

Newsletter

März 2024

- *I. DIE KRISE VON 2023. Welche Krise?* 2
- *II. WIE SIEHT ES MIT DEN FONDS AUS? "Was erwarten Sie für das Jahr 2024?"* 6
- *III. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo* 10
- *IV. DER LONG TERM INVESTMENT FUND CLASSIC: +9% im 2023* 15
- *V. DER LONG TERM INVESTMENT FUND NATURAL RESOURCES: +9% im 2023* 20
- *VI. ROHSTOFFE - GEDANKEN von Urs Marti* 25
- *Rechtliche Hinweise* 27

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



"Ich sehe immer wieder Menschen aufsteigen, die nicht die Klügsten, manchmal nicht einmal die Fleissigsten sind, aber sie sind Lernmaschinen. Sie gehen jeden Abend ein bisschen klüger ins Bett, als sie aufgestanden sind, und das hilft ungemein, vor allem, wenn man eine lange Strecke vor sich hat."

Charlie Munger (1924-2023)

Überblick über unsere Fonds

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

February 29, 2024	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	617.19	5.1%	4.5%	8.6%	96
LTIF Natural Resources [EUR]	152.74	8.1%	6.9%	2.3%	81

Quelle: SIA Group

I. DIE KRISE VON 2023. Welche Krise?

Bislang eine äusserst milde Verlangsamung

2023 war ein rätselhaftes Jahr: Wir erwarteten eine deutliche Verlangsamung der Weltwirtschaft, die letztendlich überhaupt nicht eintrat. Es stimmt, dass Länder wie Deutschland und das Vereinigte Königreich am Ende des Jahres fast ein Nullwachstum verzeichneten, aber im Durchschnitt verzeichneten die USA, China und Europa ein überraschend robustes BIP-Wachstum zwischen 2 % und 5 %.

Die nachstehende Grafik zeigt die ausserordentliche Stärke des BIP der USA, das weit über den Markterwartungen liegt.



Source: Bureau of Economic Analysis/ Haver Analytics (Seasonally Adjusted)

Fasst man die wichtigsten Faktoren zusammen, **so glauben wir, dass das Jahr 2023 aufgrund des Verbraucherverhaltens** (insbesondere aufgrund der steuerlichen Unterstützung der Industrieländer nach der COVID) **und des Dienstleistungssektors**, der offensichtlich mit dem Verbraucher zusammenhängt, **besser war als erwartet.**

Es gibt noch eine weitere wichtige wirtschaftliche Entwicklung, die wir aus struktureller Sicht vorausgesehen haben und die auch 2023 eintrat, nämlich **die erhebliche Stärke der privaten Investitionen und der Beschäftigung. Lange Zeit prognostizierten wir einen neuen Investitionszyklus im traditionelleren Teil der Wirtschaft, um die lange Phase der Unterinvestition zu kompensieren, die einfach nicht ewig andauern konnte.** Die Stärkung der globalen Versorgungsketten (nach dem Einmarsch in die Ukraine und den Problemen mit China) hat dies ebenso unterstützt wie die Energiewende, die sich in den kommenden Jahren, möglicherweise Jahrzehnten, sehr stark auf die industrielle Entwicklung auswirken wird.

Bedeutet dies, dass wir uns bereits in einem neuen Konjunkturzyklus befinden und dass 2023 der Tiefpunkt war? Wir wissen es nicht, aber auf jeden Fall verbessern sich die Indikatoren, die wir seit des "soft landing" im Jahr 2022 verfolgen (um zu beurteilen, wo wir uns im Zyklus befinden), **weiter.** Zwei Indikatoren (1) Makro-China und (2) Inflation/Zinsen bewegen sich bereits auf ein positives Delta zu, trotz des allgemeinen Pessimismus über die chinesische Wirtschaft; die übrigen drei stabilisieren sich, da (3) die Indizes des verarbeitenden Gewerbes die Talsohle erreicht zu haben scheinen, (4) die Gewinnherabstufungen im Durchschnitt sehr mild ausfallen und (5) die globale Liquidität sich einem Wendepunkt nähert, mit erwarteten Zinssenkungen und einer expansiven Finanzpolitik in vielen Ländern.

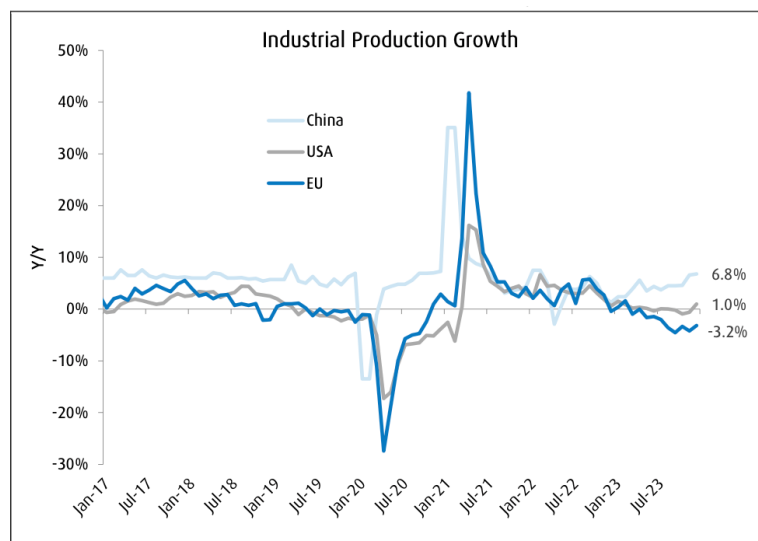
Wir bei SIA Funds versuchen nicht, künftige makroökonomische Grössenordnungen vorherzusagen, und wir stützen unsere Investitionen auch nicht auf makroökonomische Faktoren, aber wir haben ein Basisszenario, das uns hilft, die mit unseren Fonds verbundenen Risiken besser zu steuern. **Mit Blick auf das Jahr 2024 beginnen wir das Jahr mit grösserem Optimismus, aber in dem Bewusstsein, dass der Abschwung noch nicht vorbei ist. Was auch immer geschieht, unsere beiden Portfolios, der LTIF Classic und der LTIF Natural Resources, sind von hoher Qualität, zyklisch und nicht zyklisch, und sie sind auf jeden Abschwung vorbereitet, der eintreten könnte.**

Die PMI-Indizes des verarbeitenden Gewerbes scheinen sich zu stabilisieren

Die US-amerikanischen und europäischen Indizes des verarbeitenden Gewerbes erreichten Anfang 2021 ihren Höchststand und befanden sich seitdem in einer Anpassungsphase, die sie während des gesamten Jahres 2023 in den negativen Bereich führte. Sie verharren auf diesen niedrigen Niveaus, aber gegen Ende des Jahres trat eine Stabilisierung ein, die mit der normalen Anpassung der Lagerbestände zusammenfiel. **Wir gehen davon aus, dass das verarbeitende Gewerbe die Talsohle durchschritten hat und mit den erwarteten Zinssenkungen im Laufe des Jahres 2024 oder spätestens 2025 einen neuen Erholungszyklus einleiten wird.**



Die folgende Grafik zeigt die verschiedenen Phasen des Industriezyklus in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen der Welt. **Auf der einen Seite China, das trotz der Immobilienkrise weiterhin ein starkes Wachstum von annähernd 7 % verzeichnet; auf der anderen Seite Europa, das seit zwei Jahren eine starke industrielle Anpassung durchläuft,** da der Krieg in der Ukraine, der Anstieg der Energiekosten in den Jahren 2022 und 2023 und die unberechenbare Energiepolitik des Kontinents die Wirtschaft beeinträchtigt haben. Letzteres ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Politik des Kontinents sich nicht darüber im Klaren ist, dass der Zugang zu fossilen Brennstoffen während der Energiewende aufrechterhalten werden muss, und auch nicht über die offensichtlichere Notwendigkeit, die Kernenergie als Baseload zu fördern.

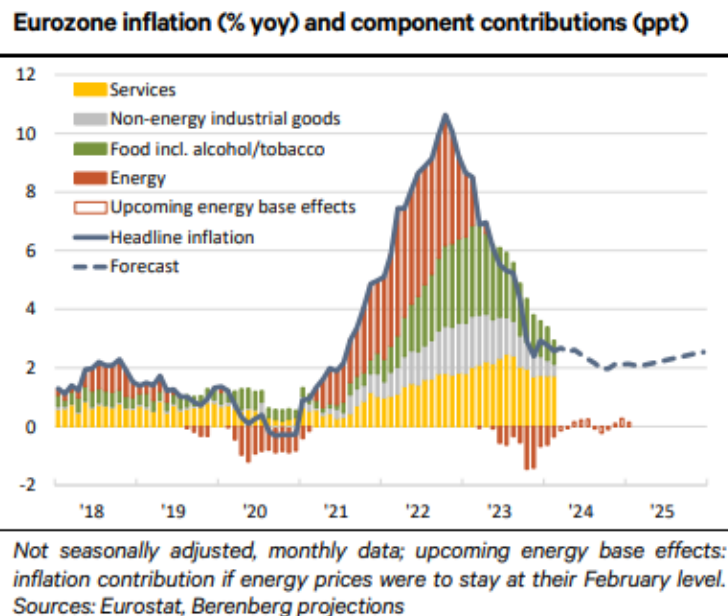


Source: BMO Capital Markets, Haver, Bloomberg. EU industrial production is a BMOCM estimate.

