

Newsletter

Mai 2023

- *I. DIE FLUT GEHT WEITER ZURÜCK* 2
- *II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo* 8
- *III. DER LTIF CLASSIC* 11
- *IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES* 14
- *V. ROHSTOFFE - GEDANKEN von Urs Marti* 19
- *Rechtliche Hinweise* 23

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

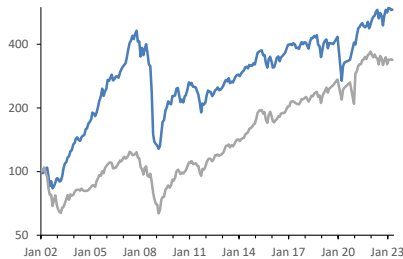


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“Man weiss nie, wer nackt schwimmt, bis die Flut vorbei ist.”

“Das Bankgeschäft ist nicht unser Lieblingsgeschäft. Wenn die Aktiva das Zwanzigfache des Eigenkapitals betragen - ein übliches Verhältnis in dieser Branche - können Fehler, die nur einen kleinen Teil der Aktiva betreffen, einen grossen Teil des Eigenkapitals vernichten.”

Warren Buffett

Überblick über unsere Fonds

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

April 28, 2023	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	583.32	-2.4%	2.4%	8.6%	93
LTIF Natural Resources [EUR]	139.93	-6.7%	-2.8%	1.9%	71

Quelle: SIA Group

I. DIE FLUT GEHT WEITER ZURÜCK

Wer schwimmt nackt?

Wie wir im Newsletter vom Dezember 2022 erörtert haben, **erleben wir gerade das Ende eines sehr langen Zyklus - mehr als 10 Jahre - mit extrem niedrigen Zinsen und sehr reichlicher Liquidität**, was in *Buffetts Worten* einer Flut gleichkommt.

Wir haben auch festgestellt, wer diese Liquidität ausgenutzt hat, indem er zu viel Risiko eingegangen ist (mit anderen Worten, wer hat sich *bei Flut aus dem Staub gemacht*), **um Renditen über dem Marktniveau zu erzielen**. Die Leichen wie die SVB, die Signature Bank, First Republic und seit kurzem auch die CS tauchen auf, während wir uns auf ein engeres Umfeld zubewegen.

Sie sind nicht die ersten (Archegos, Greensill Capital, Kryptowährungsplattformen, britische Immobilienfonds usw. gingen ihnen voraus) und werden auch nicht die letzten in diesem Zyklus sein, da die Auswirkungen der steigenden Zinssätze und des fortschreitenden Rückgangs der Liquidität viele Sektoren betreffen werden. Nichts wirklich Neues... in der Tat wird es - wie in allen Straffungszyklen - "business as usual" sein.

Wir sind uns darüber im Klaren, dass wir es nicht mit einem systemischen Ereignis zu tun haben, aber wir sind weiterhin besorgt über mehrere wichtige Segmente, die wir im Auge behalten müssen: Immobilien, insbesondere Büro- und Gewerbeimmobilien, die absurde Bewertungen im Rahmen eines mehrjährigen hyperbullischen Ausblicks erfahren haben; **Private Equity**, das massive Schulden auf verschiedenen Ebenen einsetzt, um die erwarteten Renditen zu steigern, und nicht an die Marktbewertung gebunden ist; **Risikokapital**, das eine hohe Verschuldung mit einem massiven Engagement in Technologie und/oder Wachstum auf dem Höhepunkt des Zyklus kombiniert; **langfristige Anleiheportfolios**, die stark an Wert verloren haben und allmählich offenbaren werden, dass die Risikoteams ihre Aufgabe nicht gut gemeistert haben; **fremdfinanzierte Kredite** und Junk Bonds (Zeit der Schwerkraft!); **SPACS, der Kryptowährungssektor**, der unserer Meinung nach langsam "verschwinden" wird und dann plötzlich.... Dies sind nur Beispiele - es gibt noch viele andere.

Was das Timing betrifft, so sind wir immer noch der Meinung, dass wir uns auf halbem Weg durch den Prozess befinden, der Ende 2021 begann und als Konjunkturabschwächung bezeichnet werden könnte. Wir glauben, dass es noch einige Quartale bis zum Ende dieser Abschwächung gibt. Das Ende ist jedoch sehr schwer vorherzusagen, denn wie wir schon oft gesagt haben, ist das globale sozioökonomische Modell extrem dynamisch und hat viele bewegliche Teile, angefangen mit der russischen Invasion in der Ukraine.

Bei der SIA Funds AG hat die Konjunkturabschwächung bzw. die wirtschaftliche Rezession vor nicht allzu langer Zeit aufgrund des üblichen Marktrückgangs und des darauffolgenden Rückgangs der Aktienkurse viel Stress verursacht; dennoch betrachten wir eine Abschwächung/Rezession schon seit geraumer Zeit als Gelegenheit, billig zu kaufen. Unsere beiden Fonds, der Long Term Investment Fund Classic und der Long Term Investment Fund Natural Resources, sind in Qualitätsunternehmen mit guten Managern und gesunden Bilanzen investiert, die mit einem Abschlag zum inneren Wert gehandelt werden. Wir sind daher bereit, richtig zuzuschlagen (aggressiv zu kaufen), sobald die Preise in unsere Spanne kommen.

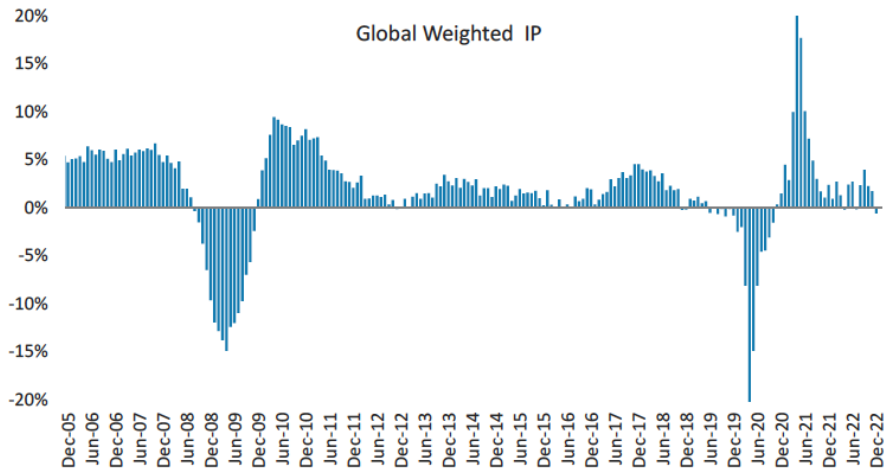
Wenn unser Szenario der Konjunkturabschwächung falsch ist und die Märkte nicht zurückgehen, ist das umso besser, denn dann gibt es weniger Stress und wir werden unsere jährlichen 10 % erreichen. Wir haben uns jedoch auf ein etwas schwierigeres Umfeld eingestellt, das Chancen bietet und unsere langfristigen Renditen steigert, denn Bärenmärkte neigen dazu, vielen Qualitätsunternehmen fälschlicherweise lächerlich niedrige Preise zuzuweisen.

Niedrige Zinsen und reichlich Liquidität kennzeichnen das Ende des langen Zyklus von mehr als 10 Jahren

Nach unserer Analyse befinden wir uns immer noch im letzten Teil des Zyklus, der nach der Finanzkrise 2008/09 begann. Es handelt sich um einen sehr langen Zyklus mit vier grossen Schocks (die europäische Krise von 2011-12, der Wirtschaftsabschwung in den USA und die Mini-Krise in China im Jahr 2015 sowie die Covid-19-Krise 2020). Derzeit befinden wir uns in der zweiten oder letzten Phase des Abschwungs (oder der wirtschaftlichen Rezession), nach der ein neuer Zyklus beginnen wird. Es ist noch zu früh, um zu sagen, wann dies der Fall sein wird.

Um das Ende des aktuellen Zyklus abzuschätzen, orientieren wir uns im Wesentlichen an 5 Indikatoren, von denen 4 noch ein negatives Delta aufweisen: Die Zinsen (-) steigen weiter, auch wenn dies nicht mehr lange anhalten dürfte; die PMI (-) sind trotz eines Aufschwungs in Q123 kürzlich unter 50 gefallen; die Gewinnrevisionen (-) stehen noch aus; und die Liquidität (-) ist ausser in China rückläufig. Lediglich die Inflation befindet sich in einem positiven Delta (+) und ist weltweit bereits rückläufig.

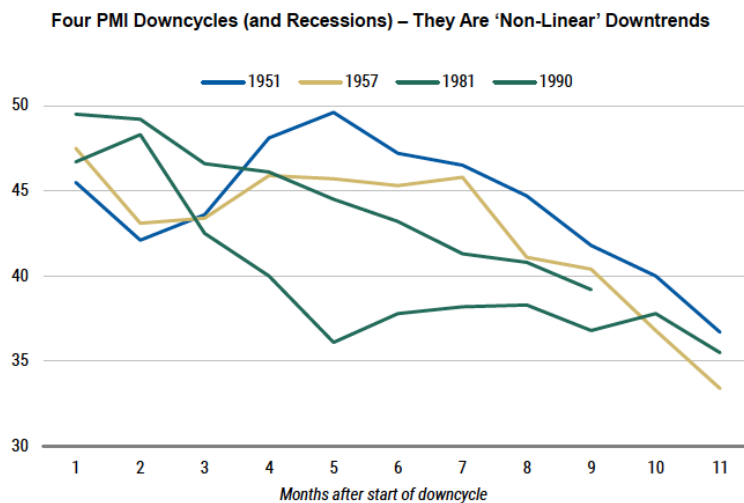
Industrial Production Growth Just Turned Negative for First Time in Two Years



Quelle: Morgan Stanley Research

Unser Basisszenario deutet daher darauf hin, dass wir noch einige Quartale langsameren Wirtschaftswachstums vor uns haben (ob ein *Softlanding* oder ein *Hardlanding* bleibt abzuwarten), bevor ein neuer Zyklus beginnt. Das nachstehende Schaubild zeigt die Höhe und den Zeitpunkt der bisherigen Zyklustiefs aus Sicht des PMI. Im Durchschnitt dürfte noch etwa ein Jahr verbleiben, wobei die Tiefststände noch nicht vorhersehbar sind.

