

Newsletter

Juni 2024

- *I. Wo stehen wir im Zyklus?* 2
- *II. Überprüfung der Bewertung: Mr. Market ist nicht teuer* 6
- *III. Out of the Box von Alex Rauchenstein* 8
- *IV. Der LTIF Classic: +8% ytd. auf 670 € pro Anteil* 11
- *V. Der LTIF Natural Resources: +17% ytd* 14
- *VI. Rohstoffe: Gedanken von Urs Marti* 20
- *Rechtliche Hinweise* 24

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

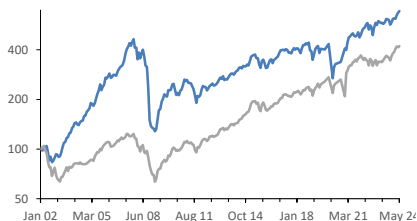


Abbildung 2: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



"Ein Auslandskorrespondent sagte einmal, nachdem er sich eine Weile mit mir unterhalten hatte: 'Sie scheinen nicht klug genug zu sein, um so gut in dem zu sein, was Sie tun. Haben Sie eine Erklärung dafür?'"

Charlie Munger (1924-2023)

Überblick über unsere Fonds

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

31. Mai 2024	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualisiert Rendite (s.o.)	AUM (in Mio.)
LTIF Classic [EUR]	688.24	11.5%	20.0%	9.0%	101
LTIF Natural Resources [EUR]	180.35	18.1%	34.6%	3.1%	91

Quelle: SIA-Gruppe

I. Wo stehen wir im Zyklus?

Nach wie vor leichte Abschwächung: optimistisch, aber zurückhaltend

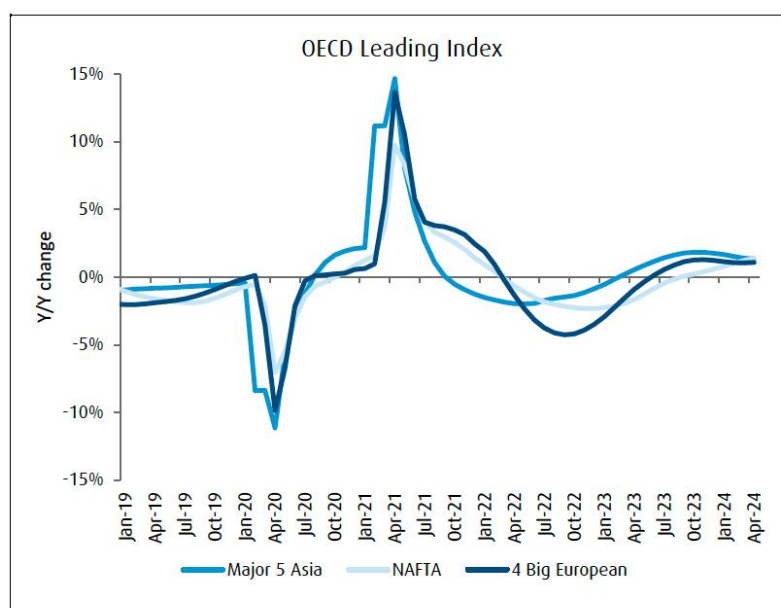
Bei SIA versuchen wir zu verstehen, wo wir uns im Konjunkturzyklus befinden, nicht um unsere Anlageentscheidungen zu steuern, sondern um Anlagefehler zu vermeiden. Wir stellen unsere Ansichten auch gerne in den Newslettern vor, um unsere aktuelle Positionierung besser zu erläutern.

Wo befinden wir uns also im Zyklus? Wir glauben, dass wir uns immer noch **am Ende eines sehr langen Aufwärtszyklus befinden, der nach der globalen Finanzkrise (2009) begann und über 15 Jahre hinweg starke Auf- und Abschwünge hatte**: die Krise in der Eurozone 2011/2012, die Verlangsamung in China 2015, die Angst vor einer globalen Rezession 2018 und schliesslich die COVID-19-Krise 2020/21. Folglich gab es mehr oder weniger alle drei Jahre einen grossen Stein im Weg, was diesen Zyklus zu einer ziemlich unbeständigen und stressigen Fahrt machte.