Die Inflationsspirale ist unter Kontrolle

Die folgende Grafik fasst die mittelfristige Entwicklung der Inflation in Europa zusammen. Die Schlussfolgerung ist klar: Sie hat sich bereits normalisiert. Das Gleiche gilt für die Vereinigten Staaten und die meisten anderen Länder, denn es ist inzwischen klar, dass der Inflationssprung im Jahr 2022-23 nicht strukturell, sondern konjunkturell bedingt war und auf den folgenden drei Hauptfaktoren beruhte: (1) die Steuerpolitik nach COVID, (2) das globale Logistikproblem nach COVID und (3) der Krieg in der Ukraine und seine Auswirkungen auf die Energie.

Zwei Hauptfaktoren werden jedoch dafür sorgen, dass die Inflation etwas höher ausfallen wird als im letzten Jahrzehnt: die Beschäftigung (die Arbeitslosenquoten sind aufgrund des Arbeitskräftemangels weltweit sehr niedrig) und die Energie, für die wir hohe Preise erwarten, insbesondere für Öl.



China: Wenn wir für jedes Mal, wenn jemand den Zusammenbruch Chinas vorhersagte, 1 Million Euro erhalten hätten...

Wir haben uns entschlossen, eine zusammenfassende Grafik der chinesischen Wirtschaftsleistung im Jahr 2023 beizufügen, um den Haupttrend zu veranschaulichen: **Die Immobilienkrise ist noch nicht ausgestanden**, was sich negativ auf die Verbraucher auswirkt, **aber der Rest der Wirtschaft zeigt überwiegend positive Werte**. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das chinesische BIP um 4-5 % wächst, dass die Geld- und Steuerpolitik expansiv, aber moderat ist, dass aber die Anpassung des Immobiliensektors (und der damit verbundenen Schulden) viel länger dauert, als wir dachten - die Anpassung hat bereits drei Jahre gedauert.

Wir werden nicht versuchen, das Wachstum der chinesischen Wirtschaft im Jahr 2024 zu schätzen (das offizielle Ziel liegt bei 5 %), aber wir möchten noch einmal eine klare Botschaft vermitteln: **Die chinesische Regierung verfügt über die Instrumente, die die Wirtschaft benötigt, um die Immobilienblase zu verdauen, und wir sehen kein Risiko eines Zusammenbruchs der Wirtschaft des Landes**. Wir glauben, dass das Jahr 2025 den Trend des Jahres 2024 fortsetzen wird und dass sowohl die Immobilienbranche als auch die Endverbraucher irgendwann ihr verlorenes Vertrauen zurückgewinnen werden. Es ist nur eine Frage der Zeit und einer unterstützenden Wirtschaftspolitik.

II. WIE SIEHT ES MIT DEN FONDS AUS? "Was erwarten Sie für das Jahr 2024?"

Diese Frage wird uns seit vielen Jahren in unserem Alltag immer wieder gestellt, von unseren Familien, Freunden, Anlegern, Journalisten, Vertriebspartnern usw. Es ist äusserst schwierig, diese Frage zu beantworten, geschweige denn in 5 Sekunden, da wir die kurzfristige Performance für irrelevant halten (unter dem Gesichtspunkt, dass sie nicht viel Aussagekraft hat) und die langfristige Performance, die wirklich aussagekräftig ist, nur wenige Menschen interessiert und die Beantwortung viel Zeit in Anspruch nimmt.

Unsere beiden Fonds, der LTIF Classic und der LTIF Natural Resources, hatten ein gutes Jahr 2023, beide mit +9% für das Jahr, sehr nahe an unserem 10%-Ziel. Wir sind uns bewusst, dass viele Short-Planer uns mit der Tatsache konfrontieren werden, dass wir hinter den meisten Indizes zurückgeblieben sind. Darauf antworten wir, dass wir, wenn wir langfristig 10% pro Jahr erreichen, die meisten Indizes schlagen werden, und zwar immer langfristig, da diese in der Vergangenheit im Durchschnitt 6-7% pro Jahr erzielt haben: 3-4 Alphapunkte, das ist unser passives Ziel.

Es tut uns leid, Sie in dieser Hinsicht zu enttäuschen, aber **wir werden nur unsere langfristige Performance analysieren, um auch langfristige Schlussfolgerungen zu ziehen.** Unserer Meinung nach ist jeder Versuch, die Wertentwicklung eines Investmentfonds über einen Zeithorizont von weniger als 10 Jahren zu beurteilen, wenig aussagekräftig, da eine Marktbewegung von +/- 20 Punkten, die recht häufig vorkommt, erst ab einem Zeitraum von 10 Jahren keinen Einfluss mehr hat.

Seit unserer Gründung (Anfang 2002) stellen sich die Zahlen wie folgt dar: **8,7 % pro Jahr, mit 2 Alphapunkten pro Jahr und zwei starken Rückgängen: globale Finanzkrise 2008/09 und COVID-2019, von denen wir uns ohne allzu grosse Schäden erholt haben.** Die globale Finanzkrise hat uns etwas mehr gekostet, aber danach haben wir uns besser entwickelt. In absoluten Zahlen hat der Classic unser Ziel von 10 % leicht verfehlt, aber in relativen Zahlen hat er ein interessantes Alpha von 2 Prozentpunkten pro Jahr erreicht.

Wie wir bereits mehrfach betont haben, ist unser potenzielles Alpha eine passive Folge unseres Modus Operandi: **Wir streben mit einem soliden Portfolio mit sehr geringem realen Risiko 10 % pro Jahr an, und wenn wir dieses Ziel erreichen, werden wir die Indizes mit 3 bis 4 Alphapunkten pro Jahr schlagen.** Hätten wir seit 2002 10 % pro Jahr erzielt, hätte das Alpha 3,3 Prozentpunkte pro Jahr betragen, was unsere Berechnungen bestätigt (*beachten Sie, dass es sich bei der Performance des Classic um eine Nettoperformance nach Gebühren und Kosten handelt*).

LTIF Classic seit Lancierung. 23 Jahre, 8,7% CAGR, 2pp von Alpha



Ich könnte an dieser Stelle aufhören und zum nächsten Abschnitt übergehen, aber wir glauben, dass es wichtig ist, die Performance nach zwei wichtigen Änderungen in der Geschichte des Classic und der SIA Funds zu betrachten.

- (1) Erste Änderung: die Umsetzung der neuen risikoangepassten Managementstrategie bzw. der Risikokategorien seit Oktober 2011.
- (2) Zweite Änderung: der MBO von SIA Funds, gefolgt von organisatorischen Neuerungen, im Sommer 2019.

(1) Die nachstehende Grafik zeigt die Performance des LTIF Classic seit Oktober 2011 (d.h. 14 Jahre), als wir die risikoangepasste Strategie eingeführt haben, mit einer jährlichen Performance von 10,2%. In absoluten Zahlen und im Vergleich zu anderen Value-Fonds gut, in relativen Zahlen jedoch enttäuschend (3,1 Prozentpunkte unter dem MSCI World Index pro Jahr), was vor allem auf drei Faktoren zurückzuführen ist: die Führung der Magnificent 7 (wir haben nur in Apple investiert), die schlechte Performance von Rohstoffen und Energie, Sektoren, denen wir ausgesetzt waren, und schliesslich die schlechte Performance von Value gegenüber Growth in diesem Zeitraum.

LTIF Classic seit 2011, als wir die risikoadjustierte Strategie eingeführt haben (Risikokategorien)



Nebenbei bemerkt, der LTIF Natural Resources hat es auch nicht leicht gehabt, und in 10 Jahren haben wir 6 % pro Jahr erzielt, nicht allzu weit hinter dem Standard & Poor's Natural Resources, der 6,8 % pro Jahr erzielt hat.

LTIF Natural Resources. 10-Jahres-Performance



2) Und schliesslich kommen wir zu den organisatorischen Neuerungen im September 2019 und schauen, wie wir uns seither entwickelt haben.

LTIF Classic and LTIF Natural Resources seit dem MBO und den organisatorischen Neuerungen



Seit dem MBO der SIA Funds im Sommer 2019, als wir die Organisationsstruktur der Gesellschaft änderten, indem Marcos neuer CIO und Fondsmanager wurde und das Anlagekomitee mit Alex Rauchenstein, José Carlos Jarillo und Urs Marti erneuert wurde, war **die Performance in absoluten Zahlen etwas besser (jährlich 11,4% für den LTIF Classic und 10,6% für den LTIF Natural Resources)**. Relativ gesehen verlor der Classic gegenüber dem MSCI World jährlich 1,2 Prozentpunkte, übertraf aber den MSCI World Value Index um 1,7% p.a., während der NR ebenfalls jährlich 0,9 Prozentpunkte zulegte.

Es ist noch zu früh, um aus diesen Zahlen langfristige Schlussfolgerungen zu ziehen, da die Entwicklung in etwas weniger als fünf Jahren stattgefunden hat (wir werden im Sommer 2024 eine Fünfjahresbilanz ziehen), **aber sie gibt uns Energie im Hinblick auf die Erreichung unserer mittel- und langfristigen Ziele. Wir werden sehen.**

3) Und schliesslich: Wie viel können wir verbessern?

In Anbetracht der Zusammensetzung der Portfolios der SIA-Fonds, die gut diversifiziert und qualitativ hochwertig, d.h. risikoadjustiert sind, haben wir keine grossen Verbesserungsmöglichkeiten. Lassen Sie mich das erklären.

