

Newsletter

September 2023

- *I. REZESSION? NIEMAND WEISS ES* 2
- *II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo* 7
- *III. DER LTIF CLASSIC* 8
- *IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES* 12
- *V. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti* 17
- *Rechtliche Hinweise* 21

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

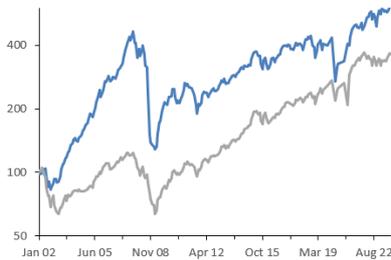
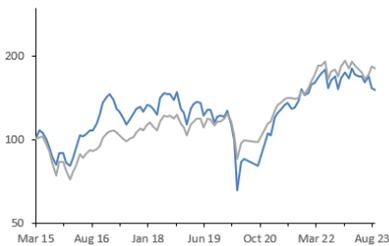


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



“Ein schwacher Aktienmarkt wird uns wahrscheinlich erhebliche Vorteile verschaffen.”

Warren Buffett & Charlie Munger

Überblick über unsere Fonds

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

August 31, 2023	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	612.08	6.7%	12.0%	8.7%	93
LTIF Natural Resources [EUR]	139.93	-6.7%	-2.8%	2.3%	79

Quelle: SIA Group

I. REZESSION? NIEMAND WEISS ES

Die makroökonomische Abschwächung hält an

Unser makroökonomisches Szenario, das nicht die Grundlage für unsere Investitionsentscheidungen bildet, uns aber hilft, unnötige Risiken zu vermeiden, bleibt bestehen: **Das Wachstum in den USA und Europa verlangsamt sich weiter, und diese Regionen könnten bis Ende des Jahres mit einer leichten Rezession liebäugeln. China hingegen setzt weiterhin auf einen Wirtschaftsaufschwung, der noch nicht in Gang gekommen ist.**

Von den fünf Indikatoren, die wir seit Beginn der aktuellen Konjunkturabschwächung im Detail verfolgt haben, befinden sich vier weiterhin im negativen Delta:

- globale PMIs (Purchasing Manager Indices) schwächen sich weiter ab - deutliche Anzeichen einer Verlangsamung;
- die Zinssätze in den USA und Europa steigen weiter, dürften aber bald ihren Höhepunkt erreichen;
- die Gewinnkorrekturen nach unten setzen sich in den zyklischen Sektoren fort, wie z.B. Chemieunternehmen; und
- die globale Liquidität schrumpft weiter (angeheizt durch steigende Zinsen, quantitatives Tapering und einen stärkeren USD).

Nur China (+) weist ein positives Delta auf, auch wenn die Erholung langsamer verläuft als erwartet. Alle oben genannten Daten fassen ein ganz normales Ende des Aufschwungs zusammen. Wir sehen keine grösseren strukturellen Probleme in den grössten Volkswirtschaften der Welt und auch keine systemischen Blasen, die korrigiert werden müssten. Die einzigen Ausnahmen sind vielleicht die Auswirkungen der steigenden Zinssätze auf die globalen festverzinslichen Wertpapiere (und dergleichen), die wir nur schwer quantifizieren können, und die strukturellen

Herausforderungen, die eine chinesische Wirtschaft im Umbruch mit sich bringt.

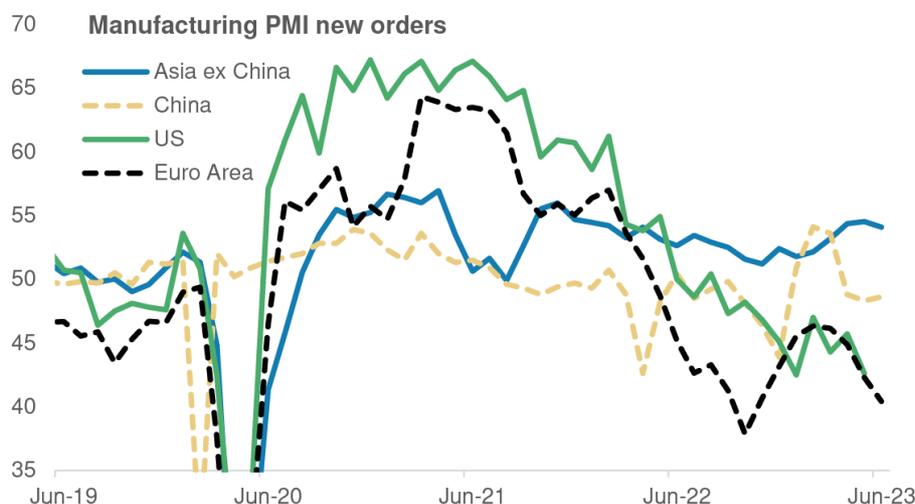
Vorerst haben sich die eher rezessiven Thesen als falsch erwiesen, was unserer Meinung nach auf die Stärke des Dienstleistungssektors zurückzuführen ist, die etwas unbemerkt geblieben ist: 1) dem Basiseffekt von COVID-19 im Zeitraum 2020-2022, 2) den angesammelten Ersparnissen der Haushalte, die 2023 ausgegeben werden, und 3) den fiskalischen Impulsen, die viele Länder umgesetzt haben. Infolgedessen bleibt der Arbeitsmarkt erstaunlich stark und wird durch ein Ungleichgewicht in der Zuwanderung angeheizt. Vor diesem Hintergrund wird der Dienstleistungssektor 2023 weiter wachsen. Wir rechnen weder für 2023 noch für 2024 mit einem starken Rückgang der Beschäftigung, sondern mit Anpassungen im Einklang mit einer leichten Konjunkturabschwächung. Wir sollten nicht vergessen, dass die Beschäftigung ein nachlaufender Indikator ist.

PMIs im Abwärtstrend

Der Trend zur Konjunkturabschwächung, der Mitte 2022 in den USA und Europa einsetzte, hält an, wie der PMI-Index für Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe zeigt. China stabilisiert sich um die 50er-Marke, und nur Asien ohne China verzeichnet weiterhin ein Wachstum der Aufträge.

In unserem Basisszenario wird sich die Konjunktur in Europa und den USA weiter abschwächen, möglicherweise bis Ende 2023, da sich die steigenden Zinssätze mit Verzögerung auf viele Sektoren auswirken. Für Asien sind wir optimistischer, da wir glauben, dass dort ein neuer Zyklus begonnen hat, auch wenn wir darauf warten, dass China seine Erholung festigt.

Schwache Auftragslage in der Industrie in den USA und Europa. Asien besser

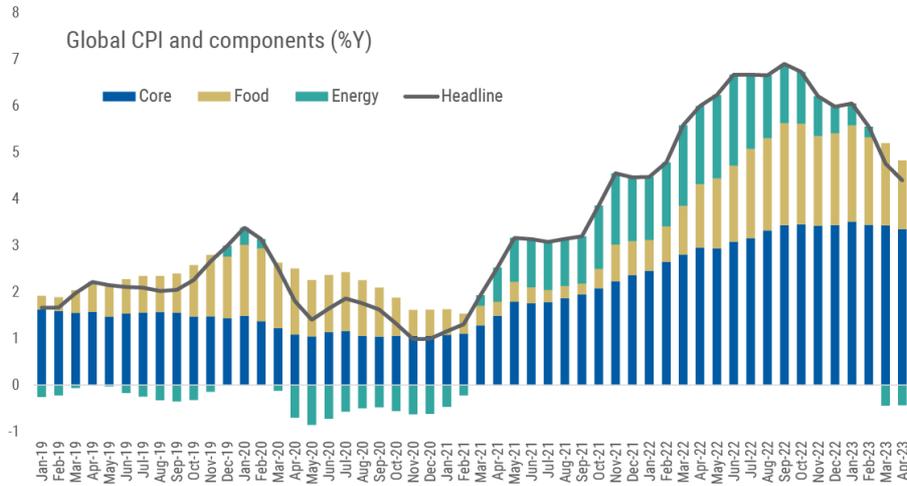


Auch die Inflation verlangsamt sich und die Zinssätze nähern sich ihrem Höchststand