Die Auswirkungen von Covid-19 in den Jahren 2020/21 waren massiv: Die Pandemie führte zu einem Stillstand der wichtigsten Volkswirtschaften der Welt und einer tiefen (aber kurzen) globalen Rezession, gefolgt von einer starken fiskalischen Unterstützung für Haushalte und Unternehmen sowie einer Erhöhung der öffentlichen Ausgaben, die zu einer starken wirtschaftlichen Erholung und einem Inflationsproblem ab 2022 führte. **Wir glauben, dass die Covid-19-Phase nun beendet ist und dass sich die Weltwirtschaft seit den ersten Zinserhöhungen im Jahr 2022 verlangsamt, wenn auch sehr sanft, da sie immer noch von den fiskalischen Impulsen unterstützt wird. Wir befinden uns also in der Endphase der wirtschaftlichen Anpassung, die bereits Zinssenkungen erforderlich macht.** Europa hat bereits damit begonnen, und die USA planen eine Zinssenkung zum Jahresende.

Es ist immer schwierig vorherzusehen, ob das Ende einer Konjunkturabschwächung traumatisch sein wird oder nicht (werden wir eine Rezession oder Krise erleben?). Diesmal sind wir jedoch optimistisch, da wir weder relevante Blasen, die korrigiert werden müssen, noch signifikante Bankenprobleme oder strukturelle Probleme in grossen Wirtschaftssektoren festgestellt haben.

Wir bleiben daher vorsichtig optimistisch, was das Szenario angeht, dass die Zinssenkungen die Weltwirtschaft ankurbeln werden, während China weiterhin schrittweise Massnahmen zur Verbesserung seines Wirtschaftswachstums ergreift. Wir sind uns auch darüber im Klaren, dass die Erholung nicht zu stark ausfallen dürfte, da der Abschwung sehr mild war, es sei denn, die Auswirkungen der KI auf die globale Produktivität überraschen die Welt massiv.

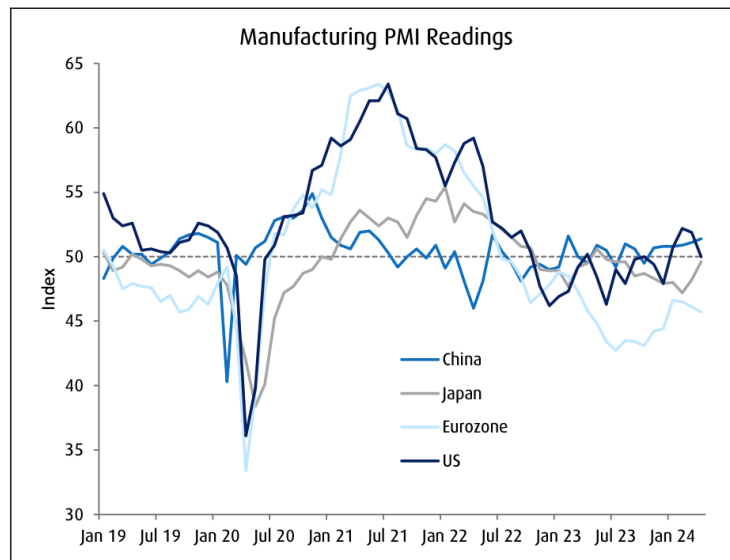


Source: OECD, Bloomberg, BMO Capital Markets

Die PMI-Indizes des verarbeitenden Gewerbes (PMI) weiterhin schwach

Der Trend bei den PMI-Indizes des verarbeitenden Gewerbes bleibt intakt: Die USA und Europa liegen unter 50, China nur leicht darüber. Mit anderen Worten: nichts Neues. Unseren Zahlen zufolge stehen die Lagerbestände kurz vor dem Abschluss ihres Abwärtszyklus, auch wenn die Korrekturphase in Europa anhält (Deutschland zeigt immer noch Schwäche), und **wir rechnen mit einem neuen Aufstockungszyklus Ende des Jahres oder Anfang 2025, der mit Zinssenkungen einhergeht.**

Wir gehen daher davon aus, dass sich Europa und die USA aus industrieller Sicht nicht im Jahr 2024, sondern erst im Jahr 2025 erholen werden.



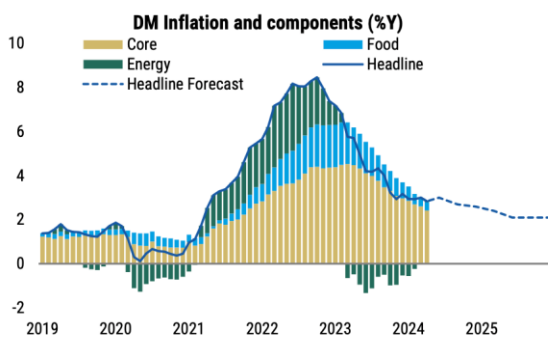
Source: Refinitiv Eikon, BMO Capital Markets. Note: Caixin PMI for China, representative of small- to medium-scale enterprises. Markit PMI for the US.