PMI Downcycles – Too Much Emphasis on Monthly Prints; Focus on the Core Trend



Quelle: Morgan Stanley Research

Ein differenzierender Faktor im aktuellen Zyklus ist, dass in China eine wirtschaftliche Erholung einsetzt.

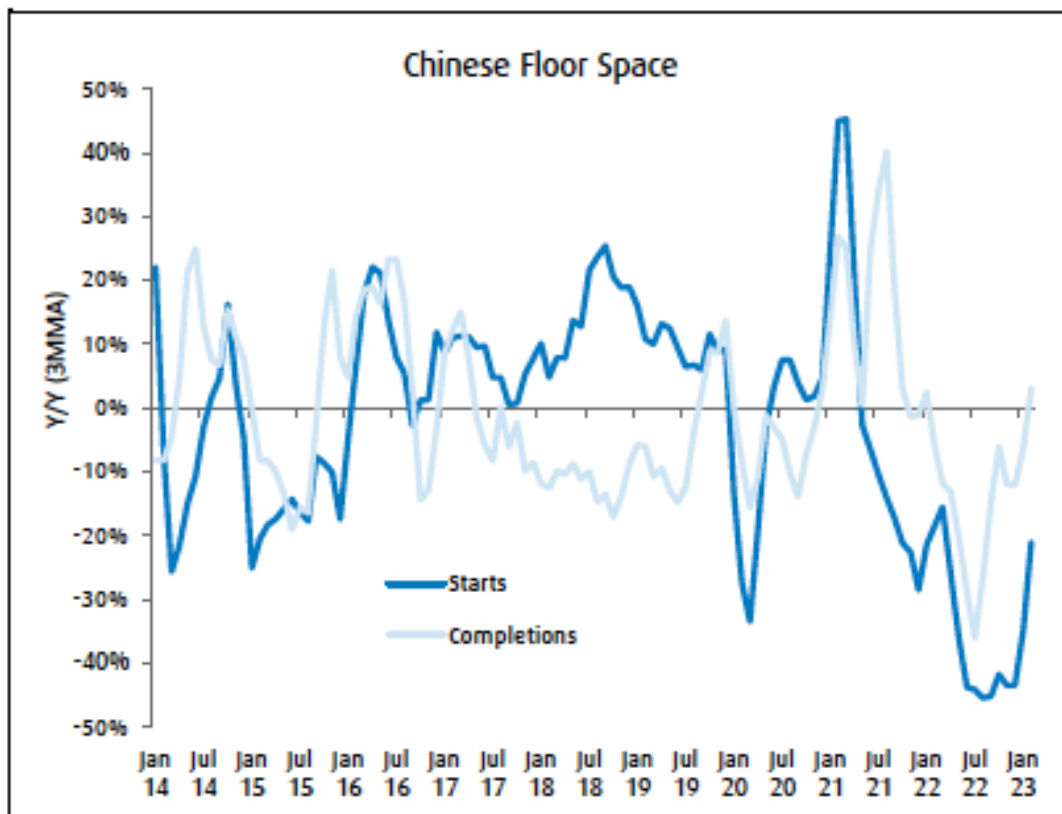
Im März gab es einen starken Anstieg der Geldmenge, der öffentlichen Investitionen, eine Verbesserung des Verbrauchs und erste Anzeichen einer Stabilisierung des Immobilienmarktes. Der Aufschwung könnte sich daher sowohl auf die Dauer als auch auf das Ausmass des globalen Abschwungs positiv auswirken.

Chinas Wiedereröffnung wird die globale Erholung beschleunigen

China hat für März mehrere Zahlen veröffentlicht, die uns hinsichtlich des Wirtschaftswachstums des Landes optimistisch stimmen. Im ersten Quartal des Jahres wuchs das BIP um 4,5 % und lag damit über den Erwartungen, der Verbrauch stieg um 10 %, und die Kreditvergabe wächst weiterhin stark.

Trotz der allgemein negativen Einschätzung Chinas glauben wir, dass die Regierung den Konjunkturzyklus wieder effizient steuern, in die Infrastruktur investieren, dem Immobiliensektor auf die Sprünge helfen und den Grundstein für eine Erholung des Konsums legen wird. Die nachstehende Grafik zeigt, dass sich der Immobiliensektor von seinem Tiefpunkt Mitte 2022 zu erholen beginnt.

China: Housing stabilisiert sich



Source: National Bureau of Statistics, CEIC, BMO Capital Markets

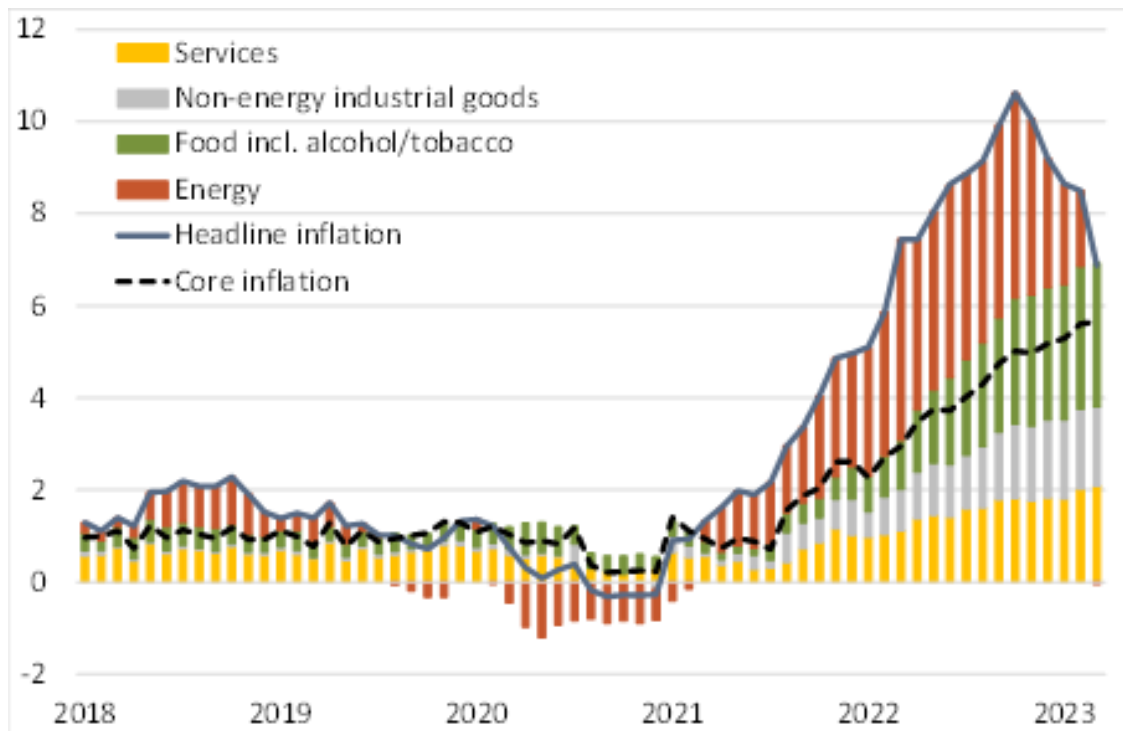
Der LTIF Classic und der LTIF NR sind stark in China engagiert, da das Land im Durchschnitt zwischen 20 und 50 % aller Rohstoffe der Welt verbraucht. Folglich wird sich die wirtschaftliche Erholung des Landes positiv auf diese Fonds auswirken. Der LTIF Classic hat ein direktes Engagement von 20%-25% in Rohstoffen (einschliesslich Energie) und der LTIF NR ist mit fast 100% engagiert. Man kann sagen, dass wir angesichts der beginnenden Erholung der chinesischen Wirtschaft nicht schlecht aufgestellt sind.

Weitere Normalisierung der Inflation

Wie wir bereits in einigen unserer früheren Newsletters vorausgesagt haben, hat die Inflation weltweit ihre Normalisierungsphase eingeleitet. Die jüngsten Zahlen bestätigen diesen Trend (siehe nachstehendes Schaubild): In den USA liegt sie bei 5 %, in Europa bei 6 %. Unserer Ansicht nach **gibt es nur noch zwei Probleme, die Anlass zur Sorge geben, nämlich steigende Löhne** (in den USA stärker als in Europa) **und Energie**, die zwar stark gesunken ist, uns aber weiterhin Kopfzerbrechen bereiten wird. Wir nähern uns also dem Höhepunkt der kurzfristigen Zinssätze, der in den kommenden Monaten eintreten wird.

Es ist anzumerken, dass Asien den Zinserhöhungszyklus möglicherweise beendet hat und Zinssenkungen Ende 2023 oder Anfang 2024 beginnen könnten. In der Tat liegt die Inflation in Asien bereits im Zielbereich der meisten Zentralbanken.