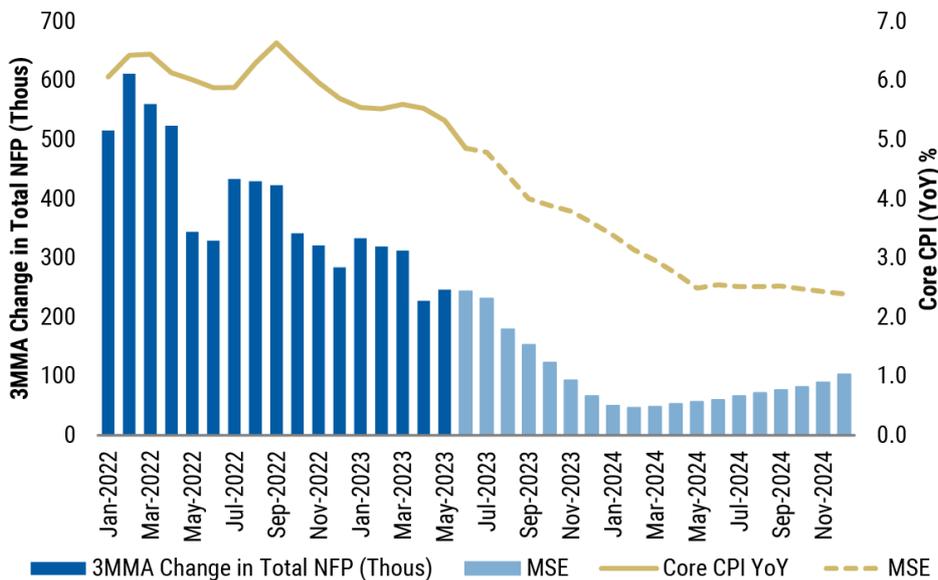
Wie wir bereits vor einigen Quartalen erwartet haben, **setzt die Inflation ihren Ende 2022 begonnenen Normalisierungskurs fort.** Der Energieanteil hat sich bereits vollständig normalisiert, während der Lebensmittelanteil begonnen hat, sich abzuschwächen. Wir sind jedoch der Meinung, dass Beschäftigung, Dienstleistungen und Wohnen die Kerninflationenkomponenten sind, die etwas länger brauchen werden, um sich anzupassen.

Unser Basisszenario geht von einer Inflation in der Grössenordnung von 3,5 % bis Ende 2023 und einem niedrigeren Wert im Jahr 2024 aus.

Die Inflation auf globaler Ebene normalisiert sich weiter, wie wir erwartet haben



Schaffung von Arbeitsplätzen in den USA und Inflationserwartungen

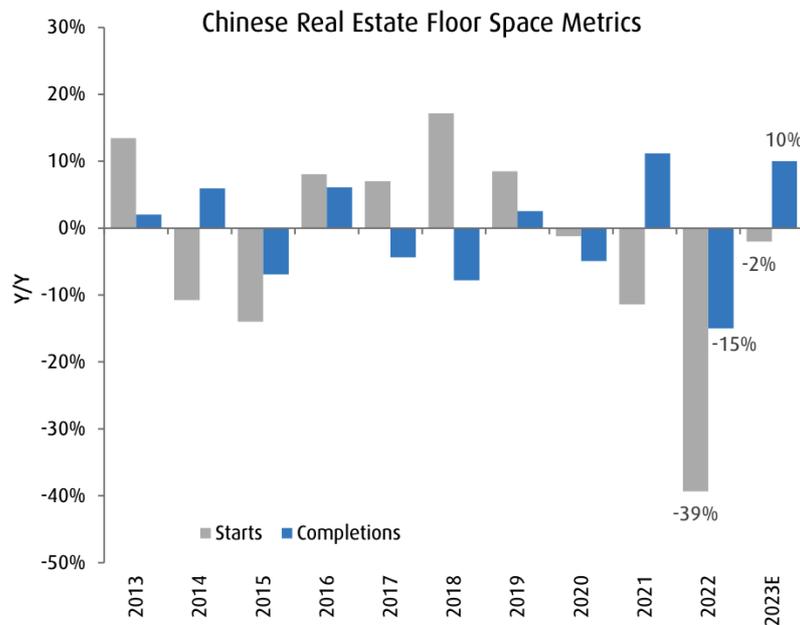


China hat eine Erholungsphase eingeleitet, die jedoch langsamer verläuft als erwartet

Nach der Schliessung der Wirtschaft durch COVID im Jahr 2022 und der Öffnung im Dezember desselben Jahres hat sich **die chinesische Wirtschaft aufgrund der Schwäche des Immobiliensektors und der Exporte etwas langsamer erholt als erwartet**. Dennoch wuchs das chinesische BIP im zweiten Quartal um 6 %, und für 2023 wird mit einem Wachstum von 4-5 % gerechnet. Im Gegensatz zu vielen Schwarzmalern glauben wir weiterhin, dass China seine Wirtschaft stärken wird, da es immer noch viele Hebel hat, an denen es drehen kann. Wir erwarten mehr öffentliche Investitionen in die Infrastruktur,

diesmal in die Energiewende, Unterstützung für den Immobiliensektor und eine erneuerte Fähigkeit, im Ausland zu konkurrieren, was alles durch die schwächere Währung unterstützt werden dürfte.

Der chinesische Immobiliensektor ist nach wie vor schwach, aber wir erwarten eine Verbesserung.



Source: NBS, BMO Capital Markets

Der Aktienmarkt könnte sich korrigieren oder auch nicht. Sollte er fallen, werden wir einfach billiger kaufen

Das makroökonomische Umfeld ist eine Sache, der Aktienmarkt ist eine andere. Bislang hat sich der Aktienmarkt im Jahr 2023 gut entwickelt, und die meisten Indizes liegen im positiven Bereich. Allerdings weichen die Sektoren stark voneinander ab, da **der Technologiesektor den grössten Teil des Anstiegs der globalen Indizes ausmacht.**

Obwohl zahlreiche Finanzexperten versuchen vorherzusagen, **ob sich die Märkte nach oben oder nach unten bewegen werden, ist es unmöglich, dies zu wissen**, da der Aktienmarkt die derzeitige Konjunkturabschwächung oder sogar eine Rezession einpreisen könnte, oder im Gegenteil, er könnte den erwarteten Aufschwung im Jahr 2024 oder viele andere mögliche Szenarien widerspiegeln. Ausserdem ist das globale sozioökonomische Modell zu dynamisch, um Vorhersagen zu treffen, da tausend Dinge geschehen können, die die eine oder andere Richtung verstärken, wie z. B. die Aufnahme von Verhandlungen zwischen Russland und der Ukraine oder die Senkung der Zinssätze in den USA, die früher als erwartet erfolgt.