Kein Grund zur Panik - die Inflationsspirale ist bereits unter Kontrolle

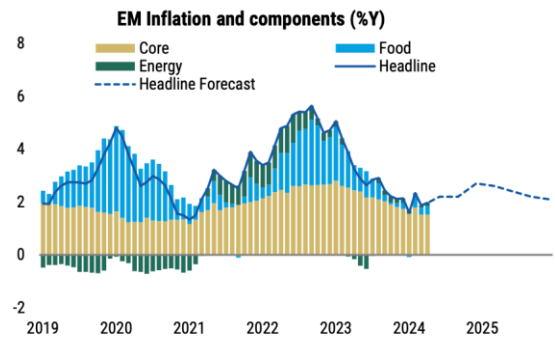
Die Inflation nähert sich den Zielvorgaben der Zentralbanken, wobei die USA leicht über 3 % und Europa über 2 % liegen. **Angesichts der derzeitigen konjunkturellen Abkühlung gehen wir davon aus, dass wir uns den Zielvorgaben der Zentralbank bis Ende des Jahres annähern werden und dass die hohe Inflation kein strukturelles Problem war**, sondern das Ergebnis einer aggressiven Finanzpolitik nach COVID und der logistischen Probleme, die die Pandemie, die Invasion in der Ukraine und der Krieg zwischen Israel und Hamas verursacht haben.

Wie bereits in früheren Newslettern erörtert, gehen wir dennoch davon aus, dass die Inflation aufgrund des Mangels an (qualifizierten oder nicht qualifizierten) Arbeitskräften und der Energiepreise, die unserer Meinung nach steigen werden, höher sein wird als in den 2010er Jahren.

Das nachstehende Grafik zeigt die Schätzungen von Morgan Stanley für die erwartete Inflation in den Industrie- und Schwellenländern sowie für die Kerninflation, die eindeutig nahe bei 2 % liegt. Diese Zahlen stimmen weitgehend mit dem Konsens überein.



Source: Haver, Morgan Stanley Research forecasts as of 29 April, 2024

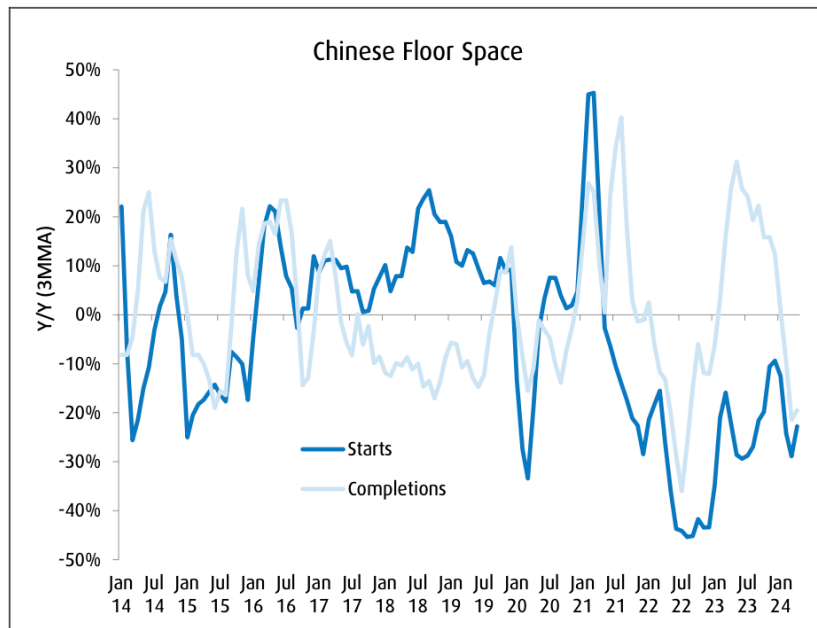


Source: Haver, Morgan Stanley Research forecasts as of 29 April, 2024. EM inflation excludes Egypt, Turkey and Argentina. China's CPI weights are the ones inferred by Bloomberg

China: nur marginale Verbesserungen

China hat vor kurzem mehrere Massnahmen zur Stützung des Immobiliensektors eingeleitet, darunter ein TLAC-Programm zur Stärkung der Bankbilanzen und ein Programm für lokale Regierungen zum Kauf leerstehender Immobilienbestände. Letzteres ist für 40 Mrd. USD vorgesehen, während wir den Überschussbestand auf fast 400 Mrd. USD schätzen, so dass der **Plan nur 10 % der erforderlichen Anstrengungen ausmacht.**

