieren sie die Nachfrage, um die Energieprobleme der Menschen zu lindern; ausserdem erheben sie von den Erzeugern "Windfall Taxes", um die von ihnen gewährten Subventionen zu finanzieren. Mit anderen Worten: Sie erhöhen die Nachfrage und verringern das Angebot. Möglicherweise erhöhen sie sogar das Angebot, indem sie die bereits vorhandenen, begrenzten strategischen Reserven erschöpfen (was von neuen Investitionen abhält). Wer glaubt, dass die Energiepreise aufgrund dieser Massnahmen sinken werden, wird eine grosse Überraschung erleben.

(Eine Anmerkung: Es gibt keine Nachfrage- und Angebotswunder. Wenn die europäischen Regierungen alle verfügbaren LNG-Ladungen (Flüssigerdgas) aufkaufen, "schaffen" sie damit nicht mehr Gas, sondern lassen einfach ärmere Länder ohne Energie für das nächste Jahr zurück. Die verfügbare Gasmenge wird nur dann steigen, wenn mehr Gas gefördert wird).

Wir sind der festen Überzeugung, dass die Outperformance der energiebezogenen Anlagen noch viele Jahre anhalten wird. Natürlich wird sie volatil sein und die Preise werden bei jeder kurzen Umkehrung stark fallen. Aber der langfristige Trend ist klar. **Wir können unsere Gesellschaften einfach nicht ohne Energie betreiben, und es wird sehr lange dauern, bis wir unseren derzeitigen Verbrauch an fossilen Brennstoffen ersetzen können.**

Erinnern Sie sich an unsere obige Aussage zu den aktuellen Zahlen, die zeigen, dass der Besitz von Exxon fünfmal mehr einbringt als der Besitz von Microsoft. Diese Diskrepanz in den Erwartungen/Bewertungen des Energiesektors ist sehr wichtig, denn das letzte Mal, als wir echte Energiemangel und hohe Inflation hatten (in den 1970er Jahren), waren die Ergebnisse die folgenden:



LTIF Natural Resources. Starke Jahre 2021 and 2022, mit langem Aufschwung vor sich

Der LTIF NR schloss das Jahr 2021 mit einem Plus von +41 % ab und liegt in diesem Jahr bisher 15 % höher bei 141 EUR pro Anteil. Beachten Sie, dass wir russische Aktien immer noch mit Null bewerten, aber wenn wir sie zum Marktwert bewerten würden (die Aktien werden noch gehandelt), wären wir im bisherigen Jahresverlauf um 20-21 % gestiegen.

Aufgeschlüsselt nach Sektoren ist der **Energiesektor** mit einer durchschnittlichen Aufwertung von über 60 % (die Gewichtung lag bei fast 50 % des Fonds) **der Sektor mit der besten Performance** in diesem Jahr, verglichen mit den enttäuschenden Ergebnissen von *Bergbau, Infrastruktur* und *Agrar- und Ernährungswirtschaft*, die durchschnittliche Rückgänge im zweistelligen Bereich aufweisen.

Relativ gesehen (obwohl der Fonds nicht wirklich mit einem Index vergleichbar ist) entspricht diese Performance dem *Standard & Poor's Natural Resources Index*, der in diesem Jahr bisher um +20% in Euro gestiegen ist (+9% in US\$). Der MSCI World Energy Index ist in diesem Jahr bisher um +46 % (in US\$) gestiegen, der MSCI World Metals and Mining Index um -5 % (in US\$).

LTIF Natural Resources. 14% IRR und 207 EUR IV auf der Basis von Mid-Cycle-Zahlen

Der IRR von LTIF NR liegt derzeit bei 14 %, der innere Wert bei 207 EUR pro Anteil. Wir möchten noch einmal betonen, dass der innere Wert dieses Fonds auf der Grundlage von konvergierenden Rohstoffpreisen und DCFs (in der Mitte des Zyklus) berechnet wurde, aber wir beabsichtigen, so lange investiert zu bleiben, bis die Cashflows des "Aufwärtszyklus" eingepreist sind. Wir wären sehr überrascht, wenn wir nicht innerhalb von 4-5 Jahren einen NAV von 300 EUR sehen würden.