Die Inflation kehrt langsam auf ein normales Niveau zurück



Quelle: Berenberg Research

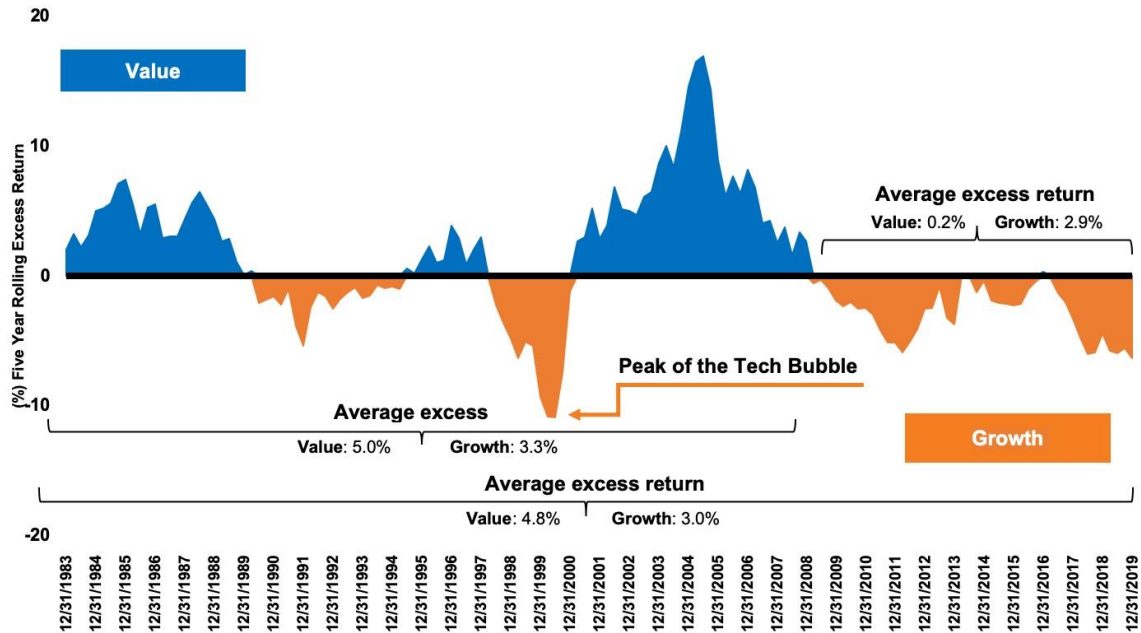
Vor diesem Hintergrund sind unsere beiden Fonds gut in das Jahr 2023 gestartet

Im ersten Quartal 2023 waren die Renditen des Classic und des NR (beide +6%) recht gut. Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass der "Wachstums"-Zyklus, der durch niedrige Zinssätze, Liquidität und spektakuläre Geschäftspläne angeheizt wurde, zu Ende ist und dass Value wieder zu der Gewinnerstrategie wird, die es immer war.

Wir haben die folgende Grafik im Internet gefunden: Sie zeigt deutlich den Wachstumszyklus, der 2009, nach dem GFC, begann und mehr als ein Jahrzehnt andauerte. Ein neuer Wertzyklus begann 2021/22 (der in der Grafik nicht vorhergesagt wird), ein Zyklus, der, wie die Geschichte zeigt, von langer Dauer sein wird.

Value vs. growth

Will value re-take leadership?



Zwei schnelle Schlussfolgerungen: 1) Der Value-Zyklus hat gerade erst begonnen und wird noch Jahre, vielleicht ein Jahrzehnt, andauern; 2) Value schlägt Wachstum auf sehr lange Sicht; folglich sind ausnahmsweise kurz-, mittel- und langfristig die Weichen für Investitionen in die Value-Philosophie gestellt. Value und Growth überschneiden sich, und aus fundamentaler Sicht sind sie schwer zu trennen. Es ist jedoch klar, dass die letzten 10 Jahre - aus vielerlei Hinsicht - keine normalen Jahre waren, sondern Jahre, in denen die Flut Wachstumsstrategien extrem nach oben getragen haben.

II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo

In Anlagekreisen ist das meistdiskutierte Thema die Rezession. **Es scheint ein weit verbreiteter Konsens zu sein, dass eine Rezession bevorsteht, wenn nicht in ein paar Monaten, so doch in ein paar Quartalen. Wir wissen natürlich nicht, was passieren wird**, aber wir halten es für sinnvoll, ein paar Gedanken und Daten zum Stand der Wirtschaft zu teilen.

Zuerst einmal: Was ist eine Rezession? Der Internationale Währungsfonds definiert eine globale Rezession als *"einen Rückgang des jährlichen realen Welt-BIP pro Kopf (kaufkraftparitätsgewichtet), der von einem Rückgang oder einer Verschlechterung eines oder mehrerer der sieben anderen globalen makroökonomischen Indikatoren begleitet wird: Industrieproduktion, Handel, Kapitalströme, Ölverbrauch, Arbeitslosenquote, Pro-Kopf-Investitionen und Pro-Kopf-Verbrauch"*. Nach dieser Definition hat die Welt seit dem Zweiten Weltkrieg nur vier globale Rezessionen erlebt, nämlich 1975, 1982, 1991 und 2009, die alle nur ein Jahr andauerten.

In Finanzkreisen ist jedoch eine "leichtere" Version dieser Definition inzwischen weit verbreitet: Eine Wirtschaft gilt als in der Rezession, *wenn ihr reales BIP (d. h. die inflationsbereinigte Gesamtproduktion) in zwei aufeinander folgenden Quartalen sinkt, selbst wenn es nur um 0,1 % ist.*

Legt man die gängige Zwei-Quartals-Definition zugrunde, so haben die USA seit dem Zweiten Weltkrieg Folgendes erlebt:

Zeitraum	Dauer	Rückgang des BIP	Höchststand der Arbeitslosigkeit
November 1948 – Oktober 1949	11 Monate	1.7%	7.9%
Juli 1953 – Mai 1954	10 Monate	2.7%	5.9%
August 1957 – April 1958	8 Monate	3.7%	7.4%
April 1960 – Februar 1961	11 Monate	1.6%	6.9%
Dezember 1969 – November 1970	11 Monate	0.6%	5.9%
November 1973 – März 1975	16 Monate	3%	8.6%
Januar 1980 – Juli 1980	6 Monate	2.2%	7.8%
Juli 1981 – November 1982	16 Monate	2.9%	10.8%
Juli 1990 – März 1991	8 Monate	1.5%	6.8%
März 2001 – November 2001	8 Monate	0.3	5.5%
Dezember 2007 – Juni 2009	18 Monate	4.3%	9.5%
Februar 2020 – April 2020	2 Monate		14.7%

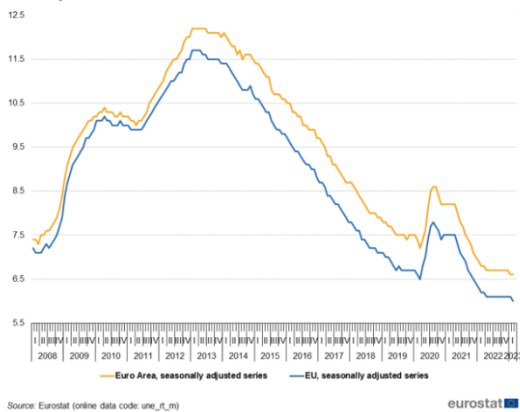
In etwa der Hälfte der Fälle (aber nicht mehr) überschritten sich diese Rezessionen mit einem Rückgang der Börsenindizes, d. h. in der Hälfte der Fälle stiegen die Märkte sogar während der Rezession. Wie wir wissen, hielten diese Rezessionen das US-BIP nicht davon ab, im Laufe der Zeit enorm zu wachsen (real um mehr als das Achtfache, nominal um das Tausendfache), ebenso wie der Aktienmarkt.

Aber... warum kommt es zu Rezessionen? Der Auslöser kann natürlich viele verschiedene Ereignisse sein: ein plötzlicher Anstieg der Energiepreise, ein starker Anstieg der Zinssätze, ein Virus, der viele Unternehmen zur Schliessung zwingt. **In allen Fällen ist der Auslöser etwas, das die Wirtschaftstätigkeit dämpft und einen Teufelskreis in Gang setzt:** Wenn Öl teuer ist, haben die Verbraucher weniger Geld, um es für andere Dinge auszugeben. Die Hersteller dieser "anderen Dinge" produzieren weniger, so dass sie Mitarbeiter entlassen (und weniger Betriebsmittel kaufen) müssen. Da die Menschen dann weniger Einkommen haben, konsumieren sie weniger von vielen "anderen Dingen", und so weiter.

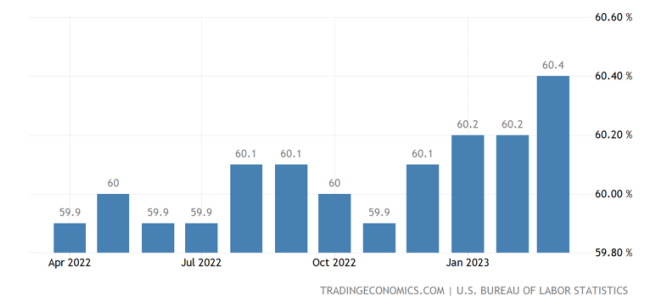
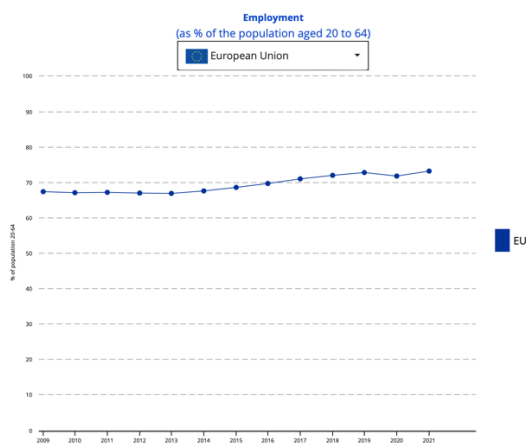
Es handelt sich um eine Abwärtsspirale, die schliesslich zum Stillstand kommt, weil der anfängliche Schock abgefedert wird und ein Teil der Wirtschaftstätigkeit ungeachtet dessen fortgesetzt werden muss: Grundnahrungsmittel, staatliche Dienstleistungen und die meisten Gesundheitsleistungen müssen weiterhin erbracht werden... Darüber hinaus gibt es in modernen Volkswirtschaften "Stabilisatoren" wie Arbeitslosenunterstützung, automatische Steuersenkungen (aufgrund niedrigerer Einkommen) und direkte Interventionen wie erhöhte öffentliche Investitionen oder die Senkung der Zinssätze.