Seit dem Beginn des Abschwungs vor einem Jahr sind wir bei der Verwaltung des LTIF Classic und des LTIF Natural Resources weiterhin eher konservativ. Das bedeutet, dass wir einen Teil der Barmittel behalten und 1-2 Kategorien in den Fonds stärker gewichten, um bei einer Marktkorrektur hart zuschlagen zu können. Wenn es keine Korrektur gibt, werden wir unseren Weg fortsetzen, eine zweistellige jährliche Rendite zu erzielen. **Wir sehen uns eher als Unternehmer denn Investoren, d.h. kurzfristige Volatilität macht uns nichts aus, sondern wir nutzen sie, um von höheren Rabatten zu profitieren.**

Der Aufschwung im Technologiesektor ist normal. Es sieht nach einer technischen Erholung aus, die durch das KI-Narrativ angeheizt wird

Der amerikanische Referenzindex SPX500 ist in diesem Jahr in USD bisher um 16-17 % gestiegen, bereinigt um die grossen Technologieunternehmen beträgt der Anstieg jedoch nur 2-3 %. Zwei Bemerkungen: Der Markt ohne Technologieunternehmen verhält sich normal, indem er vor dem Hintergrund einer Konjunkturabschwächung und steigender Zinsen abwartet, während die Technologieunternehmen, insbesondere die Large Caps, wieder sehr hohe Bewertungsniveaus erreichen.

Dies ist an diesem Punkt des Zyklus ganz normal; wir haben es in den Jahren 1999-2000 und 2007-2008 erlebt, als es einen starken technischen Aufschwung bei Tech-Aktien gab. Darauf folgte ein realistischerer Trend mit weniger Wachstum und Margen, zunehmend schwierigeren Finanzierungsbedingungen und Bewertungen, die sich stärker an der Realität der Cashflows orientieren.

Öffentliche Defizite und Schulden, zukünftige Probleme

Deutschland hat in verschiedenen Erklärungen dargelegt, worin eine der grossen Herausforderungen für die meisten Volkswirtschaften in den nächsten Jahren bestehen könnte: öffentliche Defizite und Schulden, die durch die starke Liquiditätszufuhr nach der globalen Finanzkrise 2008/2009, der europäischen Krise 2011/2012 und der COVID-19-Krise 2020 noch verschärft wurden.

Wir nähern uns dem Beginn eines neuen Zyklus, der wahrscheinlich ein Zyklus mit geringerem Wachstum sein wird, da die Defizite und Schulden unter Kontrolle gehalten werden müssen und die meisten Industrieländer eine alternde Bevölkerung haben.

Unsere beiden Fonds sind gut in das Jahr 2023 gestartet. Nicht besorgt über KI

Die Wertentwicklung des LTIF Classic entspricht unserem Ziel (10 % pro Jahr netto), da wir im Juni 2023 um 4 % und Anfang September um 9 % gestiegen sind. Das mag im Vergleich zum amerikanischen SPX-Index (+16%) nicht viel erscheinen, aber wenn wir den Index um die grossen Technologiewerte bereinigen, ist die Performance ähnlich. Es macht Sinn, dass sich die Märkte vor dem Hintergrund der Verlangsamung und der Gefahr einer Rezession nicht stark bewegen. Wie wir bereits erwähnt haben, scheint der Aufschwung bei den Technologiewerten ein technischer Aufschwung zu sein, der durch das Thema künstliche Intelligenz angeheizt wird.

Der Natural Resources Fonds liegt mit einem Plus von 11 % im Jahresvergleich ebenfalls voll im Rahmen unserer Ziele.

Viele Marktteilnehmer der Anlagebranche fragen sich, wie sie von dem erwarteten Wachstum der künstlichen Intelligenz profitieren können. Bei SIA schliessen wir uns einem bekannten Manager an, der erklärte, **dass er die Natural Stupidity (NS) von Mr. Market weitaus stärker ausnutzen würde als die künstliche Intelligenz (KI).** Wir sind uns nämlich darüber im Klaren, dass die künstliche Intelligenz ein strukturelles Querschnittsphänomen sein wird, das wahrscheinlich die meisten Sektoren betreffen wird. Wir werden daher zunächst versuchen, es gut zu verstehen, um anschliessend potenzielle Gewinner und - noch wichtiger - Verlierer zu ermitteln.

II. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo

Vor zwei Jahren, im Mai 2021, stellte die Internationale Energieagentur fest, dass mit einem durchschnittlichen Tagesverbrauch von 100 Millionen Barrel pro Tag (mbd) der "Peak Oil" im Jahr 2019 erreicht worden war. Sie schätzte, dass die Nachfrage bis 2030 auf 75 mbd sinken würde.

Diese Schätzungen wirkten sich natürlich sehr negativ auf die Bewertung von Ölförderunternehmen aus, da man für Unternehmen, die nicht wachsen können, viel weniger zahlt und für Unternehmen in einem rückläufigen Geschäft noch weniger.

In ihrer jüngsten Analyse "Oil 2023" geht die Internationale Energieagentur davon aus, dass die Ölnachfrage in diesem Jahr höher sein wird als 2019 (dem vermeintlichen "Höhepunkt") und 2028 105 bpd erreichen wird. Tatsächlich wird die Nachfrage bis zum Ende des laufenden Jahres voraussichtlich 103 mbd erreichen, während das BIP-Wachstum in Europa und China schwach ist.

Ist es möglich, etwas Klarheit über den Ölmarkt zu gewinnen? Dies ist äusserst wichtig, nicht nur für Energieinvestoren (niemand wird gezwungen, in Energie zu investieren), sondern auch für die Wirtschaft insgesamt. Wenn Öl teuer ist, bedeutet dies einen enormen Vermögenstransfer von nicht produzierenden zu produzierenden Ländern, d. h. für viele Länder 2-3 % ihres BIP pro Jahr, mehr als in den meisten Rezessionen verloren geht.

Die zukünftige Nachfrage nach jedem Rohstoff hängt natürlich von vielen Annahmen ab, von denen einige vernünftiger sind als andere. **An unserem 6. Natural Resources Day in Zürich werden wir ausführlich darlegen, warum wir glauben, dass die Nachfrage nach Öl noch lange, lange Zeit steigen wird.**

Was für einen Energieinvestor wirklich zählt, ist der Preis, der nicht nur von der Nachfrage, sondern auch vom Angebot bestimmt wird. Zwischen 2014 und 2021 stieg die Nachfrage weiter an, während die Preise einbrachen. Der Grund dafür war der Anstieg des Schieferölangebots. Wir werden uns daher auch das potenzielle Angebot genauer ansehen, von dem wir annehmen, dass es Schwierigkeiten haben wird, die Nachfrage zu decken.

Wie wir bereits mehrfach erwähnt haben, ist die Schlussfolgerung, dass wir für viele Jahre mit hohen Ölpreisen rechnen sollten, auch wenn der Markt kurzfristig volatil bleiben wird.

III. DER LTIF CLASSIC

Der LTIF Classic ist bis Juni um +4,3 % und bis Mitte September um +9 % gestiegen

In Anbetracht unseres Ziels einer jährlichen Rendite von 10 % hat der LTIF Classic seine Aufgabe zur Jahresmitte erfüllt (+4 %). **Die Monate Juli und August waren für den Classic mit +9 % und einem NAV von über 600 € pro Anteil besser.**

Aufgeschlüsselt nach Sektoren waren **Technologie (+31%; Halbleiterausrüstung), Industrie (+9%; Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und elektrische Kabel), Dienstleistungen (+12%; hauptsächlich Reinigung und Catering) und Zement (+36%) die besten Sektoren, während Lachs (-16%) und Energie (-13%) die schlechtesten waren.**

Bei den Aktien mit einer Aufwertung von mehr als 10 % heben wir Metso, Prysmian, Thales, Compass Group, Pandora, Sodexo, Medtronic, ASML, Buzzi, Heidelberg Materials, ING und VISA hervor. Auf der negativen Seite heben wir den Rückgang von Grieg Seafood, Leroy Seafood, Mowi, Harbour, Cenovus, ConocoPhillips; EOG, Suncor und Hudbay Minerals hervor.