Der Rohstoffzyklus 2022 ist durch etwas Ungewöhnliches gekennzeichnet, nämlich eine geringe Korrelation zwischen einigen Teilsektoren, was zu einem starken Anstieg der Energietitel und einem Rückgang der Metall- und Bergbautitel führt. Im Allgemeinen besteht eine starke Korrelation zwischen den beiden Sektoren (die stark auf die chinesische Makroökonomie ausgerichtet sind), was wiederum die Verwaltung des Fonds erschwert. Die derzeitige Divergenz ermöglicht es uns jedoch, Aktien zu verkaufen, die stark gestiegen sind (Öl), um andere zu kaufen, die stark gefallen sind (Kupfer), und das alles innerhalb eines langfristigen Aufwärtstrends. Dies wirkt sich natürlich positiv auf den erwarteten IRR und den inneren Wert des Fonds aus.

Brent ist auf 95 US-Dollar pro Barrel gefallen. Wir halten an unserem 45%-50%igen Engagement in Energie fest

Wir sind weiterhin stark in Energie investiert, da wir davon überzeugt sind, dass die Ölpreise in den kommenden Jahren hoch (und zeitweise sehr hoch) bleiben werden. Die Ölgesellschaften haben sich 2022 stark erholt und zahlen zudem Dividenden und kaufen ihre Aktien zurück, was zu zusätzlichen Renditen von über 10-15 % führt.

Wir sind der Meinung, dass der Ölpreis kurzfristig zu Höchstständen zurückkehren wird, da sowohl die europäische Blockade des russischen Öls als auch die von den G7-Staaten angestrebte Preisobergrenze im Dezember beginnen werden. Dies wird sich auf das Angebot auswirken und die Preise höchstwahrscheinlich in die Höhe treiben.

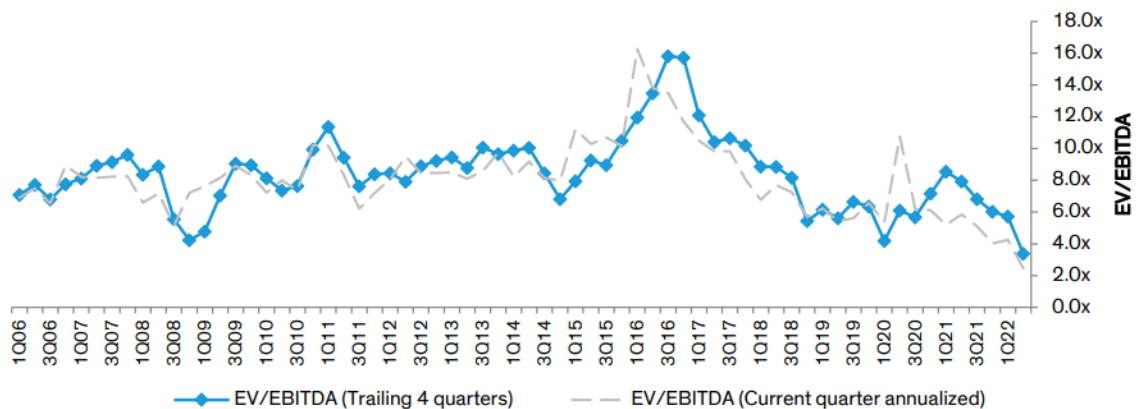
Wie wir bereits festgestellt haben, ist die langfristige Situation strukturell besorgniserregend: Die Unterinvestitionen seit 2013, die Reife der US-Schieferölförderung, die Finanzdisziplin, die Angst vor Nachfragespitzen, die ESG-Zwänge, die geringen Kapazitätsreserven und einige andere grundlegende Probleme (z. B. der Rückgang der Ölpreise) bedeuten, **dass das Angebot an Rohöl mittelfristig sehr begrenzt sein wird, während die Nachfrage weiter steigt.**