Wie dem auch sei, als Anleger sind wir vor allem von den sinkenden Gewinnen betroffen, die der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit mit sich bringt. Es ist jedoch zu beachten, dass **der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit durch eine erhöhte Arbeitslosigkeit verursacht wird**: Arbeitslose müssen ihre Ausgaben reduzieren. **Doch wie sieht es mit der Arbeitslosigkeit aus? Im Folgenden finden Sie die Diagramme für die Europäische Union und die USA.**

Unemployment rates, EU and EA, seasonally adjusted, January 2008 - February 2023



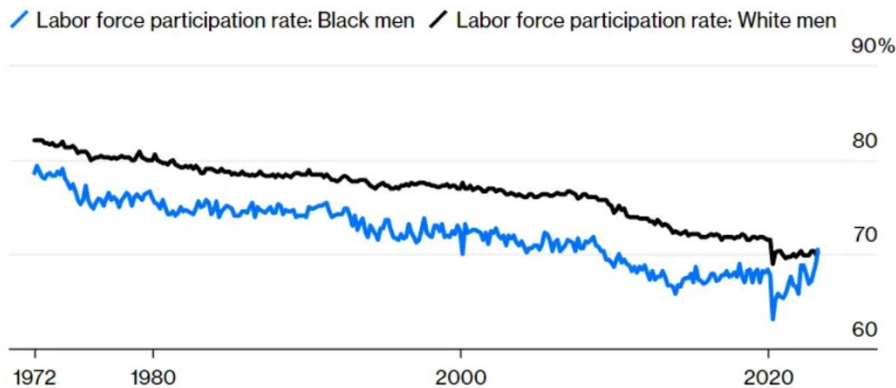
Wie wir sehen können, **deuten sie im Wesentlichen auf die niedrigste Arbeitslosigkeit in der Geschichte hin.** Aber am wichtigsten sind wohl die Beschäftigungszahlen:



Wiederum die besten in der historischen Entwicklung, mit einer Besonderheit: Nehmen wir die USA, so ist dies die Grafik für die Beschäftigung von schwarzen gegenüber weissen Arbeitnehmern. **Zum ersten Mal überhaupt sind schwarze Arbeitnehmer auf dem gleichen Niveau wie ihre weissen Mitbürger.**

Gap Closed

For the first time, Black men are now about as likely to be in the labor force as White men



Source: Bureau of Labor Statistics

All dies zeigt, dass die wirtschaftliche Position der Familien mit niedrigem Einkommen im historischen Vergleich sehr stark ist. Angesichts ihrer Anzahl und ihrer starken Neigung, ihr begrenztes Einkommen auszugeben, sind es genau diese Familien, die die Gesamtnachfrage bestimmen.

Wir werden also mit einer Rezession konfrontiert sein... irgendwann. Moderne Volkswirtschaften sind so beschaffen, dass sie sich der Zyklizität nicht entziehen können, und unerwartete Schocks können immer auftreten. Allerdings befinden wir uns jetzt in einer starken Position, die sicherstellen sollte, dass eine solche Rezession nicht unmittelbar bevorsteht und relativ mild ausfallen wird, wenn sie doch kommt.

Die Wirtschaft ist natürlich nicht der Aktienmarkt. Einige Unternehmen werden besser oder schlechter abschneiden als andere, Rezession hin oder her. Deshalb halten wir es für sehr wichtig, unser Portfolio sorgfältig zu analysieren und sicherzustellen, dass wir Investitionen haben, die sich langfristig gut entwickeln werden, unabhängig von den vorübergehenden wirtschaftlichen Bedingungen.

III. DER LTIF CLASSIC

Der LTIF Classic ist in Q123 um +6% gestiegen

Der Classic startete gut in das Jahr 2023: +6% in Q123 auf 581 EUR p.s.

Die Sektoren, die gut in das Jahr gestartet sind, sind: Industrie (Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Kabelhersteller), Konsum (Basiskonsumgüter und zyklische Konsumgüter), Technologie und Infrastruktur (Zement). Die schlechtesten Sektoren waren Lachs, Gesundheitswesen/Pharma und Energie. Bei den Aktien sind die Anstiege von MTUAeroengines, Prysmian, Thales, Henkel, Pandora, ASML, Buzzi Unicem und Heidelberg Materials hervorzuheben, die alle über 10% liegen. Auf der negativen Seite stehen: Leroy Seafood, Grifols und die Ölgesellschaften Harbour Energy, Cenovus, ConocoPhillips und EOG sind um mehr als 10% gefallen.

Der aktualisierte IRR des Classic liegt bei 13,6 % mit einem inneren Wert (IV) von 850 EUR pro Aktie

Zwei Faktoren verwässern vorübergehend unseren erwarteten IRR und den inneren Wert des Classic, der bei 13,6 % und 850 Euro pro Aktie liegt. **Zum einen verwalten wir das Portfolio mit einer gewissen Vorsicht** (erhöhte Gewichtung der Risikokategorien 1 und 2 sowie einen Teil Cash, der auf interessante Gelegenheiten wartet). **Zum anderen ist der Fonds in den letzten drei Jahren stark gestiegen**; es ist daher normal, dass der IRR und die Wertsteigerung angepasst werden.

Wir halten es für sehr wichtig zu wiederholen, dass der IRR des Fonds in der Vergangenheit (der Classic wurde 2002 aufgelegt, es liegen also Daten aus mehr als 20 Jahren vor) zwischen 12 % und 17 % lag, mit einem Durchschnitt von etwa 14-15 %. Was die Bewertung anbelangt, liegt er also nur sehr geringfügig unter dem Durchschnitt. **Wir müssen langfristig denken und sind sehr darauf bedacht, im Jahr 2028 einen Nettoinventarwert von rund 1000 EUR p.a. zu erreichen, was unserem Ziel von 10 % pro Jahr entspricht.**

40% vom Classic in 10 Namen - wie üblich

In der Regel ist die Hälfte des Fonds in etwa 10 Aktien investiert, wir versuchen also, Konzentration und Diversifizierung zu kombinieren. Ein Blick auf die Tabelle der Top-10 Holdings zeigt, dass wir Value und Qualität oder strategic Value kombinieren, d. h. gute Unternehmen, Manager, Bilanzen und Preise, die die 4Gs bilden.

Bei diesen 10 Namen sind zwei Themen besonders interessant: Erstens **die geringere Gewichtung des Ölsektors** (es gibt kein einziges Ölunternehmen mehr unter den Top 10), da wir die Gewichtung des Sektors aufgrund der Bewertung im Jahr 2022 reduziert haben. Zweitens neigen wir dazu, **in Unternehmen einzusteigen, die sich in Schwierigkeiten befinden**: Sowohl Grifols als auch Unilever befinden sich mitten in einem Umstrukturierungsprozess; Sodexo, ISS und Pandora haben diesen Prozess kürzlich abgeschlossen, aber der Markt ist noch nicht einverstanden. Wir glauben, dass es sich bei diesen fünf Unternehmen um hervorragende Franchise-Unternehmen mit guten Managern handelt, und unsere strategische Analyse deutet darauf hin, dass ihre Geschäftspläne erfolgreich sein werden.

LTIF Classic Top10 Holdings

Sodexo SA	4,8%
Heidelberg Materials AG	4,4%
ISS A/S	4,4%
Grifols SA	4,2%
Unilever Plc.	3,9%
Pandora A/S	3,8%
ING Groep NV	3,6%
Thales SA	3,6%
Medtronic Plc.	3,6%
Leroy Seafood ASA	3,5%
TOTAL	40,0%

Investment Case des Quartals: Nexans (EUR 80 p.s.). Erwarteter IRR: 14%. I.V.: EUR 125 p.s.

Wir haben **Nexans, einen der weltweit führenden Hersteller von Kabeln und verwandten Produkten für die Stromübertragung und -verteilung**, für unseren vierteljährlichen Investment Case ausgewählt. Nexans ist erst kürzlich in den Classic aufgenommen worden, obwohl das Unternehmen ein alter Freund der SIA-Fonds ist.

Wir halten den Energiekabelsektor aus den folgenden Gründen für sehr attraktiv: **Auf der Nachfrageseite ist der Sektor in eine der stärksten Wachstumsphasen seiner Geschichte eingetreten, was auf die Energiewende und die Elektrifizierung der Weltwirtschaft zurückzuführen ist.** Elektrische Kabel und zugehörige Produkte werden im Transportwesen (Autos, Flotten usw.), in Stromerzeugungsanlagen (insbesondere für erneuerbare Energien, Solar, Wind usw.), in der Stromübertragung und in Verteilungsnetzen (Back-up-Systeme, Speicherung usw.) benötigt, und zwar in einem Prozess, dessen Entwicklung Jahrzehnte dauern wird und dessen erwartetes Wachstum das des globalen BIP übersteigt.

Die Angebotsseite dieses Sektors ist für uns am interessantesten, da der mehr als ein Jahrzehnt andauernde Prozess der Konzentration und Selbstdisziplinierung den Sektor radikal verändert hat und ihn zu einer oligopolistischen Struktur gemacht hat. Unseren Zahlen zufolge entfallen auf zwei Unternehmen (Prysmian und Nexans) mehr als 30 % der weltweiten Produktion/Installation von elektrischen Kabeln und zugehörigen Produkten, wobei sie eindeutig den Preis gegenüber der Menge bevorzugen. Ohne kleinere Unternehmen wie NKT zu unterschätzen, sind die einzigen echten Konkurrenten die grossen chinesischen Hersteller, die mittel- und langfristig einen riesigen Markt in China und Asien haben. Folglich brauchen sie die USA und Europa nicht anzugreifen (wo sie auch nicht willkommen sind).