Sowohl der LTIF Classic als auch der LTIF NR tendieren zu einer durchschnittlichen Kapitalrendite von 14-14,5 %, was nach Abzug von Gebühren und Kosten unserem theoretischen Ziel von 12,5-13 % entspräche, wenn man von wenigen grösseren Fehlern ausgeht oder Fehler durch Erfolge kompensiert. Wenn wir den Beitrag des Portfolio-Rebalancing hinzufügen (eine einfache Zusammenfassung ist zu kaufen, was fällt und zu verkaufen, was steigt), schätzen wir, dass wir höchstens 0,5-1pp pro Jahr hinzufügen könnten, um einen Gesamt Netto-IRR von 13-14% zu erreichen.

Kurz gesagt, wir haben seit fast 5 Jahren 11,4 % pro Jahr verdient, verglichen mit dem theoretischen Maximalpotenzial von 13-14 %. Ja, es gibt also ein gewisses theoretisches Potenzial, aber die Wahrheit ist, dass es extrem schwierig ist, diese 13-14 % pro Jahr zu erreichen.

Vielleicht gibt es also eine Chance, sich zu verbessern und langfristig 11-12 % pro Jahr zu erreichen, aber **vorerst halten wir an unserem Ziel fest, mit risikoarmen, qualitativ hochwertigen Portfolios 10 % pro Jahr zu erzielen, was einer Verdoppelung der Investition alle 7 Jahre und einer Vervierfachung alle 14 Jahre entspricht.** Wir glauben, dass wir aus der globalen Finanzkrise und der COVID-Krise sowie aus vergangenen Zyklen und Fehlern viel gelernt haben, und wenn es unsere Gesundheit erlaubt, möchten wir noch einige Jahrzehnte weitermachen. **Im Sinne von Charlie Munger sind wir Lernmaschinen, die sich auf die Langfristigkeit konzentrieren, die Faktoren, die die SIA-Fonds steigen lassen sollten.**

Zwei Gründe zur Hoffnung: Unsere Performance sollte sich verbessern, sobald sich der neue Wertzyklus einpendelt (wir glauben, dass er 2021 begonnen hat, aber 2023 war ein kleiner Rückschlag) und sobald der neue Superzyklus bei den Rohstoffen noch deutlicher wird.

III. OUT OF THE BOX von José Carlos Jarillo

Seit einigen Jahren ist die sehr **unterschiedliche Entwicklung der amerikanischen und europäischen Aktienmärkte** ein häufiger Diskussionspunkt. Abbildung 1 zeigt diesen Unterschied anhand der beiden repräsentativsten Indizes für diese Volkswirtschaften seit dem Ende der grossen Finanzkrise recht deutlich:

Abbildung 1: Indizes der USA und Europas



Für diese Diskrepanz sind natürlich viele Gründe angeführt worden, und es muss viele Ursachen für ein so komplexes Phänomen geben. Der auffälligste Grund ist wahrscheinlich **die dominierende Präsenz einiger sehr grosser Unternehmen mit herausragenden Ergebnissen auf dem US-amerikanischen Markt** (NVIDIA ist in der Tabelle nicht enthalten, da sie so stark ansteigt, dass sie nicht mehr lesbar ist!):

Abbildung 2: Performance der "Magnificent 5" im Vergleich zum S&P 500 index



Man mag die Outperformance als "bubbly " bezeichnen oder nicht, aber **die Gewinne dieser grossen Unternehmen sind unbestreitbar gewachsen und wachsen weiterhin in ausserordentlichem Masse.** In den meisten Fällen haben sie heute ein niedrigeres KGV als vor einem Jahr.

Es sind jedoch nicht nur solche technologischen Wunder, die die US-Wirtschaft von der europäischen unterscheiden, siehe die weniger häufig gezeigte Grafik unten:

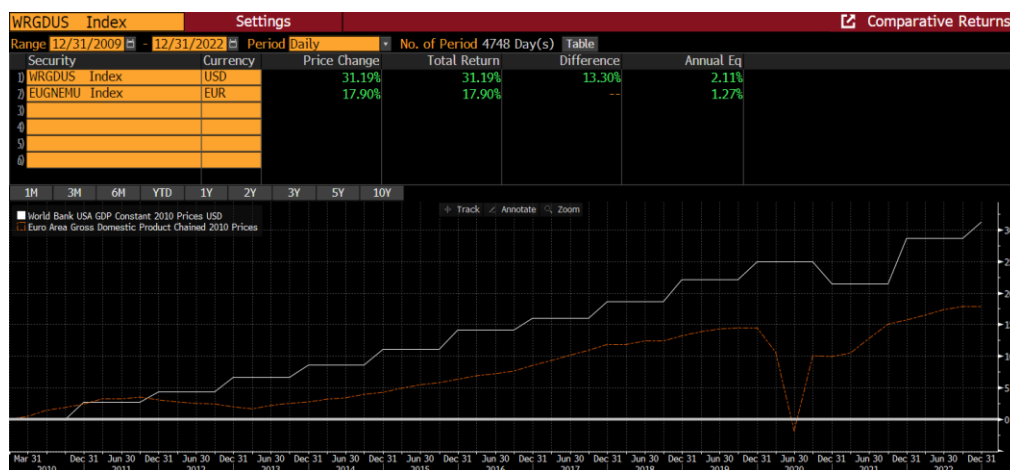
Abbildung 3: S&P 500 Equal Weight index vs. Stoxx 600 index



Der S&P 500 Equal Weight Index nimmt die gleichen 500 führenden US-Unternehmen auf wie der "normale" Index und gewichtet sie gleich, d.h. nicht nach ihrem Marktanteil. Folglich nimmt jedes Unternehmen nur 0,2 % des Index ein und die berühmten "Magnificent seven" machen nur 1,4 % des Index aus. **Selbst wenn man den Erfolg der amerikanischen Spitzenunternehmen "neutralisiert", schneiden diese Unternehmen im Durchschnitt viel, viel besser ab als die europäischen.**

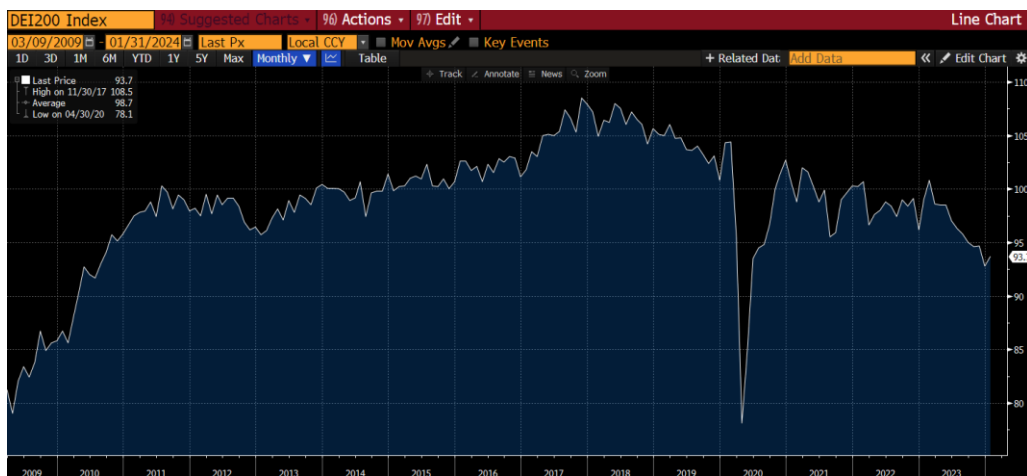
Dieses Ergebnis ist im Wesentlichen auf die unterschiedlichen Entwicklungen der beiden Volkswirtschaften zurückzuführen:

Abbildung 4: BIP-Wachstum, währungsbereinigt 2010



Auch hier muss es viele Gründe für die fundamentale Outperformance geben, auch wenn es keine wissenschaftlichen Belege gibt, die sie schlüssig erklären. **Nichtsdestotrotz finden wir einige Gründe in einem Bereich, der scheinbar weit von der Technologie entfernt ist, nämlich im verarbeitenden Gewerbe. Europa ist seit langem führend in der hochentwickelten verarbeitenden Industrie, die im Laufe der Jahre zu den Grundpfeilern seines wirtschaftlichen Wohlstands gehörte. Wenn wir jedoch davon ausgehen, dass Deutschland der Kernbereich dieser Kapazität ist, sehen wir sehr beunruhigende Zahlen:**

Abbildung 5: Index der deutschen Industrieproduktion



Auch hier müssen viele Faktoren für diesen Rückgang verantwortlich sein, aber **wenn man die Manager des verarbeitenden Gewerbes in Europa fragt, nennen sie nur eine Variable, die den Wettbewerb mit amerikanischen Unternehmen sehr schwierig macht: die Energiekosten.** Selbst das verarbeitende Gewerbe mit der höchsten Wertschöpfung verbraucht sehr viel Energie, entweder direkt oder indirekt, als Input. Viele Industriezweige, die die Grundlage für viele andere bilden (Chemie, Kunststoffe, Metallurgie, Düngemittel usw.), bestehen aus wenig mehr als den Kapitalkosten plus den Energiekosten. Computerserverzentren, die das Zentrum der "Cloud" und der KI bilden, gehören zu den energieintensivsten Industrien der Welt, während die Energiekosten in Europa in die Höhe geschossen sind. Zwei sehr milde Winter haben dazu geführt, dass der Spike nach der schrecklichen Ukraine-Invasion abgeklungen ist, aber hier ist ein Vergleich der momentanen Erdgaspreise in den USA und Europa:

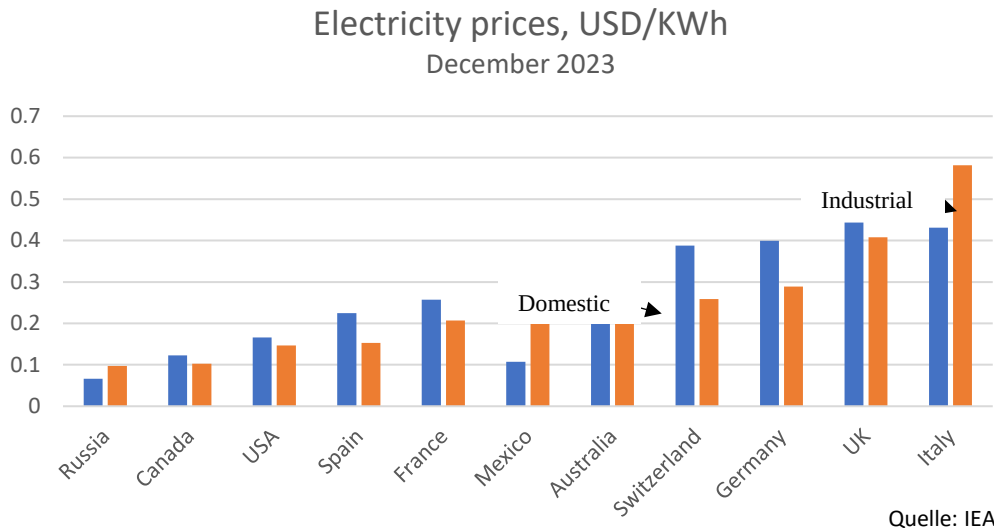
Abbildung 6: Entwicklung der Erdgaspreise in Europa und den USA



Anfang März lag der Referenzpreis in Europa (TTF) bei etwa 26,5 €, was ungefähr 8,15 \$ pro Million British Thermal Units (MMBtu) entspricht. Der US-Benchmarkpreis (Henry Hub) liegt derzeit bei etwa 3,50 \$. Die europäischen Preise sind also 2,3 Mal höher als die US-amerikanischen.

Die USA produzieren viel mehr Gas, als sie verbrauchen können, weil das Gas bei der Ölförderung aus dem Boden kommt. Letzteres ist bei den derzeitigen Preisen sehr profitabel, und Ersteres ist einfach unvermeidlich. Das heisst, dass Gas auch dann gefördert wird, wenn es zu einem Preis verkauft wird, der kaum höher ist als die sehr niedrigen Transportkosten über die Pipelines, die die USA durchziehen. Auf einem "normalen" Markt (wie z. B. Öl) würde diese Billigkeit durch Exporte in andere Teile der Welt, die Gas benötigen, ausgeglichen werden. **Die Ausfuhr von Gas aus den USA erfordert jedoch eine Verflüssigung und sehr spezielle und teure Tankschiffe (und Wiedervergasungsanlagen am Bestimmungsort).** Der Bau von Verflüssigungsanlagen erfordert Zeit (und Lizenzen) und unterliegt politischen Zwängen: **Der US-Präsident hat gerade den Bau neuer Gasexportterminals gestoppt.** Nur er kennt die wahren Gründe für diese Entscheidung (der Kampf gegen den "Klimawandel" wurde erwähnt), aber das Ergebnis ist, dass die US-Industrie weiterhin die billigste Energie in der industriellen Welt geniessen wird (zusammen mit Mexiko, das amerikanisches Gas durch Pipelines erhält und dessen Produktionssektor explodiert). **Europa schliesst unterdessen seine Kernkraftwerke und hat das Fracking zur Erdgasgewinnung dauerhaft verboten.**

All dies schlägt sich natürlich in den europäischen Strompreisen nieder:



Als Investoren versuchen wir, in die Zukunft zu blicken, nicht in die Vergangenheit. Wir investieren auch nicht in Länder, sondern in Unternehmen, auch wenn diese zwangsläufig in einem territorialen Kontext tätig sind. Selbst wenn sie ihre Betriebe verlagern (was viele europäische Unternehmen tun), ist dies mit Kosten verbunden und verursacht Kollateralschäden für andere Branchen (und Dienstleister) in ihrem Umfeld. **Ohne eine entschlossene Entscheidung zur Verbesserung der europäischen Energieversorgung ist es schwer vorstellbar, wie die Lücke in der Wirtschaftsleistung Europas gegenüber den USA geschlossen werden könnte.**

Das heisst nicht, dass die europäischen Märkte nicht zu den amerikanischen aufschliessen könnten. Nach allem, was wir wissen, könnte sich die Entwicklung der Indizes auch irgendwann umkehren. Bei der Analyse von Unternehmen müssen wir uns jedoch ihres Kontextes bewusst sein. Ein wichtiger Teil dieses Kontextes ist die Wachstumsrate der Wirtschaft, in die die Unternehmen eingebettet sind. **Und viele Menschen scheinen nicht zu verstehen, dass das Wirtschaftswachstum nur eine Manifestation des Energieverbrauchswachstums ist.**

IV. DER LONG TERM INVESTMENT FUND CLASSIC: +9% im 2023

Der LTIF Classic legte im Jahr 2023 um 9,1 % zu und schloss bei 616 EUR je Aktie

Der LTIF Classic schloss zum Jahresende 2023 bei EUR 616,4 je Aktie, was einem Plus von 9,1 % entspricht und nahe an unserem Ziel von EUR 625 je Aktie liegt. Aufgeschlüsselt nach Sektoren schnitten Zement (+52%), Technologie (+35%) sowie Pharma/Gesundheit, Finanzwerte und zyklische Konsumgüter mit einer Wertsteigerung von rund 20% am besten ab. Auf der negativen Seite waren Lachs (-8%), Energie (-4%) und Bergbau (-5%) die schlechtesten Sektoren des Fonds.

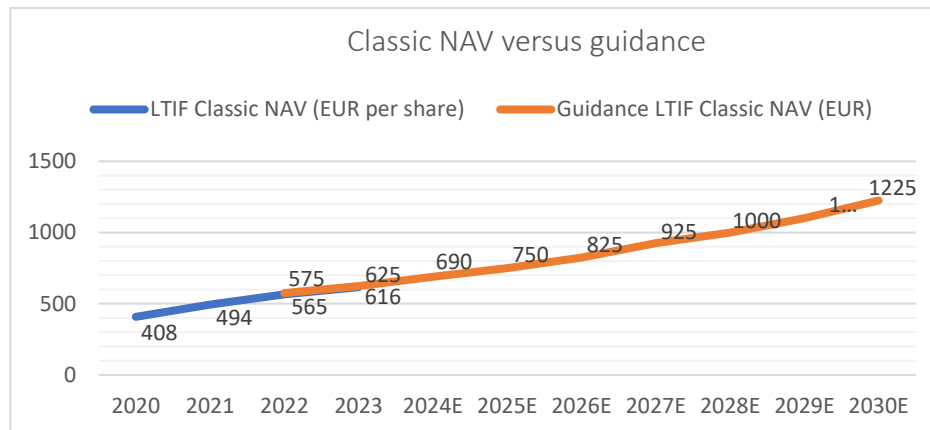
Auf Unternehmensebene erzielten 2023 Pandora (+90%), Buzzi Unicem, Heidelberg Materials, Grifols und ASML mit über 30% die besten Ergebnisse, während First Quantum (-62%), gefolgt von Bakkafröst, Leroy Seafood, Cenovus und Raytheon mit Rückgängen von über 20% am schlechtesten abschnitten.

Aus grundsätzlicher Sicht sind wir nur über zwei unserer Investitionen besorgt: First Quantum, da die panamaische Regierung die Mine *Cobre Panama* eingestellt und den Konzessionsvertrag für verfassungswidrig erklärt hat, was zu einer erheblichen Unsicherheit über die Zukunft des Bergbaus in dem Land geführt hat, **und Grifols, das von einem Leerverkäufer, *Gotham Research*, angegriffen wurde**, wodurch eine Reihe von Problemen aufgedeckt wurde, die zwar bekannt waren, aber die Schwäche des Managementteams, der Corporate Governance und der Bilanz der Gruppe hervorhoben (*siehe Einzelheiten im Investment Case des Quartals*).

Der aktualisierte IRR des Classic liegt bei 14,3 % mit einem inneren Wert (IV) von EUR 941 pro Aktie

Der innere Wert des Fonds steigt weiter an (was er auch sollte, da wir dazu neigen, hoch zu verkaufen und niedrig zu kaufen, wodurch wir die billigsten Aktien jeder Überprüfung übergewichten), und mit EUR 941 nähern wir uns den EUR 1000 pro Aktie. **Mit 14,3 % liegt der IRR auf historischem Durchschnittsniveau (zwischen 12 und 17 %).** Wir sind daher der Ansicht, dass der Fonds auf einem normalen Niveau gehandelt wird und weder zu teuer noch zu billig ist.

Das Ziel für 2024 liegt auf der Grundlage der historischen Durchschnittsmultiplikatoren unserer Unternehmen für das laufende Jahr bei EUR 690 pro Aktie, mit einem theoretischen Aufwärtspotenzial von 12 %. Bei diesen Zahlen handelt es sich natürlich nur um einen Richtwert (obwohl wir seit Beginn dieser Übung vor zwei Jahren nie weit vom Ziel entfernt waren), aber bei noch fünf Jahren Laufzeit sind die EUR 1000 im Jahr 2028 ein zuverlässiger Richtwert. Diese Zahl ist leicht zu merken, weshalb wir uns auf sie konzentrieren, wenn wir über die mittel- und langfristigen Ziele sprechen.