Theoretisch sollte ein unterversorgter Ölmarkt zu Anreizpreisen führen (nach unseren Schätzungen 80-90 US-Dollar pro Barrel), um Kapital für die Erschließung neuer Ölfelder anzuziehen. Die Höhe der Anreize ist jedoch immer schwieriger zu messen, da ESG, die Begrenzung der CO₂-Emissionen und die

Angst vor dem Ölfördermaximum zu relevanten Faktoren für endgültige Investitionsentscheidungen (FIDs) geworden sind. **Höhere Preise (über 80-90 \$) sind daher erforderlich, um diesen Zwängen Rechnung zu tragen, aber auf welchem Niveau?**

Es ist noch früh im Ölzzyklus und es gibt keinen wirklichen Konsens über die Aussichten. Betrachtet man jedoch die Bewertung der US-amerikanischen Ölk Aktien, so wird deutlich, dass Mr. Market der Meinung ist, dass die derzeitigen Erträge der Unternehmen nicht nachhaltig sind. Wir sind nicht nur davon überzeugt, dass sie es sind, sondern auch, dass sie steigen werden.

EXHIBIT 49 : **EV to EBITDA ratio**



Source: Bernstein Research

Die norwegische Regierung schlägt eine Ressourcensteuer auf Lachs vor

Als wir die Nachricht erhielten, konnten wir sie nicht so recht glauben. Wir dachten, es sei ein Irrtum. Aber das war es nicht. **Die norwegische Regierung hat eine neue Ressourcensteuer für den Lachssektor vorgeschlagen, die von 20 % auf 60 % erhöht werden soll - 40 Prozentpunkte mehr!** Das ist keine echte Steuererhöhung, sondern schlichtweg fiskalischer Unsinn.

Die Aktien fielen auf dem Markt natürlich stark, im Durchschnitt 30-35 % in einer Woche. Als langfristige Investoren haben wir den rasanten Fall mit Unbehagen verfolgt. Wir haben unsere Aktien jedoch nicht verkauft und warten die Entwicklung ab, denn die Regierung hat die Tür für Verhandlungen über die Einzelheiten der neuen Steuer offen gelassen.

Wenn diese Ressourcensteuer nicht geändert wird, wird der Sektor nicht mehr so interessant sein wie in den letzten zehn Jahren, da es sich um einen vollwertigen Regimewechsel handelt. Die durchschnittliche Rentabilität des Sektors wird um etwa 40 % sinken, was sich auf alles auswirkt: Beschäftigung, Investitionen, Wachstum, Dividenden usw.

Da es für die Regierung keinen Sinn macht, einen für Norwegen so wichtigen Sektor zu massakrieren (Beschäftigung in den norwegischen Küstengebieten, Produktion nachhaltiger Lebensmittel usw.), glauben wir, dass in den nächsten Wochen (Monaten) eine verbesserte Vereinbarung erzielt werden wird, die für den Sektor und die Regierung ausgewogener ist.

Wir haben Glück gehabt, dass die Steuern uns mit einer geringeren Gewichtung des Sektors erwisch haben (in der Vergangenheit hatten wir zeitweise mehr als 15 % in diesem Sektor) und wir haben noch nicht viel getan. Wir werden zunächst die endgültige Fassung des Steuergesetzes abwarten, dann werden wir unsere Zahlen aktualisieren, und erst dann werden wir entscheiden; mehr oder weniger das,

was die Lachsunternehmen derzeit tun. Wohlgermerkt, wenn die Steuer unverändert bleibt, werden wir in Zukunft weniger Lachs essen, zu möglicherweise viel höheren Preisen.

Das negative Markt sentiment bietet gute Kaufgelegenheiten

Bei SIA verfolgen wir eine langfristige Strategie und konzentrieren uns nicht auf kurzfristige Bewegungen. Dennoch werden wir oft nach einem guten Zeitpunkt für den Einstieg oder Ausstieg in die Märkte (und natürlich in unsere Fonds) gefragt. Etwa alle drei Jahre erleben wir eine extreme Positionierung wie die derzeitige, die in der Regel ein guter Einstiegszeitpunkt ist. Laut der Merrill Lynch-Umfrage verfügen die Anleger:innen über die grösste Cash-Position seit 20 Jahren, d. h. sie sind in einer finanziell starken Position. Dennoch ist die Stimmung der Investorinnen und Investoren gegenüber den Märkten so schlecht wie seit 20 Jahren nicht mehr, d. h. sie erwarten fallende Kurse (siehe unten).