Prysmian hat in den letzten zehn Jahren zwei grosse Wettbewerber aufgekauft (Drakka in Europa und General Cable in den USA). Nexans hat unter der Leitung seines hervorragenden CEO Christopher Guérin selektivere Akquisitionen getätigt und einen radikalen Wandel vollzogen. Die Branche hat viel aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt; die Unternehmen des Sektors, für den Ausschreibungen, Verträge und Risiken von enormer Bedeutung sind, verfügen nun über ein deutlich verbessertes Risikomanagement. **Dieser oligopolistische, wachsende Sektor mit seinen rentablen und risikobewussten Unternehmen sieht wirklich gut aus.**

Was Nexans betrifft, so gefällt uns das Managementteam sehr gut. Dieses Team hat einen sehr wichtigen Umstrukturierungsprozess des Konzerns durchgeführt, fast nach Vorschrift, und dabei die

Kosten gesenkt, seine Anstrengungen auf die vielversprechendsten Marktnischen (z. B. Hochspannungs- und Unterseekabel) konzentriert, die stabilen Nischen als Cash-Cows verwaltet und die Geschäftsbereiche, die sie als Massenware betrachten (Telekommunikations- und nicht wertschöpfende Kabel) zum Verkauf gestellt. Der Prozess ist noch nicht abgeschlossen, aber wir haben grosses Vertrauen in seine Umsetzung. Managementteams können in der Regel viel Wert schaffen, wenn sie einen Plan zur Desinvestition in reife Geschäftsbereiche und zur Investition in attraktivere Geschäftsbereiche solide umsetzen. Es besteht ein Risiko, aber wir haben volles Vertrauen in den CEO und seinen Geschäftsplan.

Nexans ist nicht ausserordentlich billig, aber mit Blick auf 2025 wird das Unternehmen mit einem KGV von 11x und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,6x gehandelt. Auf der Grundlage unserer Zahlen besteht eine gute Chance, dass sie besser als der Konsens ausfallen werden, da 1) die Strategie des Portfoliomanagements umgesetzt wird und 2) die hervorragenden Wachstumschancen gegeben sind. Wir erwarten auch eine allmähliche Verbesserung der Rentabilität der Gruppe, wenn sich die Strategie entfaltet. Es besteht natürlich ein gewisses Ausführungsrisiko.

NEXANS. Konsens			
	2023	2024	2025
PER	14,00	12,30	11,00
EV/EBIT	9,3	8,3	7,6
P/B	1,9	1,7	1,6
ROE	14%	16%	14%

Quelle: Bloomberg

IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES

Nach den Jahren 2021 und 2022 ist der LTIF Natural Resources 2023 gut gestartet

Der LTIF NR hatte ein gutes Jahr 2022 mit einem Anstieg von 13% und begann das Jahr 2023 mit einem Plus von 6% im ersten Quartal. Der Energiesektor startete schwach in das Jahr (-6% in Q123), gefolgt von der Agrar- und Ernährungswirtschaft (+0%), während die beiden Sektoren, die besser abschneiden, der Bergbau (+6%) und die Infrastruktur (insbesondere Zement) (+17%) sind.

Es ist anzumerken, dass wir nach der starken Performance im Jahr 2022 **die Gewichtung von Energie in den letzten Monaten reduziert haben**, so dass **Energie derzeit 35% des Fonds ausmacht, Bergbau weitere 35%, während die verbleibenden 30% zu gleichen Teilen auf Infrastruktur (15%) und Agri-Food (15%) verteilt sind.**

Aktien mit einer Performance von über 10 % in Q123 waren: TGS, Cameco, Ero Copper, Ivanhoe, Southern Copper, Buzzi Unicem, Heidelberg Materials und Prysmian. Bei den Aktien, die um mehr als 10 % zurückgingen, handelte es sich hauptsächlich um Ölgesellschaften (AkerBP, Harbour Energy, Cenovus, ConocoPhillips, EOG und Pioneer) sowie um Kazatomprom und Leroy Seafood.

Ein IRR von 14% und ein I.V. von 208 EUR pro Aktie auf Basis von Mid-Cycle-Zahlen

Der LTIF NR wird derzeit mit einem IRR von 14% und einem inneren Wert von 208 EUR pro Aktie bei 147 EUR pro Aktie gehandelt, was bedeutet, dass es in den letzten Monaten keine wirkliche Veränderung gegeben hat. Wir betonen noch einmal, dass unsere Schätzungen auf Rohstoffpreisen, Margen und Renditen in der Mitte des Zyklus beruhen, d.h. 208 EUR pro Aktie bedeutet, dass die Unternehmen weit unter ihrem Potenzial im aktuellen *Superzyklus* bewertet werden, der unseres Wissens nach viel länger dauern wird als ein normaler Rohstoffzyklus (der in der Regel 5-10 Jahre dauert).

Wir mögen es, die Dinge zu quantifizieren, und stellen daher eine Berechnung vor, die zwar nicht sehr solide, aber doch einigermaßen anschaulich ist: Im "*Panik- oder Bärenmarktmodus*" bewertete der Markt den Fonds im März 2020 mit weniger als 50 Euro pro Anteil (150 Euro unter seinem inneren Wert von etwa 200 Euro); daraus folgt, dass wir nicht ausschliessen können, dass ein Markt, der einen Superzyklus ankündigt und sich im "*Bullen*"-Modus befindet, 150 Euro über dem inneren Wert, d.h. mehr als 350 Euro pro Anteil, liegen wird.

Es klingt verrückt, und es stimmt auch, dass diese Zahlen nur eine Referenz sind, die auf der Marktpsychologie und nicht auf den Fundamentaldaten beruht, aber genau das ist in vielen Zyklen passiert: Die Preise bleiben nicht bei den Schätzungen für die Zyklusmitte oder die Konvergenz stehen, sondern durchqueren sie, um von den Tiefstständen zu den Höchstständen zu gelangen, oder umgekehrt.

Wie auch immer, **wir glauben, dass dieser Fonds einen klaren langfristigen Aufwärtszyklus vor sich hat, und in diesem Szenario wird die erwartete Rendite im Durchschnitt mindestens im niedrigen zweistelligen Bereich pro Jahr liegen, was eine Verdoppelung alle 6-7 Jahre bedeutet (> 300 EUR pro Anteil, nicht weit entfernt von der Pendelrechnung).**

Der Ölpreis ist von seinen Höchstständen stark gefallen. Was ist passiert?

Der Ölpreis ist **von einem Höchststand von fast 140 \$ Brent im März 2022 auf ein Niveau von 80 \$ im April 2023 gefallen**, was eine erhebliche Abwärtskorrektur bedeutet. Diese Entwicklung ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen. Hervorzuheben sind **die etwas schwächere Nachfrage aufgrund der Konjunkturabschwächung und das etwas höhere Angebot aufgrund der Nutzung der strategischen Reserven der USA und einiger an sie gebundener Länder.**

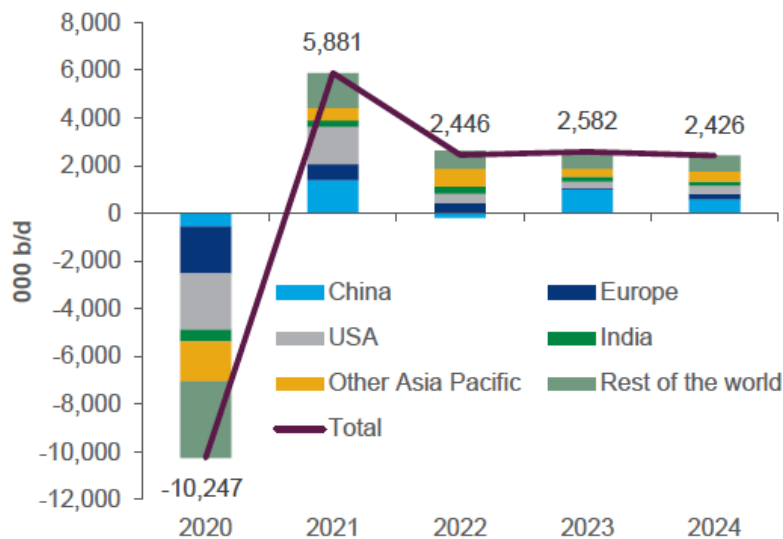
Derzeit gibt es, einschliesslich der jüngsten OPEC+-Kürzung, **weltweit nur sehr geringe Kapazitätsreserven von etwa 3 Mio. Barrel pro Tag. Für das Jahr 2023 wird eine Nachfrage von 102 Mio. b/d und ein Angebot von rund 101 Mio. b/d erwartet.** Mit anderen Worten, ein prognostiziertes Defizit von rund 1 Mio. Barrel pro Tag ab dem zweiten Quartal 2023 vor dem Hintergrund einer extrem niedrigen Kapazitätsreserve, die wahrscheinlich zu einem erneuten Preisanstieg führen wird.

Gemäss des Beratungsunternehmens Wood Mackenzie wird die Nachfrage nach Rohöl (trotz der "Fear of Peak Demand") und anderen Flüssigkeiten (NGL und Biokraftstoffe) in den Jahren 2023 und 2024 auf mehr als 2 Mio. b/d steigen (siehe nachstehende Grafik).

Das Problem ist, dass wir nicht sehen, woher das Angebotswachstum kommen soll: Schieferöl wächst nur sehr langsam (etwa 200.000 b/d, wenn wir die Daten vom April annualisieren), die OPEC hat nur 3 Millionen an freien Kapazitäten (auf einem historischen Tiefstand im Vergleich zur weltweiten Produktion, was ein grosses Risiko darstellt, falls es zu relevanten Konflikten kommen sollte), die russische Produktion wird von den Wirtschaftssanktionen betroffen sein (sie hat bereits eine Kürzung von insgesamt 1 Million b/d angekündigt), und es gibt nur ein marginales Wachstum in Brasilien, Kanada und Guyana - **wenn alles gut geht.**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir davon ausgehen, dass das Angebotswachstum geringer ausfallen wird als das Nachfragewachstum, was vor allem auf die Erholung in China und den Flugverkehr zurückzuführen ist, der wieder das Niveau von vor Covid erreicht.

Global demand annual changes, year-on-year



Quelle: Wood Mackenzie

Unseren Zahlen zufolge und **ausgehend von weitaus weniger Investitionen in Ölprojekte als seit 2013 erforderlich, werden wir nicht nur im Jahr 2023, sondern auch in den Folgejahren ein Defizit haben. Das bedeutet, dass wir in zwei bis drei Jahren die Kapazitätsreserven aufbrauchen werden und die Preise aufgrund der Unelastizität der Nachfrage stark ansteigen werden**, möglicherweise in Richtung eines Niveaus von 150 \$ pro Barrel. Warum 150 Dollar? Weil bei diesem Niveau die Weltwirtschaft und die Nachfrage zu leiden beginnen.