42% des LTIF Classic in 10 Aktien, wie üblich

Wie wir immer wieder betonen, ist der LTIF Classic ein Fonds, der Qualität durch Diversifizierung und Konzentration anstrebt. Derzeit sind 42% des Portfolios in 10 Unternehmen investiert, die alle als langfristige Partner betrachtet werden, und dank unserer geschäftlichen und geografischen Diversifizierung kann kein einziger Faktor dem Portfolio schaden.

Lassen Sie uns 4 relevante Ideen für den LTIF Classic hervorheben, die bereits in den Top 10 der Aktien zu finden sind:

- 1) **Grifols, eine unserer grössten Positionen, ist einem "Piraten"-Angriff ausgesetzt.** Wir erörtern dies ausführlich im nächsten Abschnitt, aber das Fazit ist positiv: Wir sind nach wie vor davon überzeugt, dass sich Grifols in die richtige Richtung bewegt und letztlich eine grossartige Anlagemöglichkeit darstellt. Hätte der Leerverkäufer einen Betrug oder ein anderes grundlegendes Problem entdeckt, hätten wir verkauft.
- 2) **Wir geraten immer wieder in Schwierigkeiten. Grifols, ISS, Reckitt und Unilever (20 % des Classic) sind Unternehmen, die sich in der Umstrukturierung befinden.** Letztlich sucht ein Value-Fonds nach billigen Unternehmen, unabhängig davon, ob sie zyklisch sind oder nicht, und unsere Strategie führt dazu, dass wir in Unternehmen investieren, bei denen es ein Problem gibt, das wir als zyklisch oder lösbar einschätzen. Pandora ist das perfekte Beispiel: Es ist heute ein sehr starkes Unternehmen, nachdem es eine lange Zeit der Umstrukturierung durchlaufen hat, die uns viel Kopfzerbrechen bereitet hat.
- 3) **Starkes Exposure in Lachsunternehmen (16% des Fonds, Mowi, Salmar und Leroy):** Wir sind sehr optimistisch, was den Sektor angeht. *Weitere Kommentare später im Newsletter.*
- 4) **Aus geografischer Sicht haben wir ein hohes Exposure in den USA (28%, Medtronic/Raytheon in den Top 10), im Vereinigten Königreich (20%; Reckitt/Unilever) und in Norwegen (17%; Lachs, inklusive Bakkafrøst).**

LTIF Classic Top10 Holdings

ISS A/S	5,6%
Grifols SA	5,1%
Pandora A/S	3,9%
Leroy Seafood ASA	3,8%
Salmar ASA	3,7%
Medtronic Plc.	3,6%
Unilever Plc.	3,5%
Reckitt Beckinser Plc.	3,5%
Mowi ASA	3,5%
Raytheon Corp.	3,1%
TOTAL	39,3%

Quelle: SIA Funds

Investment Case des Quartals: Grifols und die Piraten von Gotham

Nach Weihnachten erlebten wir den ersten Schreck des Jahres 2024, am 9. Januar, wenn ich mich recht erinnere. Dieser Schreck war auf einen Bericht eines Leerverkäufers, *Gotham Research*, über Grifols zurückzuführen, der auf Interessenkonflikte, Probleme bei der Unternehmensführung und der Rechnungslegung hinwies und zu dem Schluss kam, dass der Wert des Unternehmens aufgrund seiner Verschuldung bei Null liegen könnte. Nach der Veröffentlichung des Berichts fiel die Aktie um mehr als 40 %, und unser Herzschlag beschleunigte sich auf ein sehr ungesundes Niveau.

Wenige Augenblicke später nahmen wir uns die Zeit, den Bericht im Detail zu lesen, und unsere Herzfrequenz normalisierte sich schnell wieder, denn obwohl der Bericht insgesamt stimmig war, **gab es nichts Relevantes oder Neues, das unsere Anlagethese hätte ändern können**. Dies ist die Zusammenfassung unserer Schlussfolgerungen:

1. **Die Angaben von *Gotham Research* beruhen auf öffentlich zugänglichen Daten von Grifols, die von den Aufsichtsbehörden geprüft und untersucht wurden. Es gibt keine neuen, relevanten Daten.** Ausserdem stellt *Gotham Research* die Daten falsch dar, manipuliert die Informationen und zieht falsche Schlussfolgerungen.
2. **Die Probleme von Grifols sind seit 2019/2020 (also bereits seit 4-5 Jahren) allgemein bekannt und offensichtlich:** eine zu aggressive Akquisitionspolitik, ein Interessenkonflikt zwischen der Familie Grifols und dem Unternehmen, eine zu hohe Verschuldung, schlechte Ergebnisse aufgrund der Auswirkungen von COVID auf die Plasmakosten in den Jahren 2020-22 und eine Rechnungslegungspraxis, die zwar legal und geprüft war, aber nahe an den Grenzen lag. Aufgrund dieser Probleme war die Aktie seit 2020 bereits stark gefallen (fast 70 % von den Höchstständen von Anfang 2020, vor dem Bericht der *modernen Piraten*).
3. **Das Managementteam von Grifols hat Ende 2020 einen Umstrukturierungsplan eingeleitet, der einen Wechsel des CEO und den Rückzug der Familie Grifols aus der Unternehmensleitung vorsieht.** Ein untrügliches Zeichen für einen Wandel zum Besseren. Dieser Umstrukturierungsplan zielt darauf ab, die Unternehmenskultur zu ändern, die Effizienz, die Margen und die Renditen zu verbessern und die Verschuldung auf ein tragfähiges Niveau zu senken. Auf zyklischer Ebene ist das

Niveau von vor COVID bereits erreicht, 2023 war ein gutes Jahr, und nach unseren Schätzungen wird 2024 deutlich besser ausfallen.

4. Wir sind der Ansicht, dass der Plan von Grifols konsequent und realisierbar ist, was die Aktie zu den derzeitigen Preisen sehr attraktiv macht. Wie von denjenigen erwartet, die uns kennen, haben wir unsere Position in Grifols (zu ausserordentlich niedrigen Bewertungen) erhöht, indem wir die Marktpanik ausnutzten. Dennoch wollen wir keinen *black dog* im Portfolio haben, weshalb wir die Gewichtung bei etwa 5-6% des Fonds belassen haben.

5. Wir haben nichts gefunden, was auf irgendeine Art von Betrug hindeutet.

Wir könnten auf alle Anschuldigungen eingehen und sie einzeln widerlegen, aber das wäre zu ausführlich für einen *Newsletter*. Wir stehen unseren Anlegern zur Verfügung, wenn sie an den Einzelheiten interessiert sind.

Wir fassen unsere wichtigsten Investitionsannahmen in den folgenden vier Punkten zusammen:

1) Wechsel im Managementteam: Ein neuer CEO (Nacho Abia Buenache) wird im April 2024 sein Amt antreten. Er verfügt über eine langjährige positive Erfolgsbilanz in der pharmazeutischen Industrie und wird die vor 3 Jahren eingeleiteten zahlreichen Veränderungen im Management abschliessen.

2) Verkauf von Vermögenswerten zum Schuldenabbau: Der Verkauf von 20 % der chinesischen Tochtergesellschaft Shanghai Raas für 1,8 Mrd. USD wird die Schulden von Grifols bis Mitte 2024 von 9,4 Mrd. € auf 7,8 Mrd. € reduzieren. Grifols könnte weitere Vermögenswerte veräussern, aber wir haben keine davon in unsere Bewertungen einbezogen.

3) Verbesserte Erträge nach der COVID-Krise: Das bereinigte EBITDA wird 2024 über 1,8 Mrd. € und 2025 über 2 Mrd. € liegen, bei einem erträglicheren Verschuldungsgrad von 4,2x in 2024e und 3,5x in 2025e.

4). Cash-Generierung als Priorität ab 2025: Das Unternehmen kündigte ein Free-Cash-Flow-Ziel von 2,0 bis 2,5 Mrd. Euro innerhalb von 3 Jahren von 2025 bis 2027 an, was etwa 750 Mio. Euro pro Jahr entspricht und mit dem historischen FCF/EBITDA-Verhältnis des Unternehmens von 0,3x übereinstimmt

Wir sind uns jedoch bewusst, dass Grifols aufgrund seiner hohen Verschuldung eine risikoreichere Anlage ist, die nach unseren Massstäben möglicherweise in die Risikokategorie 3 oder 4 eingestuft wird und ein Kernrisiko aufweist: **Betrug**. Betrug kann weder in den Jahresabschlüssen noch in der Analyse von Wirtschaftsprüfern, Kreditagenturen, Investmentanalysten usw. aufgedeckt werden, **aber in diesem Fall kennen wir das Unternehmen und seine Manager seit vielen, vielen Jahren und sind davon überzeugt, dass 1) kein Betrug vorliegt und 2) der Fall Grifols eher eine Summe von Fehlern ist** (die auf den Interessenkonflikt zwischen dem Unternehmen und der Familie zurückzuführen sind), **die zu einer nicht tragbaren Schuldensituation geführt haben.**

Wir schliessen eine Kapitalerhöhung nicht aus, aber sie schreckt uns nicht ab, denn sie würde das Bilanzproblem lösen und der Aktie trotz der möglichen Verwässerung ein reichliches Aufwärtspotenzial lassen. Wie wir bereits erwähnt haben, glauben wir nicht, dass dies notwendig sein wird (wir schätzen 3,5x Nettoverschuldung/EBITDA 2025), obwohl wir eine begrenzte Kapitalerhöhung zu dem Zeitpunkt

erwarten, an dem die Stammaktien mit den Vorzugsaktien verschmolzen werden, wie es das Unternehmen vorsieht.