Anhebung der Zinssätze, aber bitte auf ein vernünftiges Niveau

Die Leute denken, es sei einfach, die Politik von Paul Volcker, einem früheren Präsidenten der Federal Reserve, zu kopieren, der die hohen Inflationsraten in den USA in den 70er und 80er Jahren beendete, indem er die Zinssätze über die Inflation (10 %?) anhob. Die heutige Situation ist ganz anders. Die Welt ist verschuldet und kann es sich nicht leisten, höhere Zinsen zu zahlen. Die Bank of Japan hat die Zinssätze für japanische Staatsanleihen praktisch bei 0,25 % eingefroren und muss alles aufkaufen, was sich natürlich auf den Yen auswirkt.

Die Zentralbanken sprechen immer in Rätseln, um die Wahrheit zu verbergen. Sie sind es gewohnt, neue, ausgefallene Namen zu erfinden, von denen noch niemand etwas gehört hat. Die EZB tat dies mit ihrem neuen "Transition Protection Instrument" (TPI), um die "Fragmentierung" zu bekämpfen, was bedeutet, dass sie Staatsanleihen schwächerer europäischer Länder aufkaufen würde, um einen Anstieg ihrer Zinssätze zu verhindern. Man fragt sich, warum sie dies tat, wo doch ihre Geldpolitik in Bezug auf die Anhebung der Zinssätze restriktiv war. Mit anderen Worten: Die Behörden drängten auf höhere Zinsen, taten aber alles, um diese zu verhindern.

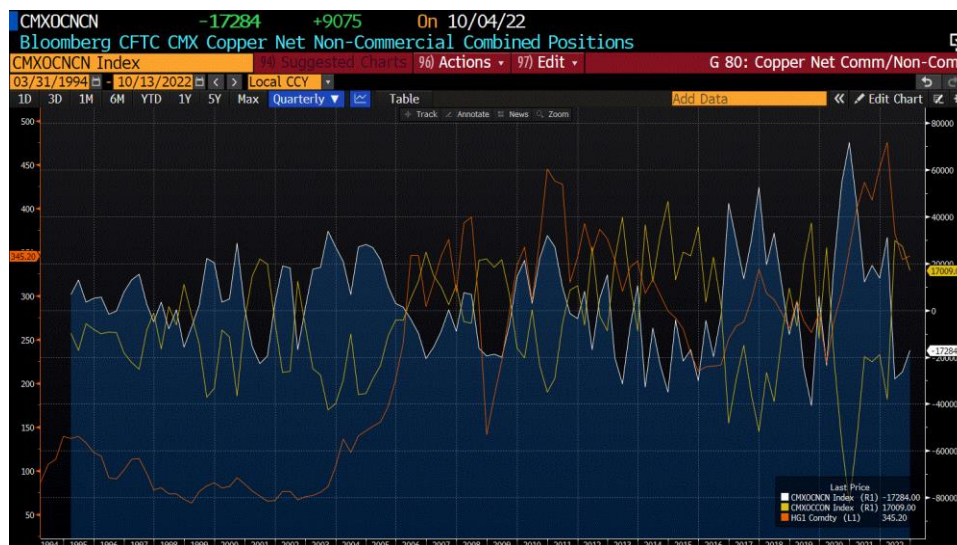
In der Zwischenzeit musste die alte Dame der Threadneedle Street (Bank of England BoE) ihren Kurs drastisch ändern. Die Zinssätze schossen in die Höhe, das britische Pfund brach ein, Pensionsfonds, Hypothekenrefinanzierungen usw. standen kurz vor dem Zusammenbruch. Die BoE musste eingreifen, kündigte eine erneute quantitative Lockerung (quantitative easing QE) anstelle einer quantitativen

Straffung (quantitative tightening QT) an usw. und ging "all in", genau wie Japan dazu gezwungen wurde. Dies war ein kleiner Vorgeschmack auf die Dinge, die anderswo noch kommen werden. Bargeld ist in einem solchen geldpolitischen Umfeld vielleicht nicht die beste Anlage.