Wer glaubt, dass wir halluzinieren, sollte sich die folgende Frage stellen: **Wie hoch wäre der Ölpreis heute, wenn die USA nicht in der Lage gewesen wären, Schieferöl zu fördern?** In den letzten 7-8 Jahren trug Schieferöl mehr als 10 Millionen Barrel pro Jahr bei, also mehr als 10 % des weltweiten Angebots, obwohl es 2014 praktisch nicht existierte.

Ohne diese 10 Millionen Barrel pro Jahr wäre 1) der Preis auf ein Niveau gestiegen, bei dem die Wirtschaft/Nachfrage nachlässt; 2) solche Preise hätten theoretisch Anreize für neue Investitionen geboten, 3) aber es dauert 5-10 Jahre, bis Investitionen in ausreichendem Umfang getätigt werden, und 4) ein neuer Öl-Aufschwung hätte Mitte der 2010er Jahre begonnen.

Gegenwärtig hat sich das Problem noch verschärft, da es einerseits **keine neuen Schiefervorkommen gibt, aus denen weitere 10 % des Angebots gewonnen werden könnten**, und andererseits die **Investitionen in Ölprojekte** aufgrund der ESG-Barriere (insbesondere in Bezug auf CO₂-Emissionen) und der "Fear of Peak Demand" (FoPD), die davon ausgeht, dass die Ölnachfrage aufgrund der Elektrifizierung der Wirtschaft unaufhaltsam abnimmt, **immer noch sehr niedrig sind**. Diese beiden Faktoren, die sich nicht quantifizieren lassen, haben sich zu einem massiven Hemmnis für die Investitionen in die Ölförderung entwickelt.

Kurz gesagt, wir haben seit Mitte 2022 eine Pause bei den Ölpreisen erlebt, die hauptsächlich auf die wirtschaftliche Verlangsamung zurückzuführen ist, aber wir befürchten, dass dies nur eine vorübergehende Pause ist. Wie üblich haben die Aktienkurse der Ölgesellschaften korrigiert, und wir werden unser Engagement in diesem Sektor in den kommenden Monaten wahrscheinlich wieder erhöhen.

Wir erhöhen allmählich unser Kupferexposure

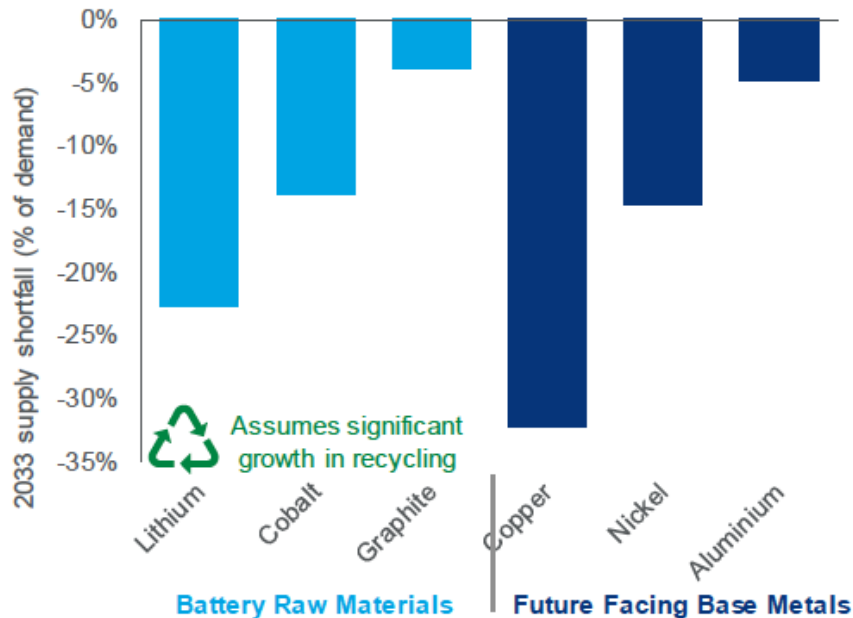
Gegen Mitte 2022 fielen die Bewertungen der Kupferunternehmen wieder auf ein interessanteres Niveau. **Daher haben wir beschlossen, unser Gewicht in der Kupferindustrie zu erhöhen**, wenn auch langsam angesichts der unsicheren Entwicklung der chinesischen Wirtschaft, die mehr als die Hälfte des weltweiten Kupfers verbraucht.

In den letzten Monaten **hat sich gezeigt, dass wir mit unserer Absicht, in Kupfer zu investieren, nicht allein sind** - der Sektor hat grosse Unternehmensübernahmen erlebt. Dies hat nicht nur das Interesse der Bergbauunternehmen an Kupfer auf lange Sicht gezeigt, sondern auch die Knappheit an kaufbaren Vermögenswerten/Minen. BHP hat ein Angebot für OZ Minerals abgegeben, Husbay Minerals hat einer Fusion mit Copper Mountain zugestimmt, und Glencore hat ein feindliches Übernahmeangebot für Teck Minerals abgegeben, einen grossen Kupfer- und Hüttenkohleproduzenten.

Nach einer Analyse des langfristigen Kupferangebots und der Kupfernachfrage kommen wir zu folgendem Schluss: 1) es gibt **genügend neue Minen oder Erweiterungen, um das Angebot bis 2025 zu befriedigen**; 2) es gibt **nicht genügend Projekte, um das normale Nachfragewachstum ab 2025 zu befriedigen**; 3) die **Nachfrage wird aufgrund der Elektrifizierung der Weltwirtschaft weit mehr als die historischen 2 % pro Jahr steigen**; und 4) es ist **äusserst kompliziert, neue Minen zu erschliessen**.

Die folgende Grafik zeigt das prognostizierte Defizit bei der Kupferproduktion im Verhältnis zur Nachfrage, das Wood Mackenzie für das Jahr 2033 auf über 30 % der Nachfrage beziffert.

Requirement for mine supply as % of demand in 2033



Der **Kupferpreis wird in den kommenden Jahren stark ansteigen**, bis hin zur Zerstörung der Nachfrage und zur Substitution (z. B. von Aluminium). Wie Öl ist auch die Kupfernachfrage sehr preisunelastisch, so dass die Preise mittelfristig stark ansteigen werden, sehr wahrscheinlich auf über 5 \$/Lb.

Wir werden unser Exposure in Kupfer weiter ausbauen, auch wenn dies aufgrund des Konzentrationsprozesses in diesem Sektor, in dem es in einigen Jahren wahrscheinlich weniger als die Hälfte der heute börsennotierten Unternehmen geben wird, zunehmend schwieriger wird.

Neue Start-ups und fantastische neue Projekte werden entstehen, wie in jedem Zyklus, aber wir werden nicht in sie investieren.

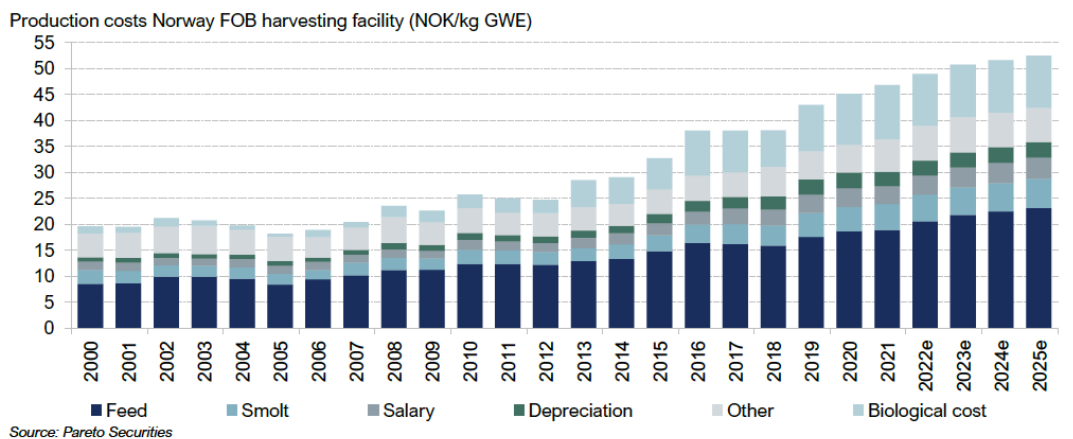
Wir kaufen auch Lachs

Die norwegische Regierung hat einen neuen, etwas weicheren Vorschlag für die neue Ressourcensteuer auf Lachsfarmen vorgelegt. Letztendlich unterschied sich dieser jedoch nicht sehr vom ursprünglichen Vorschlag. Beide Parteien verhandeln noch immer und besuchten die Färöer, um zu erkunden, wie sie ihre Steuern gestalten. Dies ist eine gute Nachricht, da die Steuern auf den Färöern progressiv sind (sie steigen, wenn die Preise und Gewinnspannen über die "normalen" Preise hinausgehen) und das Kostenniveau berücksichtigen. Ausserdem ist dies ein Modell, das Norwegen durchaus übernehmen könnte. Wir werden sehen.