Werden wir den Kampf gegen die *Gotham-Piraten* gewinnen? Nachdem wir die Situation gründlich analysiert haben, sind wir der Meinung, dass *Gotham Research* uns zwei Gefallen getan hat: 1) es hat die Schwächen des Unternehmens genauer aufgedeckt und 2) die Umstrukturierung beschleunigt, was beides positive Faktoren in diesem Prozess sind. Ansonsten widersprechen wir nachdrücklich ihrer Schlussfolgerung, dass Grifols ein betrügerisches Unternehmen ist, das möglicherweise keinen Wert hat.

Grifols hat Fehler gemacht, hat aber ein enormes Potenzial, wenn es sich darauf konzentriert, diese zu beheben, was es auch getan hat: **Es hat 2020 eine sehr harte Umstrukturierung begonnen und verfügt über einen Plan, der erreichbar und realistisch ist und den wir positiv bewerten.**

Nach unseren Berechnungen hat Grifols einen IRR von über 30 % und unsere Vorzugsaktien, die zu EUR 5,6 gehandelt werden, haben einen inneren Wert von EUR 21.

Grifols. 2024-2025 Konsensus

	2023E	2024	2025
PER	18,5	9,2	7,6
ROE	4,4	8,7%	10,5%
P/Book	0,9	0,75	0,68

Quelle: Bloomberg, SIA Schätzung

V. DER LONG TERM INVESTMENT FUND NATURAL RESOURCES: +9% im 2023

LTIF Natural Resources: +9% im 2023 auf EUR 150 pro Aktie

Obwohl 2023 kein gutes Jahr für Rohstoffe im Allgemeinen war, hat der LTIF Natural Resources in diesem Jahr um 9 % zugelegt, das dritte Jahr in Folge mit Gewinnen nach der COVID-2019-Krise. Es sei daran erinnert, dass der Tiefststand des Fonds im März 2022 bei ca. EUR 50 pro Aktie lag, so dass er sich in den 4 Jahren seit der Covid-Krise verdreifacht hat. **Der Fonds schloss das Jahr 2023 bei EUR 150 je Aktie**, wobei zwei Sektoren, nämlich Infrastruktur (+20%) und Bergbau (+10%), zulegten und zwei, nämlich Agrar- und Nahrungsmittel (-5%) und Energie (-1%), zurückgingen.

Bei den Aktien mit Zuwächsen von über 20 % heben wir Petrobras, Kazatomprom, Cameco, Ivanhoe, Southern Copper, Holcim, Heidelberg Materials, Prysmian und Salmar hervor. Auf der negativen Seite, mit Rückgängen von mehr als 20 %, sind Cenovus, First Quantum, Panoramic, Bakkafröst, Grieg Seafood und Leroy Seafood zu nennen.

Ein IRR von 14.1%. Ein innerer Wert von EUR €220 pro Aktie

Der aktualisierte IRR des Fonds liegt bei 14,1 %, mit einem inneren Wert von EUR 220 pro Aktie, den wir in den nächsten 3-4 Jahren erreichen dürften. Wie immer weisen wir darauf hin, dass alle unsere Zahlen auf Schätzungen in der Mitte des Zyklus oder auf Konvergenz beruhen, was bedeutet, dass das Aufwärtspotenzial viel höher sein wird, wenn der Rohstoff-Superzyklus eintritt.

Einige Anleger fragen uns, **warum der LTIF Natural Resources einen IRR wie der Classic hat, und die Antwort hängt mit dem oben Gesagten zusammen: Unsere Bewertungen befinden sich in der Mitte des Zyklus oder konvergieren** und berücksichtigen daher keinen Rohstoffaufschwung oder Superzyklus (der übrigens im aktuellen Kontext der Energiewende Jahrzehnte dauern könnte).

Der Ölmarkt ist angesichts der OPEC und der Überkapazitäten gut versorgt

Der Ölmarkt war 2023 einigermaßen ausgeglichen dank der Intervention der OPEC+, die ihre Produktion drosselte, um vor allem den starken Anstieg der Schieferölproduktion in den USA (nach den hohen Preisen von 2022 und dem Anstieg der Zahl der Bohrseln) zu kompensieren.

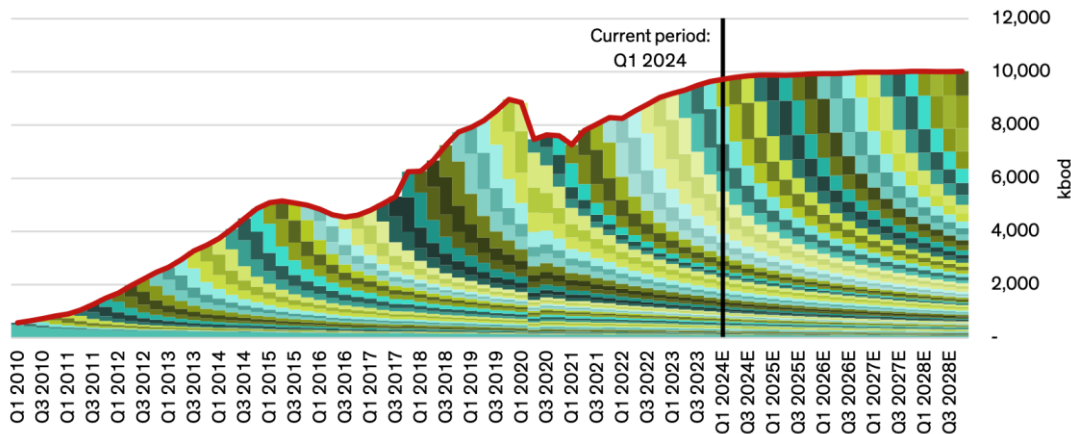
Dies hat sich 2023 geändert, da die Anzahl der Bohrseln im Laufe des Jahres aufgrund der niedrigeren Ölpreise (um 70/80 WTI) und der Finanzdisziplin in den USA zurückgegangen ist. Folglich erwarten wir nicht, dass sich der Anstieg der US-Produktion im Jahr 2024 wiederholt.

Wie sieht es mit der Zukunft aus? Wir haben uns entschlossen, die aktuelle Situation auf dem Ölmarkt anhand von 3 Schlüsselfragen zusammenzufassen, von denen wir hoffen, dass sie unseren Lesern helfen werden zu verstehen, warum wir mittelfristig einen starken Preisanstieg erwarten:

(1) Ist das Schieferöl, das 10 % des weltweiten Angebots ausmacht, in seine Reifephase eingetreten?

Wie aus der nachstehenden Grafik hervorgeht, erreicht Schieferöl ein Plateau, so dass die Schieferölproduktion in den kommenden Jahren nicht mehr wesentlich gesteigert werden kann. Die Gleichung wird noch komplizierter, wenn man bedenkt, dass die Schieferölproduktion in den ersten beiden Jahren um 30 % pro Jahr zurückgeht und dass jedes Jahr höhere Ausgaben erforderlich sind, nur um die Produktion konstant zu halten.

Shale production by quarterly wedge



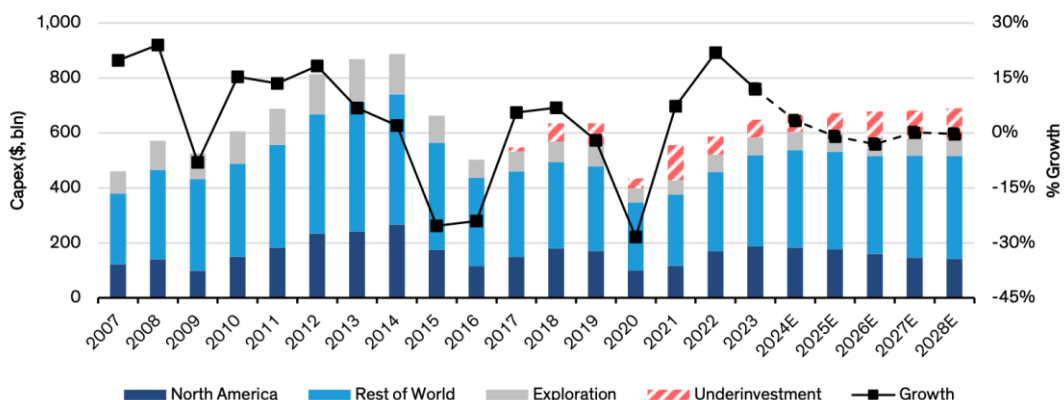
Source: Enverus, EIA, Baker Hughes, Primary Vision, Bernstein analysis and estimates

Unsere Hypothese 1 lautet daher, dass Schieferöl in eine Reifephase eingetreten ist und nicht mehr signifikant wachsen kann, eine Vorstellung, die durch die rasche Konsolidierung im Jahr 2023 (Pioneer, CrownRock, PDC, Hess usw.) noch verstärkt wird. Wir sind davon überzeugt, dass von den drei grössten Schieferölunternehmen (Bakken, Eagleford und Permian) nur Permian die Kapazität hat, zu wachsen, während die übrigen Unternehmen viel höhere Preise benötigen, um ihre Kapazitäten zu erweitern.