Die heutige Wirtschaft ist stärker von der Inflation der Vermögenspreise abhängig, und hohe Zinssätze können den Haushalten, Unternehmen und dem gesamten System grossen Schaden zufügen. Wir sollten nicht vergessen, zu welchem Zweck unsere Zentralbanken vor mehr als einem Jahrhundert gegründet wurden. Die Überschuldung führte 1907 zum Zusammenbruch des Knickerbocker Trusts, und während der anschliessenden Panik verlor der Dow Jones Index 50 %. Dies führte zur Gründung der FED, um Depressionen entgegenzuwirken, einen Kreditgeber der letzten Instanz zu haben, einen endlosen Liquiditätsgeber usw. Einfach ausgedrückt, ein Instrument, das so viel Geld drucken kann, wie nötig ist, um die Show am Laufen zu halten. **"Diesmal ist es anders" hat sich als kostspielige Redewendung erwiesen.**

Die Positionierung am Kupfermarkt ist eine der extremsten seit 20 Jahren

Er ist nur mit dem Herbst 2019 oder den Tiefstständen von 2014-2016 vergleichbar. Die Handelsunternehmen sind netto long, was keine natürliche Position ist. Sie sind in der Regel short, da sie ihre eigene Produktion/Versorgung haben, die teilweise auf dem Terminmarkt abgesichert ist. Historisch gesehen hat dies immer zu Preiserhöhungen geführt, die dann eintreten werden, wenn die Zentralbanken aufgrund des Drucks der rückläufigen Volkswirtschaften/Märkte gezwungen sind, von ihrem erwarteten Kurs abzurücken.



Angesichts der unzureichenden Investitionen, der Inflation und der Probleme in der Lieferkette ist die Rohstoffproduktion überall enttäuschend (was zu höheren Preisen führen wird). Industriemetalle zeigen trotz der Rezession und der massiven Verkäufe der Finanzspekulanten Anzeichen einer Erholung. In China stiegen die Prämien für physisches Kupfer wieder auf über 600 Yuan, nachdem sie zu Beginn des Jahres noch bei 50 Yuan gelegen hatten. Verantwortlich dafür sind eine bessere Nachfrage aus China und ein geringeres Angebot, das hauptsächlich auf die Energiekosten zurückzuführen ist, die die Wirtschaftlichkeit der Verhüttung und Raffination verringern.

Die strategischen Reserven der USA sind auf einem historischen Tiefstand und die Majors investieren nicht in Öl, sondern in erneuerbare Energien

Um die Inflation zu bekämpfen, geben die USA weiterhin grosse Mengen an Öl aus ihrer strategischen Erdölreserve frei. **Die Reserve befindet sich derzeit auf dem niedrigsten Stand seit 40 Jahren.** Leider hat

dies nicht sonderlich zur Senkung der Ölpreise beigetragen. Das Weisse Haus hat bereits angekündigt, dass die SPR nach den Zwischenwahlen wieder aufgefüllt werden soll (und dass die Regierung ein Käufer sein würde, wenn der Ölpreis unter 70 US-Dollar pro Barrel fällt).

In der Zwischenzeit steigen die grossen Ölkonzerne weiter aus ihrem Kerngeschäft aus. BP verkaufte sein Ölsand-Engagement an Cenovus und investierte gleichzeitig 30 Milliarden Dollar in ein Wind-/Wasserstoffprojekt in Asien. Auf diese Weise lassen sich weder die Reserven ersetzen noch die Grenzerträge steigern. Wir meiden solche Unternehmen weiterhin, denn die Strategie mag zwar dem Zeitgeist entsprechen, aber sie ist nicht gut für die Aktionäre.

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

November 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