Unserer Ansicht nach sollte **die neue Lachssteuer auch den Anstieg der Kosten für die Lachszucht berücksichtigen, die von 25 NOK pro kg, als wir 2011 mit der Analyse des Sektors begannen, auf 50-55 NOK pro kg gestiegen sind**, was vor allem auf die Kosten für Futtermittel zurückzuführen ist. Wenn wir von einem durchschnittlichen Kapitaleinsatz von 150 NOK pro 1 kg Lachs ausgehen (in der Vergangenheit niedriger, aber auch höher bei Neuinvestitionen) und eine erwartete Rendite von 10 % nach Steuern annehmen, dürfte der Betriebsgewinn nach Steuern bei den derzeitigen 25 % Steuern bei 20 NOK pro kg liegen. Zusammen mit den Kosten von 55 NOK pro kg würde dies einen Break-even-Preis von 75 NOK pro kg bedeuten. Bei einem Steuersatz von 60 % liegt der Nettobetriebsgewinn, der zur Erzielung dieser 10 %igen Rendite erforderlich ist, bei etwa 40 NOK/kg, so dass der Break-even-Preis bei

95 NOK/kg liegen würde. **Höhere Steuern bedeuten weniger Lachs (weniger Investitionen) und höhere Preise für die Verbraucher.**

Estimated average production costs in Norway, 2000-25e



Der Entscheidung der Regierung sehen wir mit gemischten Gefühlen entgegen: **Der gesunde Menschenverstand lässt vermuten, dass die norwegischen Politiker eine ausgewogenere Einigung erzielen werden**, die die Branche wieder auf den Weg der Rentabilität und des interessanten Wachstums bringt. **Die Erfahrung lehrt uns jedoch, dass Regierungen oft unersättlich bei den Steuern sind** und dass der Vorschlag nicht viel ändern wird. **Das ist die Definition von Risiko: Wir wissen es einfach nicht.**

Wir sehen zwei Szenarien: 1) die Regierung behält die Steuer in ihrer jetzigen Form bei, was für den Sektor eine Katastrophe ist, was sich aber bereits in den Aktienkursen widerspiegelt; 2) es kommt zu einer Einigung über einen neuen, ausgewogeneren Steuerrahmen, was die börsennotierten Unternehmen positiv reflektieren und auf das Niveau von vor der neuen Steuer zurückkehren wird. Dies bedeutet eine begrenzte Abwärtsspanne und ein interessantes Aufwärtspotenzial. Unser Basisszenario geht von einer progressiveren und ausgewogeneren Steuer aus, wenn nicht im Jahr 2023, dann wahrscheinlich im Jahr 2025, wenn die Parlamentswahlen anstehen, bei denen die Konservativen derzeit in den Umfragen führen.

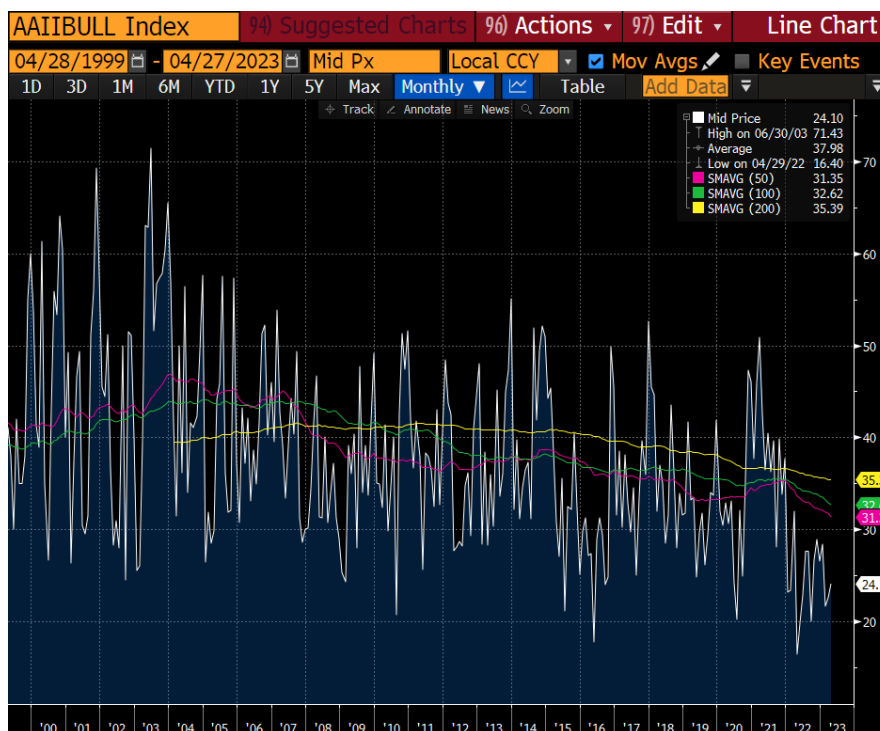
Gleichzeitig geschieht etwas Wichtiges (strukturell, aber immer noch im Hintergrund): **Der Sektor ist weiterhin unterversorgt, und die Lachpreise sind auf über 110 NOK/kg gestiegen. Ausserdem wird erwartet, dass das Angebot die potenzielle Nachfrage in den kommenden Jahren nicht decken wird.** Dies bedeutet höhere Preise.

Eine letzte Frage: Wie lange wird es dauern, bis Chile die Steuern auf Lachs erhöht? Und was dann? Weniger und teurerer Lachs? Ein grossartiges Beispiel für eine grosse Diskrepanz zwischen Politikern und Verbrauchern.

V. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti

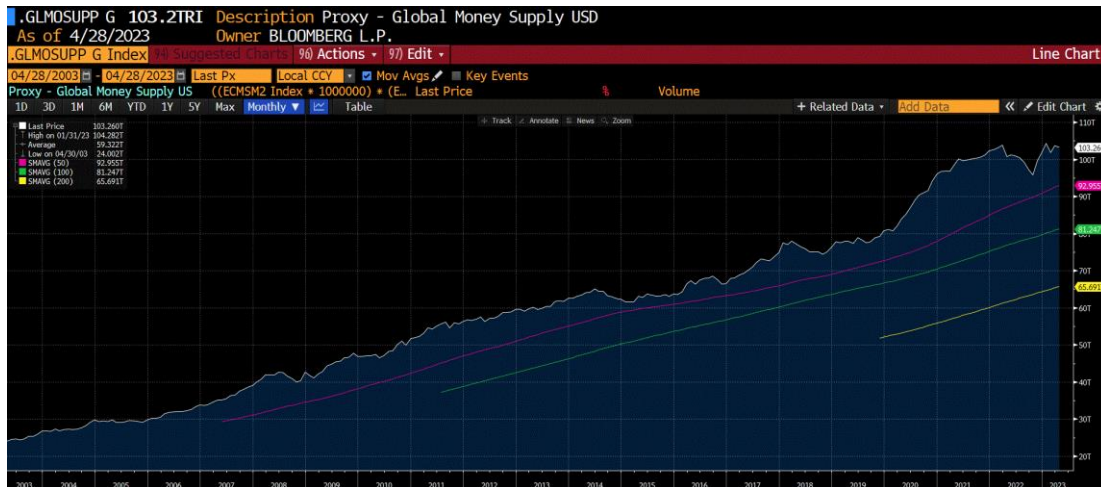
In den letzten Jahren haben wir häufig auf die negative Marktstimmung/Positionierung der Finanzindustrie hingewiesen. Dies scheint ein strukturelles Problem seit Beginn des Jahrtausends zu sein.

Die folgende Grafik zeigt den Prozentsatz der Anleger, die nach Angaben des US-Verbandes der Privatanleger den S&P 500 optimistisch einschätzen. An den Extrempunkten ist dies ein recht guter taktischer (Gegen-)Indikator. Strukturell sind die Anleger seit der Jahrtausendwende vorsichtiger geworden.



"Negative Nachrichten verkaufen sich". Es mag überraschen, aber es gibt Aktienmärkte wie den französischen CAC40, die neue Allzeithochs erreichen bzw. erreicht haben.

Dank unserer mächtigen Zentralbanken kam es zu einer enormen Fehlallokation von Kapital, die zu Über- und Unterinvestitionen führte. Die globale Liquidität (Grafik unten) erlebte bis zum Herbst ein kurzes Intermezzo auf dem Abwärtstrend. Seitdem steigt sie (wie immer) wieder an, insbesondere aufgrund der Geldpolitik in China, Russland und in vielen anderen Ländern ausserhalb des westlichen Blocks. Seit der jüngsten Bankensaga hat sich dieser Trend auch im Westblock umgekehrt. Obwohl der US-Immobilienmarkt von der lokalen US-Politik (Fed) abhängt, ist dies bei Rohstoffen und anderen Sektoren nicht der Fall. Es handelt sich um globale Produkte, und die Nachfrage nach ihnen hängt von globalen Bedürfnissen ab. Man könnte auch argumentieren, dass ihre Nachfrage/Nutzung seit dem Zweiten Weltkrieg geradlinig zugenommen hat.



Angesichts der Politik (und ihrer Folgen) sollte man sich zweimal überlegen, ob man Bargeld hält, das ständig verwässert wird. Dafür gibt es in der Geschichte viele Beispiele.

Nach den Finanzkrisen tendierten die Zinssätze gegen Null. Dies trug dazu bei, das Wohlstandsgefälle zu vergrößern und eine kleine Gruppe von Menschen (natürlich die Reichen) zu bereichern. Die Inflation machte sich in einem engen Segment bemerkbar (Vermögenspreise/Luxusgüter/Kunst usw.). Derzeit kommt das Geld wieder bei allen an.

Vollbeschäftigte Menschen, die keine Angst vor dem Verlust ihres Arbeitsplatzes haben, geben ihr Geld eher aus. Infrastrukturausgaben schaffen Nachfrage nach Materialien (z. B. Zement) und Arbeitskräften. Die Zementpreise sind auf beiden Seiten des Atlantiks in die Höhe geschossen, da die Hersteller die höheren Energiekosten und die Kosten für die Einhaltung der Umweltvorschriften an die Verbraucher weitergegeben haben. In der Folge haben sie ihre Preise weiter erhöht, obwohl ihre Gas- und Stromrechnungen gesunken sind. Aufgrund ihres grossen Volumens und der vergleichsweise hohen Transportkosten sind Zement und Beton in der Regel in der Nähe des Ortes zu finden, an dem sie verwendet werden, und ihre Preise sind unelastisch, da sie nicht ersetzt werden können. Beton macht nur einen kleinen Teil der Gesamtkosten eines Bauvorhabens aus, und jede Verzögerung ist kostspielig. Man sollte sich glücklich schätzen, wenn man die Möglichkeit hat, in ein solches Monopol zu investieren – Unternehmen, die eine Bewertung von fünfmal EV/EBITDA aufweisen, oftmals mit einer Nettoverschuldung von Null.