Da wir bei keinem dieser Unternehmen eine strukturelle Veränderung voraussehen, werden wir wie immer die Werte, die über unsere Zielvorgaben hinausgehen, reduzieren und die Werte, die unter unseren Mindestwerten liegen, kaufen. Wenn sich unsere Anlagethesen als richtig erweisen, dürfte **diese Neugewichtung die Jahresperformance um etwa 1 Punkt verbessern. Das hört sich wenig an, aber langfristig gesehen sind das etwa 25 % des von uns angestrebten jährlichen Alpha von 4 Prozentpunkten.**

Der aktualisierte IRR des Classic liegt bei 14,2 % mit einem inneren Wert (IV) von 920 EUR pro Aktie

Dank des Rebalancings und der Aufnahme neuer Unternehmen in das Portfolio erhöhen wir kontinuierlich den inneren Wert des Classic, der derzeit bei über 900 Euro pro Anteil liegt, mit einer geschätzten Kapitalrendite von 14,2 %, was dem historischen Durchschnitt entspricht (Spanne von 12-17 %). **Dies bedeutet, dass der Fonds derzeit korrekt bewertet ist und unserem Ziel entspricht, bis Ende des Jahres 625 Euro pro Jahr und in 5 Jahren, also bis 2028, 1000 Euro pro Anteil zu erreichen.**

Wir haben beschlossen, einen Chart mit unserem NAV 10% 2020-2030 zu erstellen, das einfach von einer jährlichen Rendite von 10% bis 2030 ausgeht (siehe unten). Wir alle wissen, dass dies nicht der Fall sein wird, und es wird bessere und schlechtere Jahre geben, positive und negative Jahre... **Wir sind jedoch davon überzeugt, dass das Ende des Weges nicht allzu sehr von dieser Hochrechnung abweichen wird, was eine kontraintuitive Tatsache verdeutlicht: Je mehr Korrekturen und Rückgänge der Markt hat, desto besser werden wir auf lange Sicht abschneiden.**



In Zukunft werden wir alle Erklärungen geben, wenn der Classic deutlich unter oder über dieser NAV-Schätzung liegt, und so versuchen, so viel wie möglich aus diesen Umständen zu lernen.

Lassen Sie uns an dieser Stelle **die erstaunliche Beziehung zwischen Zinseszins und langfristiger Rendite** noch einmal hervorheben. Einige Freunde, Anlageexperten und Führungskräfte sagen uns, dass 10 % nicht wirklich viel sind: Unser Gegenargument ist, dass **10 % pro Jahr eine Verdoppelung der Investition alle 7 Jahre, eine Multiplikation mit 4 alle 14 Jahre und eine Multiplikation mit 8 alle 21 Jahre bedeuten**; in unserem Fall ist dies mit einem sehr begrenzten realen Risiko und ohne Hebelwirkung verbunden.

Wir glauben auch nicht, dass die durchschnittliche Rendite der meisten Pensionsfonds auch nur annähernd auf diesem Niveau liegt, um ein Beispiel zu nennen.

42% des Classic in 10 Namen

Wie in unseren Newslettern üblich, zeigen wir nachfolgend eine Tabelle mit den **10 grössten Positionen des LTIF Classic Fonds, die derzeit 42% des Fonds** ausmachen. **Die wichtigste Position, Grifols**, die wir in früheren Newslettern ausführlich besprochen haben, **sticht mit mehr als 7 % des Portfolios ins Auge**.

Ausnahmsweise haben wir eine Regel, die wir normalerweise strikt befolgen, vorübergehend ausser Acht gelassen: **keine black dogs im Portfolio**. Schwarze Hunde sind dominante Positionen in einem Portfolio, Unternehmen mit hohem Bekanntheitsgrad und hoher Überzeugung, von denen die Manager besessen sind. Grifols macht derzeit 7 % des Classic aus, und dieses Gewicht wird sich nur erhöhen, wenn die Aktie weiter steigt. In jedem Fall handelt es sich um grössere Positionen (>10%), die wir weder halten können (OGAW-Limit) noch aus Risikogründen halten wollen.

Bekanntlich streben wir stets eine Konzentration in Verbindung mit einer strukturellen Diversifizierung an, was sich in den folgenden 10 Positionen zeigt, die ein hohes Gewicht und eine solide geschäftliche und geografische Diversifizierung aufweisen.

LTIF Classic Top10 Holdings

Grifols SA	7,3%
ISS A/S	4,4%
Pandora A/S	4,0%
Unilever Plc.	3,9%
Heidelberg Materials AG	3,9%

Medtronic Plc.	3,8%
Buzzi Spa.	3,8%
Sodexo SA	3,6%
First Quantum Minerals Ltd.	3,5%
Cenovus Energy Inc.	3,4%
TOTAL	42,0%

Investment Case des Quartals: Leroy Seafood (NOK 42 p.s.). Erwarteter IRR: 20%. I.V.: NOK 90 p.s.

Leroy Seafood ist eines der führenden Lachszuchtunternehmen Norwegens.

Mit einer geschätzten Produktion von atlantischem Lachs (und Forellen) von 200'000 Tonnen im Jahr 2025 ist Leroy Seafood einer der grössten Lachszüchter der Welt (Mowi, die Nr. 1, produziert rund 400'000 Tonnen). In den vergangenen zwei Jahrzehnten hat Leroy die gesamte Wertschöpfungskette der Lachsindustrie entwickelt, von der Eierzeugung bis hin zum Verkauf in Form von Mehrwertprodukten. In diesem Zeitraum konnte das Unternehmen seine Einnahmen um mehr als 10 % pro Jahr steigern und eine durchschnittliche Kapitalrendite von 17 % erzielen.

Der Sektor ist nach wie vor sehr attraktiv

Trotz der Steueränderungen in diesem Sektor, die für 2023 etwas gelockert wurden und möglicherweise nach den Parlamentswahlen in Norwegen 2025 überarbeitet werden, glauben wir immer noch, dass der Sektor für *Boutique-Investoren* wie die SIA Funds sehr attraktiv ist. Das Fazit ist einfach: Das Wachstum der Lieferungen der beiden grössten Produzenten der Welt (Norwegen und Chile) wird bestenfalls 3-4 % pro Jahr nicht überschreiten. Diese Rate liegt weit unter dem Nachfragewachstum zu konstanten Preisen (ca. 8 %); folglich muss die Anpassung über höhere Preise erfolgen, ein Trend, der seit etwa 10 Jahren anhält.

Vertikale Integration

Uns gefällt die vertikale Integration der Gruppe, die von Lachseiern bis hin zu Mehrwertprodukten reicht, einschliesslich Smolt-Zucht in Onshore-Anlagen, Lachsfarmen in Meeresfjorden sowie Mehrwert- und verpackte Produkte wie Lachsfilets. Darüber hinaus verfügt Leroy über eine Fischereisparte, die zwar in der Vergangenheit schwankungsanfälliger und ertragsärmer war, aber aufgrund der weltweiten Knappheit eine bessere Zukunft haben könnte.

Farmen in Norwegen

Nahezu die gesamte Produktion von Leroy findet in Norwegen statt, einem Land, das trotz der jüngsten Steueränderungen stabil ist und über einen transparenten Rechtsrahmen verfügt. Letzteres ist wichtig, da der Lachssektor stark reguliert ist und wir die damit verbundenen Risiken im Auge behalten müssen.

Ein gutes Managementteam, eine gute Bilanz, ein gutes Geschäft, und die Aktie ist sehr günstig.