Die chinesische Regierung scheint es mit der Wiederbelebung des Immobiliensektors nicht eilig zu haben und genehmigt weiterhin nur sehr schrittweise Unterstützungsmassnahmen. **Diese Strategie ist sinnvoll, wenn die Regierung versucht, die chinesische Wirtschaft etwas mehr ins Gleichgewicht zu bringen, indem sie das Gewicht des Immobiliensektors verringert und den Konsum, die Technologie und die Exporte steigert und gleichzeitig die Energiewende vorantreibt.** Dies wird natürlich Jahrzehnte dauern, aber alle Abwärtszyklen gehen zu Ende, so auch der chinesische Immobilienzyklus - möglicherweise im Einklang mit der weltweiten Erholung. Die geopolitischen Risiken sind mit den neuen Zöllen zwischen den USA/Europa und China wieder in den Vordergrund gerückt.



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

II. Überprüfung der Bewertung: Mr. Market ist nicht teuer

Wie wir bereits erwähnt haben, verfolgen wir bei SIA die Bewertungen der verschiedenen Aktienmärkte und Sektoren sehr genau, um einen Gesamtüberblick darüber zu erhalten, wo wir uns aus der Bewertungsperspektive im Zyklus befinden. Wir haben unsere Modelle aktualisiert und sind zu mehreren Schlussfolgerungen gelangt, die wir im Folgenden näher erläutern:

1. **Im Vergleich zu Growth ist Value eindeutig unterbewertet.** Wir haben die Indizes *MSCI Value* und *MSCI Growth* verwendet, um einen schnellen Überblick über die Bewertung zu erhalten. Value wird im Vergleich zu den historischen Werten mit einem starken Abschlag gehandelt, während Growth über diesen Werten liegt. Wie wir bereits früher kommentiert haben, sind wir davon überzeugt, dass wir uns in einem neuen Value-Zyklus befinden, der im Jahr 2022 begonnen hat. Ein kurzer Blick auf das KGV (einfach, aber homogen) bestätigt, dass aus Bewertungssicht Value weitaus attraktiver ist als Growth.

<i>MXWO-Index</i>	<i>Value</i>	<i>Growth</i>
<i>Preis</i>	3.562	5.262
<i>PER 2025</i>	13,1x	25,2x
<i>Historische PER</i>	17,3x	23,6x

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

2. **Die regionalen MSCI-Indizes werden nicht über ihrem historischen KGV gehandelt, mit Ausnahme des US-amerikanischen S&P500-Index, der mit einem KGV von 19x (2025) gegenüber 17,5x in der Vergangenheit gehandelt wird.** Dies deutet darauf hin, dass die globalen Märkte kein Überbewertungsproblem in Bezug auf die KGVs haben. Im Gegenteil, Europa, Japan und die meisten Schwellenländer werden mit erheblichen Abschlägen gehandelt, wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgeht.

<i>Index</i>	<i>SPX</i>	<i>SXXP</i>	<i>NASDAQ</i>	<i>CHINA</i>	<i>BRASILIEN</i>	<i>TÜRKEI</i>	<i>RUSSLAN</i>	<i>TOPIX</i>
<i>Preis</i>	5.359	525	19.035	3.592	121.400	10.400	3.211	2.757
<i>PER 2025</i>	18,9	13,2	22,8	10,3	6,5	4,2	2,5	14,9
<i>Historische PER</i>	17,5	19,0	25,0	17,0	16,0	10,5	8,0	18,0

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

3. **Der einzige Sektor, der über seinem historischen Niveau gehandelt wird, ist der Sektor Technologie/IT mit einem KGV von 26x.** Die übrigen Sektoren werden unter ihrem historischen Durchschnitt gehandelt; folglich scheint es auch hier kein Marktbewertungsproblem zu geben, mit Ausnahme des Technologiesektors, der sich allerdings auch nicht auf einem Blasen-Niveau befindet.