Der Rohstoffsektor leidet unter ständigen Steuererhöhungen, ESG-Kosten usw. Das Ergebnis wird, wie im Fall von Zement, überall das gleiche sein. Letztendlich werden die Verbraucher für alle Kosten aufkommen müssen. Doch dabei wird es nicht bleiben. Die Lieferungen/Investitionen werden reduziert und die Preise steigen tendenziell, um die Margen, Gewinne, Dividenden und Aktienrückkäufe weiter zu erhöhen.

Fortschreitende Konsolidierung. Glencore legt ein feindliches Angebot für Teck vor

Das wichtigste Thema in der Bergbauindustrie ist die angekündigte Ausgliederung des (sehr guten) Kohlegeschäfts von Teck und der anschliessende Übernahmever such von Glencore. Alle wollen ihr Kupferengagement erhöhen, aber es gibt nicht viel zu kaufen. First Quantum könnte das letzte verbleibende Ziel sein.

Die grossen Unternehmen (Rio, BHP und Vale) sind zu gross, obwohl Anglo/Freeport eine Ausnahme sein könnte. Rio, BHP und Vale sind ohnehin Eisenerzunternehmen. Andere wie Codelco, KGHM und Zijin sind in Staatsbesitz oder in Familienbesitz/Partnerschaften wie Southern Peru Copper, Glencore, Antofagasta, Norilsk, Ivanhoe und Lundin. Danach kommt man auf die Ebene der Unternehmen mit nur einer, oftmals marginalen, Mine, was für grosse Unternehmen nicht hilfreich ist. Andere Basismetalle sind noch kleiner und stärker konzentriert. Hochwertiges Nickel gehört zu Vale/Norilsk/Glencore/BHP. Zinkkonzentrat wird hauptsächlich von Teck/Glencore kontrolliert.

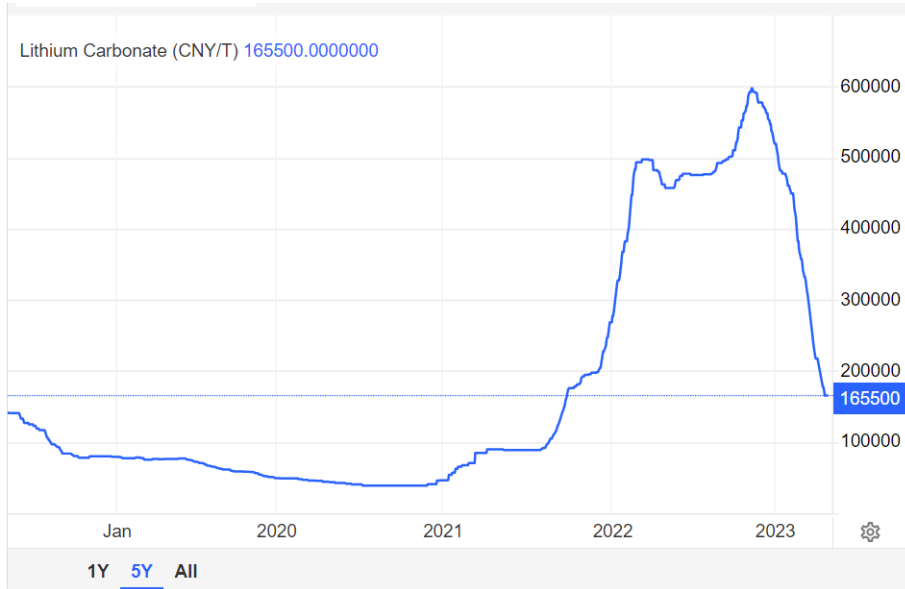
Glencore hat seine Wurzeln im Handel und im Abschluss von Geschäften. Als solches neigt das Unternehmen dazu, schneller als andere zu handeln. Eines der Credos des Unternehmens lautet: Kaufen statt bauen. Das ist ziemlich offensichtlich, wenn man zu Beginn eines grossen Haussezyklus zum vierfachen EV/EBITDA (schuldenfrei) kaufen kann, anstatt ein Projekt zu bauen, das Jahre dauert und bei dem man mit Investitionskosteninflation, rechtlichen/genehmigungsrechtlichen Problemen usw. zu kämpfen hat. Antamina ist eine der wichtigsten Anlagen von Teck. Es ist ein Joint Venture zwischen Teck (22,5 %), BHP (33,75 %), Glencore (33,75 %) und Mitsubishi (10 %). Es würde uns nicht überraschen, wenn es zu einem Bieterkrieg kommt und BHP die Bühne betritt. Dies geschah während des letzten Zyklus mit Western Mining, Inco, Phelps Dodge und Falconbridge, um nur einige zu nennen. Ausserdem sind die Unternehmen praktisch schuldenfrei, die Dividenden sind bereits hoch, die Bewertungen sind günstig, und die Transaktionen sind vom ersten Tag an gewinnbringend. Kleinere Unternehmen werden kleinere Minen konsolidieren, wofür Hudbay/Copper Mountain ein Beispiel ist.

Einige Unternehmen dürften in neue Geschäftsbereiche expandieren, wie BHP in den Bereich Kali oder allenfalls Uran. Cameco/Kazatomprom kontrolliert 50 % des primären Uranangebots. BHP ist ein nicht unbedeutender Uranproduzent, der in seiner Olympic Dam Mine Uran als Nebenprodukt von Kupfer/Gold abbaut. Rio war früher ein grosser Uranproduzent in Australien/Namibia.

Angesichts der Bewertungen wäre die Ölindustrie ein naheliegendes Ziel. Für nur 10 Mrd. USD könnte man einen erheblichen Anteil in der Nordsee erwerben. Aber wie wir wissen, ist der Trend ein anderer. Vor allem die politisch beeinflussten westlichen Grosskonzerne ziehen es vor, ihre wertvollen Ölvorkommen in der Talsohle des Zyklus zu verschenken. Die französische Total hat gerade den Verkauf ihres kanadischen Geschäfts an Suncor angekündigt. Wir bevorzugen nach wie vor Unternehmen wie Suncor, die ihr Ölgeschäft stärken, im Gegensatz zu den europäischen Majors, die ihre Ölkтива zu Tiefstpreisen verschenken. Wie üblich sind die Amerikaner geschäftsorientierter, wie das Interesse von Exxon an Pioneer (eine Beteiligung des NR-Fonds) zeigt.

Bei Lithium wird ein enormes Nachfragewachstum erwartet, und das Angebot ist begrenzt. Letztlich möchten wir die Aufmerksamkeit auf die Analyse von Investitionen/Investitionen/Angebot und ihre Bedeutung im Rohstoffbereich lenken. Wir haben dieses Thema schon unzählige Male diskutiert. Der Rohstoffverbrauch korreliert mit dem globalen BSP. Weder ein Superzyklus noch technologische Wunder haben einen unmittelbaren Effekt. Dies sind Geschichten, die zu spekulativem Bestandsaufbau und Überinvestitionen führen, sowie zu Unterinvestitionen im Falle von Rohöl, das am anderen Ende der Skala liegt. Die Welt entwickelt sich ständig weiter, und sie braucht ständig mehr Ressourcen aller Art. Der technologische Fortschritt ist eine normale Entwicklung, die es schon immer gegeben hat. Die Grafik ist ein typisches Beispiel für einen Hype, der zu Überinvestitionen geführt hat. Aus vielen Gründen ist der gesamte Verkehr noch nicht elektrisch und wird es auch in absehbarer Zukunft nicht sein, obwohl er wächst. Diese Machbarkeit basiert nicht nur auf Lithium, sondern auf vielen anderen Faktoren, darunter Energie (Kohle, Atom oder Gas), Infrastruktur (Kupfer und Zement) usw. Es wird einige Zeit dauern, bis sich diese Überinvestitionen normalisieren. Unternehmen werden verschwinden, marginale Minen werden aufhören zu produzieren, Projekte werden aufgegeben, und es wird viel Geld verloren gehen. Schliesslich wird das Überangebot korrigiert werden, und eine Investition kann in Betracht gezogen werden. Albemarle ist das beste Unternehmen auf dem Lithiummarkt. Es war

vor einigen Jahren in unserem NR-Fonds enthalten, bevor der Hype begann und es zu teuer wurde. Bei deutlich niedrigeren Preisen könnte es in Zukunft wieder ein interessantes Ziel sein.



Marcos Hernández Aguado
José Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team

Mai 2023



SIA Funds AG is an authorized Asset Manager of collective investment schemes, regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA.



Email
info@s-i-a.ch



Phone
+41 55 617 28 70



Website
www.s-i-a.ch



Office
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Switzerland

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 Kollektivanlagengesetzes von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) für den Vertrieb in und aus der Schweiz zugelassen. Die Zahlstelle ist Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz. Der gesetzliche Vertreter in der Schweiz ist FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz; der Finanzmarktaufsicht in Österreich gemeldet gemäss §36 des Investmentfondsgesetzes; in Frankreich autorisiert von der Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF gemäss Art. 411-58 der allgemeinen Vorschriften der AMF; in Deutschland autorisiert von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäss §132 des Kapitalanlagegesetzes; in Italien autorisiert von der italienischen Zentralbank und der Börsenaufsichtsbehörde CONSOB gemäss Artikel 42 des Gesetzesdekrets 58 vom 24. Februar 1998; in Spanien registriert im Register der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt (CNMV) für in Spanien vertriebene ausländische kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 15 des Gesetzes über kollektive Anlageinstrumente; im Vereinigten Königreich von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA zugelassen als anerkannter Plan im Sinne von Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte aus dem Jahr 2000.

LTIF – Classic EUR

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

LTIF – Classic USD

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

LTIF – Classic CHF

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

LTIF – Classic EUR-D

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

LTIF – Natural Resources EUR

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

LTIF – Natural Resources USD

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

LTIF – Natural Resources CHF

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

Zentrale Verwaltungsstelle

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

Anlageverwaltungsgesellschaft

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Schweiz

Depotstelle

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

Eingetragener Firmensitz

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