(2) Wird sich die seit 2015/16 zu geringe Investitionstätigkeit in diesem Sektor ändern und in den kommenden Jahren zu höheren Ausgaben im Upstream-Bereich führen?

Wie die nachstehende Grafik zeigt, erreichten die weltweiten Investitionen in die Ölförderung 2014 ihren Höhepunkt, und seither bewegen sich die Wachstumsraten um den Nullpunkt.

Globale Upstream-Öl-Investitionen



Source: Company reports, Rystad Energy, IEA, EIA, Bloomberg, Bernstein analysis and estimates

Der Sektor hat in den letzten zehn Jahren rund 75 Mrd. USD pro Jahr zu wenig ausgegeben und insgesamt 500 Mrd. USD zu wenig investiert. Dies mag sich kurzfristig nicht auswirken, da wir auf der letzten Investitionswelle leben, aber langfristig wird es sicherlich Auswirkungen haben. Ausserdem sehen wir nicht, dass sich dieser Trend in den nächsten Jahren ändern wird, da die Angst vor Nachfragespitzen und ESG-Zwänge schwer zu überwinden sind.

(3) Woher sollen wir die 7 Millionen Barrel pro Tag nehmen, die wir bis 2030 benötigen?

Am einfachsten lässt sich die derzeitige Situation wie folgt verstehen: **Zwischen 2014 und 2024 werden 10 Mio. Barrel pro Tag aus dem Schieferöl gefördert. Woher sollen die nächsten 10 Mio. Barrel kommen?** Schlimmer noch: Wer wird in langfristige Ölprojekte investieren, wenn die Welt davon überzeugt ist, dass der Ölverbrauch sinken wird?

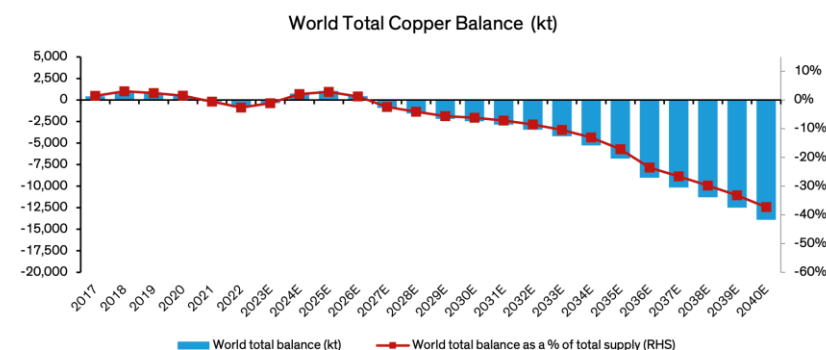
Der Kupfermarkt bewegt sich rasch auf ein strukturelles Defizit zu

In seinem vierteljährlichen Rohstoffausblick vom Dezember 2023 wies BHP Billiton deutlich darauf hin, dass nach der Schliessung von Cobre Panama (etwa 400 000 Tonnen pro Jahr), der Senkung der Prognosen von Anglo American (etwa 300 000 Tonnen weniger) und anderen Störungen in mehreren Minen im Jahr 2023 **das Modell für Angebot und Nachfrage, das eine ausreichende Produktion zur Deckung der Nachfrage bis 2026/27 voraussagte, nicht mehr stimmte. Bereits 2025/26 wird es keine ausreichende Produktion mehr geben.** Einfach ausgedrückt: Kupfer wird ab 2025/26, also im nächsten Jahr, in ein strukturelles Defizit geraten!

Folglich brauchen wir mehr Minen und zwar schnell... Aber auch hier gibt es ernsthafte strukturelle Probleme, wenn es um den Bau weiterer Kupferminen geht. Wir heben die vier wichtigsten hervor:

- (1) Es dauert ein Jahrzehnt, bis eine Kupfermine in Betrieb genommen werden kann, WENN sie eine Genehmigung erhält;
- (2) der derzeitige Preis von USD 3,8 pro Pfund reicht nicht aus, um Anreize für die Erschliessung neuer Flächen zu schaffen;
- (3) es gibt strukturelle Hindernisse für den Bergbau, die neuen Investitionen im Wege stehen, wie ESG, Steuern und Ressourcennationalismus; und
- (4) die meisten Vorkommen befinden sich in risikoreicheren Ländern (Kongo, Sambia, Peru, Chile, Russland usw.).

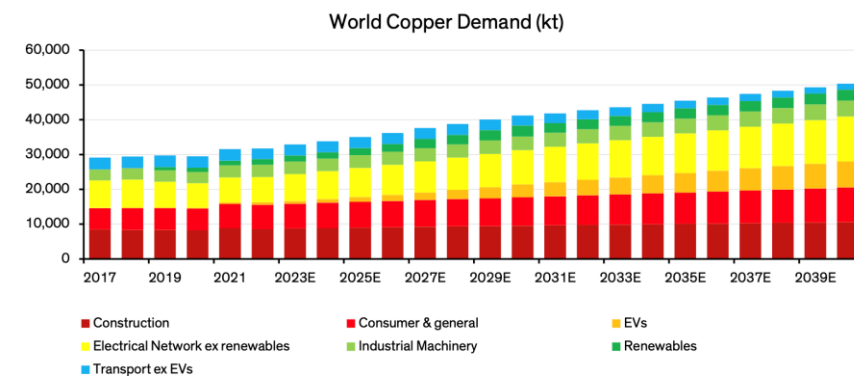
Es sieht schlecht aus, sehr schlecht, wie die folgende Grafik zeigt.



Source: WoodMac, Bernstein analysis and estimates

Diese Versorgungsprobleme treten zu einer Zeit auf, in der die Nachfrage aufgrund **der Energiewende rapide ansteigt, was zu einem Anstieg der Kupfernachfrage um 1 Million Tonnen pro Jahr führen wird, verglichen mit einer halben Million im letzten Jahrzehnt.** Elektroautos, Batterien, Windturbinen, Solarzellen, Stromnetze, Gebäude usw. benötigen grosse Mengen an Kupfer.

Sehen Sie sich die Beschleunigung der Nachfrage in der nächsten Grafik an: von 30 Millionen Tonnen im Jahr 2020 auf fast 50 Millionen im Jahr 2040, was 20 Millionen Nettotonnen (nach dem Minenrückgang) erfordert, d. h. mindestens 60 Cobre Panamá oder 40 Kamoakakula innerhalb von 20 Jahren.



Source: WoodMac, Bernstein analysis and estimates

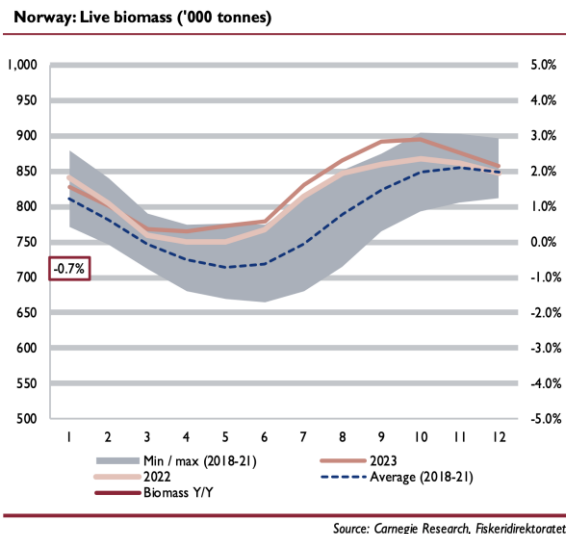
Woher soll das ganze Kupfer kommen? Wie hoch ist der Anreizpreis? Wie lange wird es dauern? Was ist mit den ESG? Kann eine Regierung eine Mine schliessen, nachdem sie gerade 10 Milliarden Dollar investiert hat? Viele, viele Fragen müssen noch beantwortet werden.

Wir haben unser Exposure in Lachs erhöht

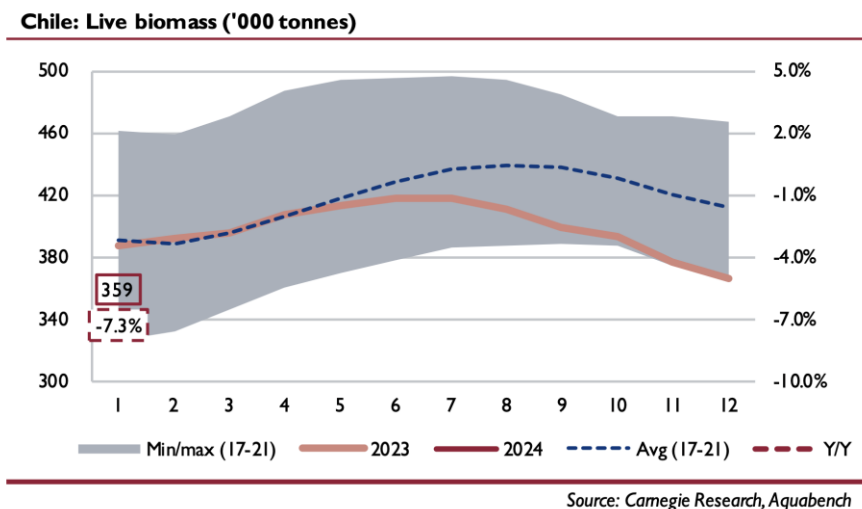
Wir haben die Gewichtung des Sektors auf rund 20 % des Fonds erhöht, und zwar aus zwei Gründen: Die Aktien sind im Minus und damit billig (aufgrund der neuen Rohstoffsteuern in Norwegen, der niedrigeren Lachspreise in H23 und verschiedener biologischer Probleme, die sich weiterhin negativ auf die Kosten auswirken), **und der Sektor hat ein erhebliches Produktions-/Versorgungsproblem.** All dies führte zu ziemlich mittelmässigen Ergebnissen für 2023, und der Markt verlor die Hoffnung.