<i>Hoher Index</i>	<i>Industrieunternehmen</i>	<i>Heftklammern</i>	<i>Gesundheitswesen</i>	<i>Materialien</i>	<i>Energie</i>	<i>Tech</i>	<i>Finanzen</i>	<i>Versicherung</i>
<i>Preis</i>	393,0	283,0	378,0	351,0	256,0	714,0	161,0	175,0
<i>PER25</i>	18,7	18,0	17,3	15,5	10,1	26,3	12,1	11,4
<i>Historische PER</i>	20,0	21,0	22,0	20,0	16,0	24,3	14,0	15,0

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

() In den obigen Tabellen geben wir nur die KGV-Multiplikatoren der verschiedenen Indizes an, um eine schnelle Annäherung an die aktuelle Bewertung zu ermöglichen. Das ist vielleicht zu einfach, aber es hilft, einen einheitlichen Überblick über die Märkte und Sektoren zu gewinnen.*

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es auf den ersten Blick in keinem Sektor oder Markt ein eindeutiges Überbewertungsproblem zu geben scheint. Bei näherer **Betrachtung zeigt sich jedoch ein grundlegendes Problem: Die Kapitalrenditen sind so hoch wie nie zuvor und steigen weiter an.**

Wir haben die Renditen für alle Märkte und Sektoren untersucht und festgestellt, dass sie im Durchschnitt weiter steigen und 2024 und 2025E erneut Rekordwerte erreichen werden. Was bedeutet dies? Ganz einfach, dass die Gewinnschätzungen darauf hindeuten, dass die derzeitigen Rekordrenditen nachhaltig sind und sich in den nächsten Jahren weiter verbessern werden. Ist das möglich?

Einerseits erwarten wir bei SIA höhere Finanzierungskosten, höhere Steuern und einen verstärkten Wettbewerb in einigen Sektoren - Faktoren, die in den kommenden Jahren einen Abwärtsdruck auf die Margen und Renditen ausüben werden. Andererseits **sind wir aus sozialer Sicht der Meinung, dass sich die Kapitalrenditen in den letzten Jahrzehnten stark verbessert haben, während die Löhne viel weniger gestiegen sind, was sich irgendwann umkehren muss oder zu sozialen und politischen Unruhen führen könnte.** Dies ist natürlich ein sehr langfristiges Problem, aber wir müssen die Lohninflation und das geopolitische Risiko im Auge behalten.

Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalrenditen in Zukunft etwas verschlechtern werden, und zwar aufgrund der Energiekosten, der Inflation der Arbeitskräfte, der Finanzierungskosten und der Steuern sowie aufgrund des verstärkten Wettbewerbs in einigen Sektoren, die sich derzeit in einer Blütezeit befinden. Wir rechnen sogar mit höheren Abschreibungskosten aufgrund des erforderlichen Investitionsanstiegs in traditionellen Sektoren und bei der Energiewende. Positiv ist, dass es sich dabei um einen langfristigen Trend handelt, der sich in der Regel über viele Jahre oder Jahrzehnte hinweg sehr allmählich anpasst. Wir sind auch der Meinung, dass Konzentration, Grösse usw. dem Wettbewerb geschadet haben, und dies sollte etwas in Frage gestellt werden. **Wir fragen uns, ob eine mögliche Lösung für diese strukturellen Probleme in der Kombination von KI und reduzierten Arbeitszeiten** (die durch die erhöhte Ausbildungszeit ausgeglichen werden) liegen **könnte. Die Zeit wird es zeigen.**

III. Out of the Box von Alex Rauchenstein

Die Perspektive eines Asset Allocators auf unsere Fonds

Wir werden bei Meetings oft gefragt, wie ein potenzieller Anleger unsere beiden Fonds unter dem Gesichtspunkt der Vermögensallokation betrachten sollte:

Lassen Sie mich dies anhand unseres Long Term Investment Fund Classic erläutern, der, wie Sie wissen, ein globaler Aktienwertfonds ist, der auf einem einfachen Bottom-up-Prozess basiert, den wir "**strategisches Value-Investing**" nennen. Die meisten Asset Allocators bevorzugen jedoch eher regionale als globale Fonds, da sie so die Region auswählen können, in die sie investieren wollen, und die Regionen anschliessend entsprechend ihrem Anlagestil rotieren können.

In einem solchen Kontext ist es sehr schwierig, die richtige Box für unseren Classic Fonds zu finden. Für mich ist es eine Tatsache, dass alle Anleger davon träumen, für ihre Kunden oder für sich selbst langfristig grosse Renditen zu erzielen, oder was Warren Buffet und Carlie Munger für Berkshire Hathaway erreicht haben, oder was Peter Lynch mit seinem Magellan Fund, den er von 1977 bis 1990 verwaltete, erreicht hat.

Peter Lynch übernahm 1977 die Verwaltung des Magellan-Fonds, der damals 20 Mio. USD AUM hatte. Als er 1990 zurücktrat, war der Fonds auf 14 Mrd. USD angewachsen. Mit einer jährlichen Rendite von fast 30 % über mehr als ein Jahrzehnt hinweg konnte er eine hervorragende Erfolgsbilanz vorweisen. Faszinierend ist jedoch, dass Peter Lynch oft darlegte, dass viele seiner Anleger im Magellan-Fonds tatsächlich Geld verloren, indem sie diesen grossartigen Fonds während dieser grossartigen Jahre kauften und verkauften. Das wirft die Frage auf: Wie kann man Geld verlieren, wenn man in einen Fonds mit einer so grossartigen Performance investiert?