Leroy Seafood verfügt über hochwertige Vermögenswerte, ein erstklassiges Managementteam und eine gute Bilanz, die alle unsere Kriterien eindeutig erfüllen. Was die Bewertung anbelangt, so ist der aktuelle Aktienkurs (42,5 NOK) mit einem KGV 2024 von 8,4x sehr attraktiv. Unser innerer Wert ist doppelt so hoch wie der aktuelle Preis (90 NOK pro Aktie), mit einem geschätzten IRR auf die Investition von 20 %.

Leroy Seafood. Konsens

	2023	2024	2025
PER	10,4	8,4	7,9
EV/EBIT	7,5	6,4	6,1
P/B	1,2	1,1	1,0
ROE	13%	14%	14%

Quelle: Bloomberg

IV. DER LTIF NATURAL RESOURCES

Nach 2021 und 2022 steht der LTIF Natural Resources auch 2023 gut da

Im Jahr 2023 hat der LTIF Natural Resources gegen die gefürchtete Rezession "gekämpft" und lag im Juni nur um 2% im Plus. **Im Juli und August lief es etwas besser, und der Fonds stieg um 11 % bei einem Stand von 150 Euro pro Anteil.**

Aufgeschlüsselt nach Sektoren waren Energie und Agrar- und Ernährungswirtschaft (Lachs) mit einem Rückgang von 7 % bzw. 16 % die schlechtesten Performer in der ersten Jahreshälfte. Positiv zu vermerken ist, dass die Sektoren Bergbau (+7 %) und Infrastruktur (+20 %) eine gute erste Jahreshälfte verzeichneten.

Die besten Aktien waren Petrobras, Cameco, Ero Copper, Ivanhoe, Lundin Mining, Southern Copper, Metso, Buzzi, Heidelberg und Prysmian, die alle über 10 % zulegten. Die schlechtesten Werte mit zweistelligen Rückgängen waren AkerBP, Harbour, Cenovus, ConocoPhillips, EOG, Pioneer, Suncor, Panoramic, Glencore, Hudbay, Grieg Seafood und Leroy Seafood. Zur Erinnerung: Aufgrund ihrer niedrigen Bewertungen haben die meisten dieser Unternehmen Dividenden und Aktienrückkäufe in Höhe von 5-10 % ihrer Marktkapitalisierung, die wir in unseren Zahlen nicht berücksichtigen.

Ein IRR von 14.3% und ein I.V. von 220 EUR pro Aktie auf Basis von Mid-Cycle-Zahlen

Wie im Abschnitt LTIF Classic beschrieben, nutzen wir in der Regel die Volatilität der Märkte, um das Portfolio neu zu gewichten und so eine zusätzliche Performance zu erzielen. Infolgedessen steigt der innere Wert des Fonds im Laufe des Jahres an. **Der Nettoinventarwert (NAV) des Fonds liegt derzeit bei 220 Euro pro Anteil, mit einem IRR auf die Investition von 14,3 %, wobei Annahmen für Rohstoffe und Unternehmen in der Mitte des Zyklus zugrunde gelegt werden.**

Der Fonds wächst weiter, und wir haben die Marke von 80 Millionen Assets under Management überschritten, und das zu einer Zeit, in der Rezessionsängste die Anleger in Rohstoffe aufgrund der starken Korrelation mit dem Wirtschaftswachstum etwas abkühlten. Dies ist ein hervorragender Zeitpunkt, um weiter in den Sektor zu investieren und so die Angst von Mr. Market zu nutzen.

Wir sind nach wie vor extrem optimistisch für Rohstoffe - Rezession hin oder her - da unsere Analyse darauf hindeutet, dass der Sektor in einer Zeit des strukturellen Wandels auf dem globalen Energiemarkt stark unterinvestiert ist. Unsere Analyse basiert, wie üblich, auf der Angebotsseite der Gleichung, nicht auf der Nachfrageseite. Für uns ist klar, dass **das Angebot an Rohstoffen wie Öl, Kupfer, Uran, Lachs und Zement die Nachfrage in den kommenden Jahren nicht decken kann.**

Die Ölpreise haben sich von ihren Tiefstständen erholt

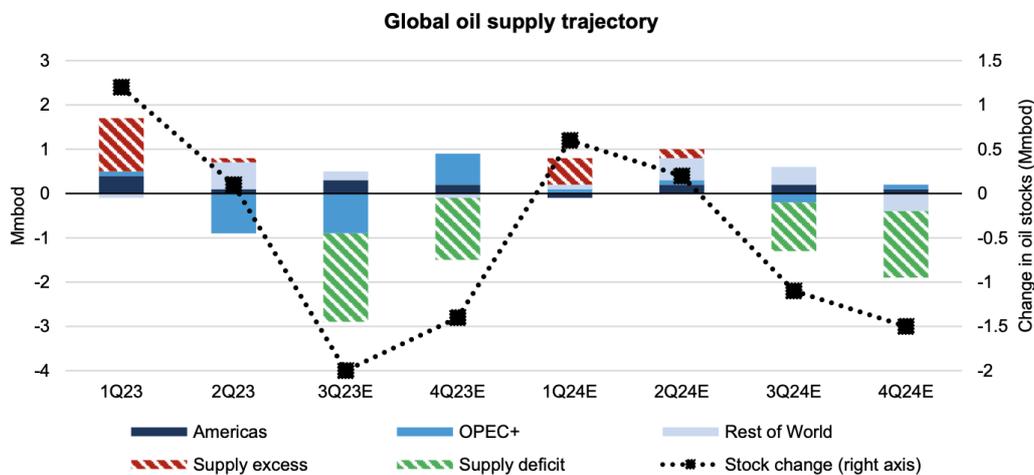
Brent hat sich von den Tiefstständen etwas erholt und liegt nun bei etwa 90 \$ pro Barrel. Kurzfristig haben sich vor allem zwei Faktoren auf die Ölpreise ausgewirkt: die Verkäufe aus den strategischen Reserven der USA und ihrer Partnerländer (wir schätzen 1-1,5 Mio. b/d in den letzten Monaten) und die Kürzungen der OPEC+ (wir schätzen 1,5 Mio. b/d, vielleicht etwas mehr). Die weltweiten Lagerbestände sind seit Anfang des Jahres stabil, so dass der Markt im Grossen und Ganzen im Gleichgewicht ist.

Wie wir immer wieder betonen, **steuern wir in den kommenden Jahren auf ein Erdöldefizit zu, das auf den Mangel an Investitionen in diesem Sektor zurückzuführen ist, der durch zwei strukturelle Probleme verursacht wird: (1) ESG/Emissionen und (2) FoPD oder Fear of Peak Demand (Angst vor Nachfragespitzen), die eine perverse und nicht quantifizierbare Wirkung auf Investitionsentscheidungen haben.**

Mit Blick auf das Jahr 2030 sind die Zahlen einfach: Die Nachfrage wird bei etwa 108-110 Millionen Barrel pro Tag liegen, während das Angebot im günstigsten Fall nicht viel mehr als 104-106 Millionen Barrel betragen kann.

Den Lehrbüchern zufolge kann diese Angebotslücke nur durch hohe Preise, die zu neuen Investitionen anregen, behoben werden. Die Frage ist jedoch, wer in ein CO₂-emittierendes Geschäft investieren wird, für das in wenigen Jahren ein struktureller Nachfragerückgang zu erwarten ist. Unseren Berechnungen zufolge wird die Nachfrage noch bis mindestens 2035 steigen, und es ist daher viel zu früh, um Investitionen einzustellen. Ausserdem wird der erwartete Rückgang der Ölnachfrage, wenn er denn eintritt, sehr sanft ausfallen, da die Nachfrage über viele Jahre hinweg stabil bleiben wird.