Zwei Daten, die uns aufmuntern:

(1) In Norwegen sank die Biomasse bis Ende Januar 2024 um 0,7 %; folglich wird es für Norwegen, das 50 % der weltweiten Biomasseproduktion erzeugt, sehr schwierig sein, diese in diesem Jahr und 2025 deutlich zu steigern.



(2) Die zweite Zahl bezieht sich auf die chilenische Produktion: 25 % der Weltproduktion. Die Lachsbiomasse ist Ende Januar um 7 % gesunken, was bedeutet, dass es auch in Chile sehr unwahrscheinlich ist, dass die Produktion in den Jahren 2024/25 steigt.



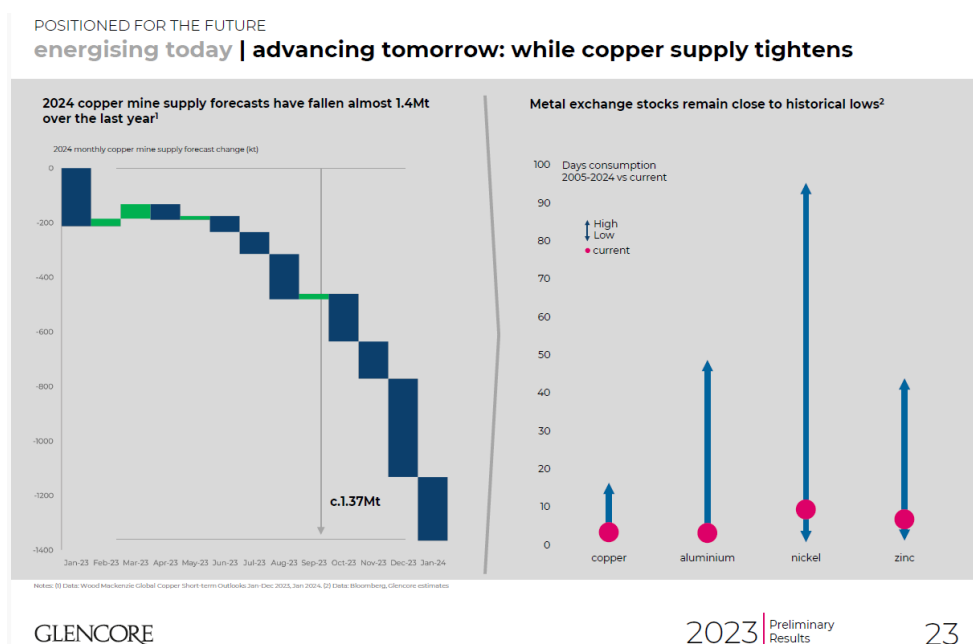
Wenn das Angebot nicht steigt und die Nachfrage bei stabilen Preisen in der Vergangenheit um 6-8 % pro Jahr zugenommen hat, welcher Faktor wird den Markt regulieren? Die Preise. Und in welche Richtung? Nach oben. Wie wirkt sich das auf die Ergebnisse der Erzeuger aus? Sehr positiv.

Der Sektor sieht mittelfristig sehr gut aus, wir sollten hier etwas Geld verdienen.

VI. ROHSTOFFE – GEDANKEN von Urs Marti

"Das Heilmittel für niedrige Preise sind niedrige Preise und umgekehrt."

Diese Regel erklärt die kurzfristigen Zyklen bei Rohstoffen. **Die Preise fallen genug, um das marginale Angebot zu zerstören, und steigen genug, um das marginale Angebot wieder in Produktion gehen zu lassen.** In unserem letzten Bericht haben wir erklärt, dass ein Uranpreis von 100 \$ das gesamte stillgelegte Angebot wiederherstellen würde. Dieses Mal möchten wir die Aufmerksamkeit unserer Leser auf die Basismetalle lenken. Nach zwei Jahren der Konsolidierung ist in diesem Segment das Gegenteil der Fall. Die Preise sind in Verbindung mit höheren Kosten zu niedrig geworden, so dass das Angebot sinkt und die Ausgaben gekürzt werden müssen.



Das obige Glencore-Diagramm veranschaulicht, was passiert. **Einem Rückgang des Angebots um 1,4 Mio. t steht eine Gesamtproduktion von 22 Mio. t im Jahr 2022 gegenüber. Das sind mehr als 6 % der Gesamtproduktion.** Zur Veranschaulichung: Escondida, die bei weitem grösste Mine, hat im Jahr 2022 1 Mio. t produziert. Dies ist umso beeindruckender, als der Kupferpreis nicht wirklich gesunken ist, sondern sich auf einem Niveau nahe 4 \$ konsolidiert hat, nachdem er von einem Tiefstand von 2,15 \$ auf 4,5 \$ in den Jahren 2020/21 gestiegen war. Noch extremer war die Entwicklung bei anderen Metallen wie Nickel, Zink usw., deren Volatilität noch extremer war. Letzteres war auch auf die massive Hausse im Zusammenhang mit der "Batterie"-Revolution zurückzuführen.

Erstaunlich, wie 24 Monate alles verändern können

Derzeit ist die Stimmung genau umgekehrt: Die Finanzakteure sind maximal «bearish» gegenüber Industriemetallen eingestellt, weil sie ein Überangebot und eine Rezession befürchten. Wer jedoch über den Tellerrand der "westlichen Presse" hinausblickt, sieht **eine Welt, in der der globale Handel zwischen 80 % der Weltbevölkerung (BRICS, Schwellenländer usw.) mit hoher Geschwindigkeit wächst.** Ein BIP-Wachstum von 7 % in Indien ist nur eines von vielen Anzeichen dafür. Selbst in China mit seinem Wohnungsproblem ist die zugrundeliegende Nachfrage viel besser als angenommen. Die Beobachtung

von Rio Tinto, dass der Stahlmarkt "auf Hochtouren produziert", ist ein typisches Beispiel dafür, dass die Realität anders aussieht, als es die «baerischen» westlichen FinanzspekulantInnen sehen wollen. Der boomende Infrastruktur- und/oder Automobilsektor gleicht die Probleme im Immobilienmarkt aus.

Chinese nickel miners in Indonesia face threat from falling prices

A decade-long rush by China-based metal producers may end

Analysten haben immer Schwierigkeiten, Veränderungen der Wirtschaftlichkeit und damit das künftige Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage vorherzusehen. Niemand und kein Land ist vor solchen Bewegungen gefeit. **In Indonesien ist die Situation bei Nickel jedenfalls weniger extrem, als man glaubt.** Kurz gesagt, Indonesien hat die Ausfuhr von unverarbeitetem Nickel als Strategie verboten, um einen grösseren Teil der Wertschöpfungskette im Land zu halten und eine Verarbeitungs- und Raffinationsindustrie aufzubauen, die von den Rohstoffen des Landes profitieren kann, anstatt sie billig zu exportieren, ohne dass das Land einen weiteren Nutzen daraus zieht.

Etwas Ähnliches geschieht überall auf der Welt. **Die Strategie von Petrobras ist ähnlich. Angesichts des riesigen Up-/Mid-/Downstream-Potenzials ist es besser, in das Geschäft zu investieren, als zu viel an Dividenden auszuzahlen.** Im Fall von Nickel/Indonesien wurden riesige Investitionen in die Raffination von Nickel getätigt, vor allem von China. Allerdings ist nur ein Teil des Exportbooms "neu". Vor ein paar Jahren wurde nur Nickelerz exportiert. Derzeit ist es raffiniertes Nickel. Der Unterschied besteht darin, dass nur letzteres in die Statistiken eingeht, da es sich bei Erz nicht um ein klar definiertes Produkt handelt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Basismetalle angesichts des schwindenden Angebots jetzt einen guten Einstiegspunkt darstellen. Massive Investitionskürzungen grosser Unternehmen wie Anglo, Minenschliessungen wie die von Glencore in Mount Isa und die Schliessung der Ravensthorpe-Mine von First Quantum in Australien sind nur einige der jüngsten Beispiele. Bei den Energierohstoffen ist die Situation ähnlich. Die Finanzmarktteilnehmer sind so pessimistisch wie nie zuvor, während die Branchenvertreter vor künftigen Engpässen warnen, die auf die strukturellen Minderausgaben zurückzuführen sind, die wir bereits mehrfach erläutert haben.

[Occidental's CEO Sees Oil Supply Crunch from 2025 | OilPrice.com](#)

[Oil supply future at threat from underinvestment, Aramco CEO says \(cnbc.com\)](#)

[Rosneft CEO says growth of global oil price inevitable due to shortage of investment - Business & Economy - TASS](#)

(Nasser -Aramco- und Setschin -Rosneft- leiten die beiden grössten Ölonternehmen der Welt. Während diese Unternehmen vielleicht nicht für Investitionen in Frage kommen, weil sie als aus Pariastaaten stammend wahrgenommen werden, könnte Vicky Hollub -Occidental- den politischen Test bestehen, obwohl sie aus Alabama, dem Hochburgstaat der Republikaner, stammt. Sie leitet einen der grössten On-Shore-Produzenten der USA, den grössten Ölproduzenten der Welt).

Marcos Hernández Aguado
José Carlos Jarillo
Urs Marti
SIA Team
März 2024



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