Die Antwort ist ziemlich einfach: Wenn man zum falschen Zeitpunkt gekauft und verkauft hat, war man in der Lage, fast das Unmögliche zu erreichen, denn Angst und Gier beherrschen die Entscheidungen vieler Anleger und waren für dieses sehr seltsame Anlageergebnis verantwortlich.

Es gibt jedoch noch einen weiteren Grund für dieses Phänomen, den so genannten Action Bias.

Ich habe einen interessanten Artikel gefunden, der dies sehr gut erklärt. Da ich mir ziemlich sicher bin, dass zumindest einige von Ihnen die Spiele der Fussball-Europameisterschaft verfolgen, die derzeit die meisten Fernsehsender in Europa dominieren, ist dies ein guter Zeitpunkt, um die Argumentation des Artikels zu erläutern. Laut diesem Artikel hat eine Studie über Elfmeter im Fussball ergeben, dass 80 % der Elfmeter zu einem Tor führen. Da der Ball nur einen Bruchteil einer Sekunde braucht, um sich in Richtung Tor zu bewegen, hat der Torwart nur diese Zeit, um zu entscheiden, in welche Richtung er springen muss - eine Entscheidung, die er ohne viele Informationen treffen muss.

Obwohl Untersuchungen ergeben haben, dass die optimale Strategie für Torhüter darin bestünde, in der Mitte des Tores zu bleiben, tun sie dies nur in etwa 6 % der Fälle. Das ist der Action Bias: Es ist besser, so auszusehen, als ob man etwas tut, auch wenn es kontraproduktiv ist! Derselbe Aktivismus spielt bei vielen Entscheidungen von Anlegern eine wichtige Rolle.

Zurück zum Thema der Vermögensallokation: Wie könnte ein Allokator die Auswirkungen dieser Faktoren minimieren?

Vielleicht wäre es lohnenswert, mit einem Kunden eine Minimum-Aktienquote festzulegen, die er auch in schlimmsten Stressmomenten des Marktes bereit ist durchzuziehen. Sagen wir, das wären 20 %. Ich

bin davon überzeugt, dass man diese absolute Minimum-Aktienquote, oder anders gesagt die Anlagen, in die unterste Schublade einer Kommode legen sollte, die man im Grunde für immer behalten will.



<https://www.pinterest.com/archicfurniture/>

In diese Box würde ich z.B. 2-3 Value-Fonds legen, dann die Schublade schliessen und sie dort belassen, solange der Manager das tut, was er tun soll (d.h. keinen Style-Drift zeigt, etc.). Ich würde die unterste Schublade nur ab und zu öffnen, um die Gewichtung der Box neu zu justieren, d. h. wieder auf 20 % zu setzen, wenn sie gesunken ist, und umgekehrt, wenn sie gestiegen ist, und die Gewichtung der spezifischen 2-3 Value-Fonds neu zu justieren. Ich bin davon überzeugt, dass diese Methode es dem Kunden ermöglicht, mit Hilfe des Zinseszineffekts und des antizyklischen Rebalancings langfristig sehr gute Renditen zu erzielen. Nicht zuletzt würden dadurch alte Fehler vermieden. Dabei würde ich mich vor allem an Warren Buffets grossartigen Spruch "Investieren ist einfach, aber nicht leicht" halten.

In die Hauptaktienquote (in den Schubladen über der untersten) würde ich Index-, Regional-, Themenfonds usw. packen, bei denen man tatsächlich gezwungen ist, den Markt auf der Grundlage von Bewertung, Momentum oder einem anderen Mechanismus zu timen.

Der Long Term Investment Fund Natural Resources gehört in die Schublade der thematischen Fonds.

Wie zu Beginn dieses Abschnitts erwähnt, kann man bei diesem Fonds nicht einfach eine "Buy and Hold"-Strategie anwenden wie bei einem Value Fonds. Man muss diese Investition tatsächlich zeitlich abstimmen, da die Rohstoffmärkte sehr zyklisch sind (wenn auch in langen Angebotszyklen von etwa einem Jahrzehnt).