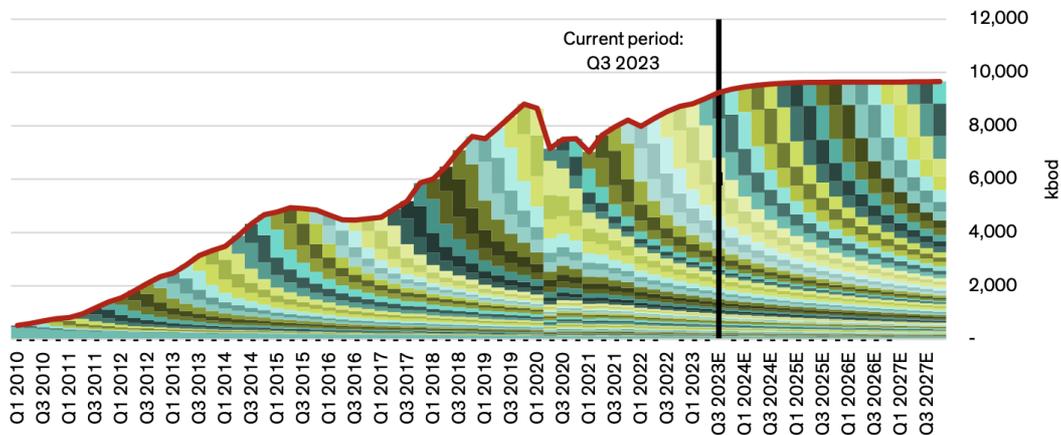
Kurzfristig stimmen wir mit den Schätzungen von Bernstein für den Rest des Jahres sehr gut überein. Siehe das beigefügte Diagramm, das Defizite für den Rest des Jahres 2023 nahelegt.



Note: Excess & deficit vs. demand
Source: IEA estimates, Bernstein analysis

Mittelfristig ist unserer Meinung nach das Ende des Beitrags des US-Schieferöls zum Angebotswachstum am wichtigsten. Schieferöl wuchs von Null im Jahr 2010 auf 10 Mio. b/d im Jahr 2022 (10 % des Weltangebots), was im Durchschnitt einem Wachstum von etwa 1 Mio. b/d pro Jahr entspricht. Die Schlüsselfrage lautet: Woher werden wir die nächsten 8/10 Millionen nehmen, die wir im nächsten Jahrzehnt benötigen werden? Es gibt zweifellos genügend Ölreserven, aber sie können nur zu höheren Preisen und bei einer radikalen Änderung der derzeitigen Abneigung gegen Investitionen in fossile Brennstoffe erschlossen werden.

Shale production by quarterly wedge



Source: Enverus, EIA, Baker Hughes, Primary Vision, Bernstein analysis and estimates

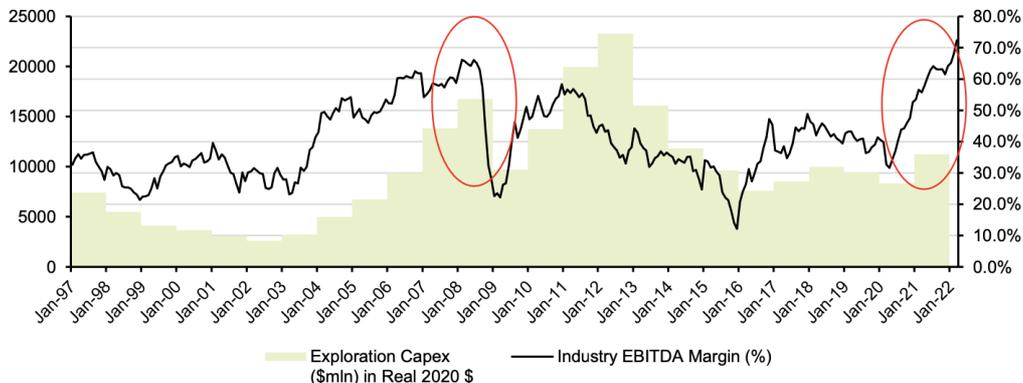
Unser Basisszenario: Kupfer wird stark steigen, wenn sich Chinas Wirtschaft erholt

Erfahrene CEOs wie R. Friedland (Ivanhoe) und A. Lavandeira (Atalaya) sind zwei wichtige Referenzen für unser Verständnis des Weltkupfermarktes. Ihre Aussagen zu den Preisen sind sehr eindeutig: Aufgrund der derzeitigen Unterinvestitionen in Kupfer und des starken Nachfrageanstiegs, der durch die Elektrifizierung der Wirtschaft erwartet wird, werden die Kupferpreise in den kommenden Jahren weit über 5 USD pro Pfund steigen.

Nach Angaben von Freeport McMoran wird die Kupfernachfrage im Jahr 2035 50 Millionen Tonnen erreichen und sich damit im Vergleich zu 2023 etwa verdoppeln. Angesichts der Tatsache, dass der Bau einer neuen Mine zwischen 7 und 10 Jahren dauert, sollten die Investitionen in neue Projekte derzeit am höchsten sein. Doch das Gegenteil ist der Fall.

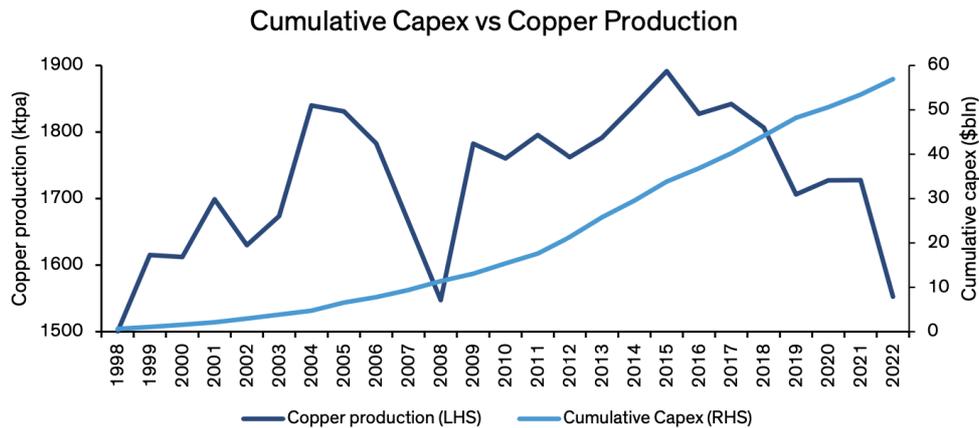
Was ist los? Die Schwierigkeiten bei der Erschliessung neuer Minen sind enorm: 1) der Widerstand der örtlichen Gemeinden, 2) ESG-Kriterien, insbesondere im Hinblick auf die Umwelt, 3) die Minen befinden sich in risikoreichen Gebieten, 4) Steuererhöhungen und 5) die einfachen Reserven wurden bereits gefunden, und es fehlt an neuen Vorkommen in der Grössenordnung.

The industry is investing a fraction in exploration compared to the last time margins were this high



Source: SNL, WoodMac, Bloomberg, Bernstein analysis and estimates

Folglich werden wir sehr hohe Preise sehen, die Anreize für mehr Exploration und Projekte bieten, aber aufgrund der dafür erforderlichen Zeit werden die Preise auf ein Kupfersubstitutionsniveau ansteigen: Elektrokabel aus Aluminium könnten funktionieren, Kabel aus Silber und Gold könnten theoretisch funktionieren, aber natürlich zu niedrigeren Preisen. Wir könnten auch mehr Kupfer recyceln, wir könnten vieles tun, aber die Kupferpreise werden für viele Jahre, vielleicht Jahrzehnte, über dem theoretischen Anreizpreis bleiben.



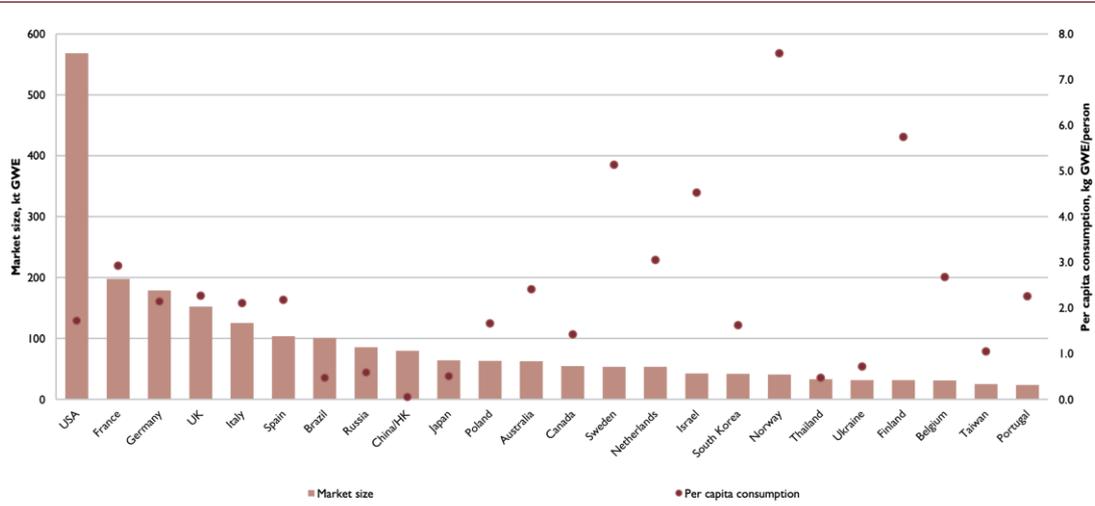
Source: Codeco, Bloomberg, Bernstein analysis and estimates

Unsere Analyse zeigt, dass die Lachszucht weiterhin ein sehr interessanter Sektor sein wird

Wir bauen unsere Position bei den Lachszüchtern weiter aus, die nach der Änderung des Steuersystems in Norwegen stark zurückgegangen ist. Unsere Analyse deutet darauf hin, dass die Steuern erhebliche Auswirkungen haben werden, jedoch nicht in dem Masse, dass sie zu einem Regimewechsel in diesem Sektor führen werden. Wir kommen zu dem Schluss, dass die neuen Steuern, da sie mehr als die Hälfte der Angebotskurve betreffen, letztendlich auf die Preise umgelegt werden und die durchschnittliche Rentabilität des Sektors unverändert bleibt. Nach der jüngsten Erhöhung auf den Färöer-Inseln erwarten wir auch in Chile eine Steuererhöhung.

Die Lachsfarmen werden mit einem durchschnittlichen KGV für 2024 von 8-12 gehandelt, was unserer Meinung nach ein ausgezeichnetes Kaufniveau darstellt. Wenn unsere strategische Analyse richtig ist, werden wir - wieder einmal - gute Gewinne in diesem Sektor machen. Ausserdem wollen wir uns nicht damit aufhalten, wohin sich die Nachfrage entwickeln könnte, wenn China oder Indien und der Rest der Schwellenländer anfangen, Lachs zu konsumieren. Das Potenzial ist riesig.

Consumption of Atlantic salmon: Market size and per capita consumption



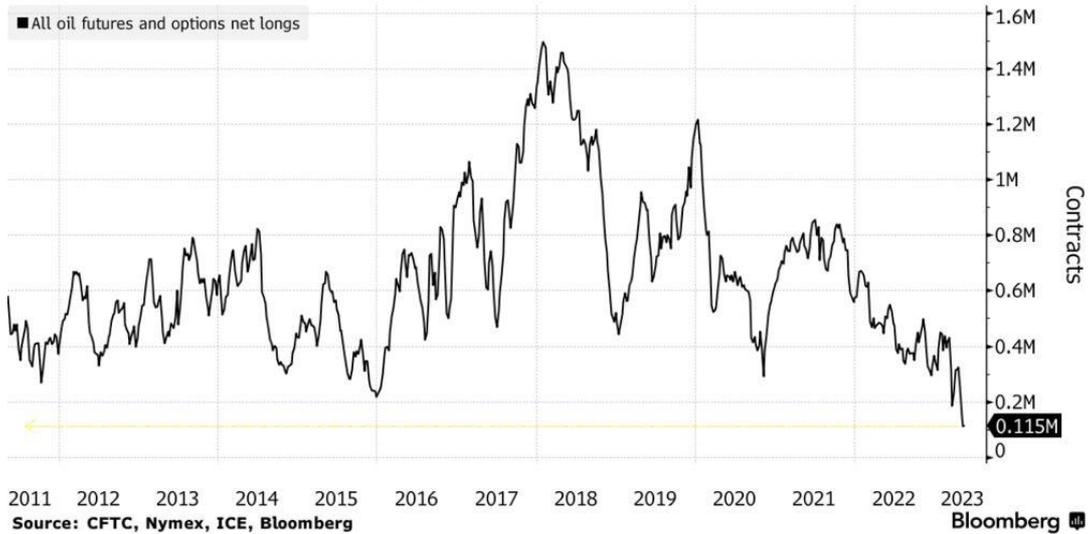
Source: Carnegie Research, Kontali

V. NATURAL RESOURCES – GEDANKEN von Urs Marti

Das 2. Quartal bot einen der besten taktischen Einstiegspunkte für unsere Sektoren, den es seit langem nicht mehr gab. In Erwartung einer weltweiten Rezession haben sich die Finanzinvestoren (sie sind ein Kontraindikator) so negativ wie nie zuvor positioniert, wie die nachstehende Grafik in Bezug auf Öl zeigt.

Bearish Sentiment in Oil Swells

Non-commercial net longs in major oil contracts at lowest in over a decade



Die chinesische Wirtschaft erholt sich von den Covid-19-Lockdowns

Das BIP-Wachstum im zweiten Quartal betrug 6,3 %. Die Kommentatoren sind sich einig, dass dieser Prozentsatz enttäuschend ist, da 7 % erwartet worden waren. Man könnte sich fragen, ob diese Zahlen wirklich so genau sind, sollte aber nicht vergessen, dass sie immer noch eine massive Erholung darstellen. Es gibt noch weiteres Potenzial, da beispielsweise der Luftverkehr 15 % unter dem Niveau vor Covid-19 liegt. Ein boomender Dienstleistungssektor und ein schwacher industrieller Teil der Wirtschaft sind ganz normal. Nach der Covidkrise war dies auch überall sonst der Fall. Es ist jedoch nicht einzusehen, warum dies im Hinblick auf den Ölverbrauch als negativ angesehen werden sollte. Die Leute haben, als sie zu Hause bleiben mussten, über das Internet Waren bestellt, und danach Reisen, Ausgehen usw. nachgeholt. Eine bessere Erklärung für diesen Peitschenhiebeeffect gibt es nicht. In der Schweiz sind die Fahrräder ein gutes Beispiel. Während der Quarantänezeit hat sich jeder ein Fahrrad gekauft, denn Radfahren war die einzige Freizeitbeschäftigung, die noch erlaubt war. Folglich waren die Fahrräder ausverkauft, die Lagerbestände verschwanden, und es dauerte eine Weile, bis sich die Produktion wieder einstellte. Derzeit ist der Fahrradverkauf eingebrochen - der Boom konnte nicht aufrechterhalten werden, und nur sehr wenige Menschen brauchen ein neues Fahrrad. Innerhalb von 1-3 Jahren wird sich der Absatz jedoch normalisieren.