Wir sind uns einig, dass es sehr schwierig - oder sogar unmöglich - ist, kurzfristige Prognosen zu erstellen. Wenn man sich jedoch (wie wir) nur auf den Nachfrage-/Angebotszyklus konzentriert, werden Prognosen einfacher. Dies gilt umso mehr, wenn man Rohstoffmärkte mit einer langen Vorlaufzeit für den Kapazitätsausbau betrachtet.

Daher würde ich sagen, dass es sich im Hinblick auf einen thematischen Fonds vielleicht lohnt, auf Fondsmanager zu hören, die wissen, wann ihr Thema in Ungnade gefallen ist oder sich einem Zyklustief nähert oder wann ihre Fonds klein geworden sind. Das muss so sein, denn eine Unterinvestition im Rohstoffsektor führt natürlich im Laufe der Zeit zu einem geringeren Angebot, was zu einer Verknappung führt, was letztlich einen Preisanstieg bedeutet.

Umgekehrt würde ich mir Sorgen machen, wenn alle über die gleichen Themen reden und die Fondsmanager mit Zuflüssen überschwemmt würden und sich primär mit der Organisation grosser Partys beschäftigen.

Aus unserer Sicht stehen wir erst am Anfang eines neuen Rohstoffzyklus, der mindestens 6/7 Jahre andauern und wahrscheinlich noch extremer werden wird als der vorherige Zyklus. Wie Sie wissen, loten wir mit unserem Long Term Investment Fund Natural Resources die ganze Bandbreite der Möglichkeiten aus und beschränken uns nicht auf ein Rohstoffsegment, das nur Metalle oder nur

Energie umfasst. Wir sind überzeugt, dass wir Ihnen auf diese Weise ein hervorragendes Instrument anbieten können, um die Kaufkraft Ihrer Kunden oder Ihre eigene in den kommenden Jahren zu schützen. Unserer Meinung nach wird dieses Thema in den kommenden Jahren von entscheidender Bedeutung sein und sollte daher in einer Schublade liegen, die Sie nicht allzu oft zu öffnen brauchen.

IV. Der LTIF Classic: +8% ytd. auf 670 € pro Aktie

LTIF Classic +8% ytd. auf 670 € pro Aktie, nahe an unserem Ziel für 2024

Das Jahr 2024 hat einen guten Start hingelegt und der LTIF Classic ist auf 670 € pro Aktie gestiegen, was einem Plus von 8 % seit Jahresbeginn entspricht. Relativ gesehen liegt er hinter dem S&P, der in diesem Jahr um 15 % gestiegen ist, und leicht vor dem europäischen Index, der in diesem Jahr um 7 % gestiegen ist.

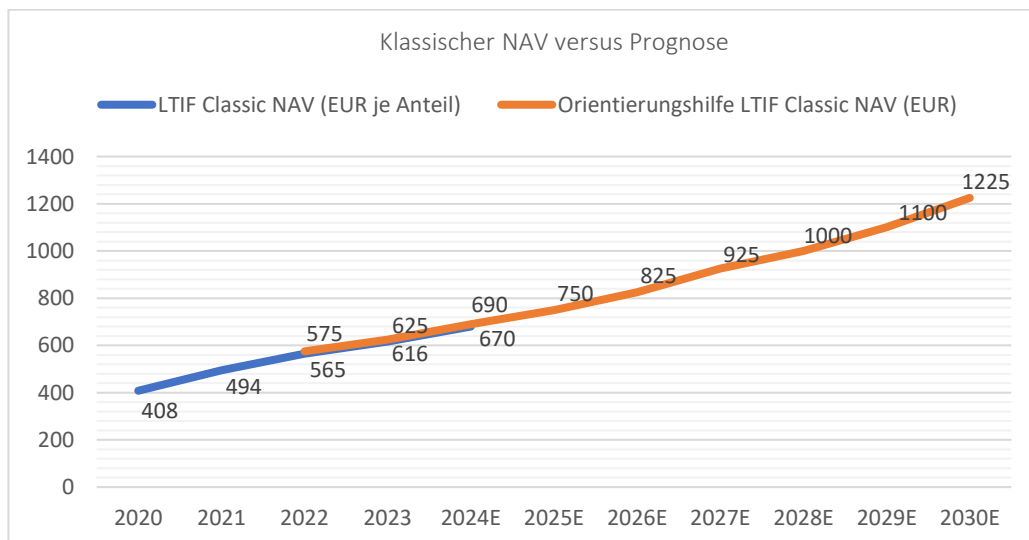
Wir sind nicht mehr weit von unserem Ziel für 2024 von 690 € pro Anteil entfernt, aber wie wir immer sagen, sollten wir kurzfristige Geschäfte vermeiden und langfristig investiert bleiben, um vom Zinseszinsseffekt des Fonds zu profitieren. Noch einmal: Überlassen wir Markt-Timing und Trading den Klugen (*nicht denen wie Charlie, der dem Journalisten nicht sehr klug erschien*) und **konzentrieren wir uns auf die Magie des Zinseszinsseffekts.**