Im letzten Newsletter haben wir erklärt, dass die weltweite Geldpolitik akkommodierend ist und dass der Herbst letzten Jahres eine Zeit geringer Liquidität war, die mit den Tiefstständen an vielen Märkten korrelierte. Man sollte auch nicht vergessen, dass der grösste Teil der Welt nicht in der gleichen Situation ist wie der Westen. Die Verschuldung der Haushalte in den Schwellenländern ist sehr gering bis nicht vorhanden. Viele dieser Volkswirtschaften sind reich an Rohstoffen und haben einen viel geringeren Verbrauch. Ausserdem war das Zinsniveau in den Schwellenländern vor nicht allzu langer Zeit viel höher, weshalb diese Volkswirtschaften/Verbraucher eine niedrige Verschuldung aufweisen.

*Man kann sich nur fragen, ob die US-Regierung bald höhere Kapitalkosten haben wird als Brasilien...
Was für ein Wandel!*



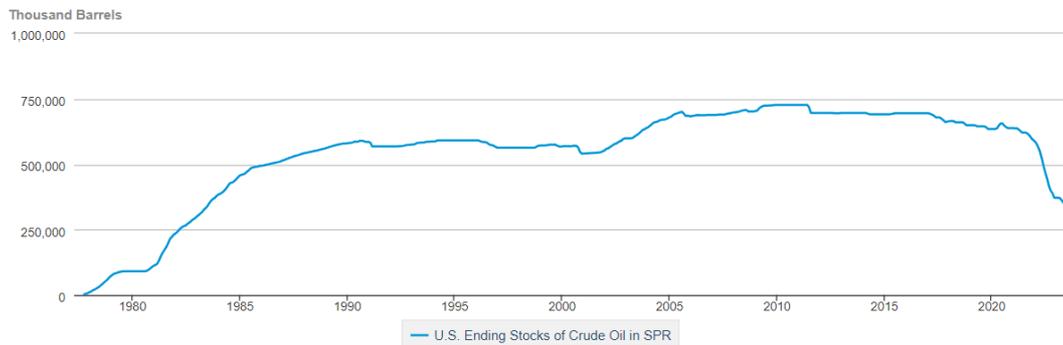
Die Investoren im Westen denken, dass ihre Situation für die ganze Welt gilt. Das ist aber nicht der Fall. Der Westen ist verschuldet, und das US-Defizit bläht sich derzeit auf. Die steigenden Zinssätze sind sehr schlecht für Sektoren, die von Schulden/Fremdfinanzierung abhängig sind, wie Immobilien, Risikokapital usw. Auf der anderen Seite ist die Weltwirtschaft widerstandsfähiger.

Rohstoffvorräte wurden abgebaut

Nachdem die Erdöllieferungen während des Ölembargos von 1973-74 unterbrochen wurden, legten die USA 1975 eine Erdölreserve an, um künftige Versorgungsunterbrechungen abzufedern. Diese Reserve hat eine Kapazität von 714 Millionen Barrel. Als Biden sein Amt antrat, belief sie sich auf 638 Millionen Barrel. Derzeit beträgt die Reserve nur noch 346 Mio. Barrel, von denen 346 Mio. Barrel, d. h. etwa 200 Mio. Barrel, saure Rohölsorten sind, die nicht zur Senkung der WTI/Brent-Preise verwendet werden können, was ohnehin nicht der ursprüngliche Zweck der SPR war. West Texas Intermediate ist ein leichtes, süßes Rohöl, das leicht zu raffinieren ist und zu den hochwertigsten Ölen der Welt gehört. Öle mit einem Schwefelgehalt von mehr als 0,5 % werden als saures Rohöl bezeichnet. Diese Verunreinigungen müssen entfernt werden, bevor saures Rohöl raffiniert werden kann, was die Kosten für die Verarbeitung erhöht. Die USA verkaufen ihr süßes Rohöl nur, weil sie die WTI-Preise niedrig halten wollen. Dies kann jedoch nicht ewig so weitergehen, da es nur noch 147 Millionen Barrel süßes Rohöl gibt.

U.S. Ending Stocks of Crude Oil in SPR

DOWNLOAD



Eisenerz ist ein guter Indikator für die Lagerbestände an Rohstoffen, während der Stahlverbrauch eng mit dem globalen BIP korreliert. Die weltweite Stahlproduktion ist im vergangenen Jahr um 4 % gesunken, was wahrscheinlich ein guter Indikator für das tatsächliche reale BIP ist. Es macht jedoch keinen Sinn, die Lagerbestände wertvollerer Produkte wie Kupfer zu verfolgen, da es bei diesen Produkten viele versteckte Bestände gibt, wie z. B. die von Erzen, raffinierten Produkten, hergestellten Kabeln usw., die nicht verfolgt werden können. Ausserdem sind wertvolle Rohstoffe leicht zu lagern/transportieren, was bei Eisenerz nicht der Fall ist, da es zu sperrig ist. Die Bestände werden hauptsächlich in den Häfen der Einfuhrländer gelagert. Wie Sie dem nachstehenden Chart entnehmen können, wurden die Bestände in Erwartung einer geringeren Nachfrage/Rezession bereits abgebaut.



Die weltweite Umleitung der Rohstoffe geht unvermindert weiter

Die Schwellenländer wollen einen höheren Lebensstandard und streben einen höheren Konsum an, anstatt ihren Wohlstand zu exportieren. Indonesien ist ein gutes Beispiel dafür, wie Exportverbote (Nickel) dazu führen, dass sich eine lokale Verarbeitungsindustrie entwickelt - dank chinesischer Investitionen, versteht sich. Exportverbote halten einen höheren Anteil der Wertschöpfung im Land, schaffen Arbeitsplätze und machen das Endprodukt für die lokale Industrie/den lokalen Verbraucher verfügbar.

Diese Strategie gilt für viele Länder/Rohstoffe, insbesondere für Länder mit einer grossen Bevölkerung wie Indonesien, Brasilien, Mexiko usw. Wir sollten uns zum Beispiel daran erinnern, dass China vor etwas mehr als 20 Jahren noch ein Nettoexporteur von Rohöl war. Diese Entwicklung und ihre Ausbreitung sind interessant zu verfolgen, da sie Afrika bereits erreicht haben. Afrika ist der Kontinent mit dem grössten Reichtum an Bodenschätzen, hat aber nur einen sehr geringen Binnenverbrauch und damit auch den niedrigsten Lebensstandard. Wir haben schon oft den Zusammenhang zwischen der verfügbaren Energie und dem Lebensstandard erläutert. Tatsächlich steht der afrikanischen Bevölkerung keine Energie zur Verfügung, obwohl der Kontinent einer der grössten Exporteure von Bodenschätzen ist.

Nach Kasachstan und Kanada ist Afrika (insbesondere Namibia und Niger) einer der grössten Exporteure von Uran und verfügt auch über eine der grössten Reserven/Ressourcen. Namibia, Niger, Mali, Gabun, die Demokratische Republik Kongo, Malawi, Botswana, Simbabwe, die Zentralafrikanische Republik, Südafrika usw. verfügen über schätzungsweise 18 % der weltweiten Uranressourcen. Dennoch gibt es auf dem gesamten Kontinent nur ein (1!) Kernkraftwerk, nämlich Koeberg in Südafrika.

[2023 Update: Who in Africa is Ready for Nuclear Power? - Energy for a Growth Hub](#)

Innerhalb der nächsten 20 Jahre wird Afrika den gleichen Zuwachs an Kernenergie erleben wie China (von Null an).

Marcos Hernández Aguado
José Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team
September 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