Die Sektoren, die in diesem Jahr bisher am besten abgeschnitten haben, sind: Industriewerte, Technologie, Bergbau und Zement, während wir auf der negativen Seite Pharmazeutika und Lachs hervorheben. Auf der positiven Seite mit Zuwächsen von fast oder über 20 % heben wir ASML, Raytheon, Cenovus, Suncor, Unilever, FirstQuantum, Antofagasta, Prysmian, Nexans Buzzi und Heidelberg Materials hervor. Auf der negativen Seite befinden sich vor allem Grifols, ISS und die Lachsunternehmen Grieg Seafood, Leroy Seafood und Bakkafrost.

Der aktualisierte IRR des Classic liegt bei 14,5% mit einem inneren Wert (IV) von € 1019 pro Aktie

Zum ersten Mal in der Geschichte des LTIF Classic (wir sind seit 22 Jahren unterwegs) haben wir mit einem Wert von 1019 € pro Anteil die Marke von 1000 € des inneren Wertes des Fonds überschritten, ein Niveau, auf dem sich der NAV in 3-4 Jahren bewegen dürfte. Die Entwicklung des inneren Wertes hängt natürlich mit der Neugewichtung des Portfolios zusammen (bei der wir fast mechanisch die Aktien kaufen, die fallen, und die verkaufen, die steigen).

Wie aus dem nachstehenden Diagramm hervorgeht, entspricht der Classic unserem Ziel, jährlich 10 % zu verdienen. In normalen Märkten (ohne Rezessionen) werden wir diese 1000 € pro Aktie um 2027/2028 erreichen.



Wie üblich sind 43% des LTIF Classic in 10 Aktien investiert

Im Einklang mit unserer Anlagephilosophie, die auf Qualität, Konzentration und Diversifizierung setzt, **halten wir weiterhin 43 % des Classic in 10 Aktien, ohne dass ein einziger Faktor dem Portfolio schaden könnte.** Einige der Highlights sind:

1. **Bei fast allen Unternehmen handelt es sich um multinationale Konzerne, d. h. es besteht kein spezifisches Länder- oder Währungsrisiko.**
2. **Wir haben die Gewichtung der Lachszüchter auf 15 % erhöht,** da wir den Sektor weiterhin sehr positiv einschätzen und die durchschnittliche IRR der Investitionen über 14 % liegt.
3. **Wir haben die Gewichtung von Grifols (vorsichtig) erhöht,** weil wir davon überzeugt sind, dass das Unternehmen seine Umstrukturierungsversprechen erfüllt. Ausserdem bewerten wir die Einbindung des neuen CEO Nacho Abia sehr positiv, da wir glauben, dass er die Unternehmenskultur langfristig verändern wird.
4. **Wir haben auch die ISS-Position aufgestockt,** da wir glauben, dass das Unternehmen viel besser ist, als der Markt denkt, und dass die aktuelle Bewertung einfach lächerlich ist.
5. **First Quantum, ein kanadisches Kupferunternehmen, erscheint auf der Liste aufgrund seiner starken Leistung** und der Erwartung, dass es mittelfristig die Wiedereröffnung der Mine Cobre Panamá mit der panamaischen Regierung neu verhandeln wird.

LTIF Classic Top10-Bestände (Juni 2024)	
Grifols SA	7,3%
ISS A/S	6,9%
Leroy Seafood ASA	4,2%
Reckitt Beckinser Plc.	4,2%
Unilever Plc.	3,6%
Medtronic Plc.	4,0%
Henkel AG	3,3%
Mowi ASA	3,3%
Grieg Seafood ASA	3,0%
First Quantum Ltd.	2,9%
GESAMT	42,6%

Quelle: SIA-Fonds

Investment Case des Quartals: ISS

Wir haben ISS als Investment Case für dieses Quartal ausgewählt, da wir unsere Position in dem Unternehmen langsam auf eine für unsere Verhältnisse ungewöhnlich hohe Gewichtung von 7 % erhöht haben. Natürlich sind wir nach wie vor davon überzeugt, dass ISS eine grossartige Anlage ist, die derzeit zu niedrig bewertet ist.

Unserer Ansicht nach **belastet der lange Umstrukturierungsprozess, der nie zu enden scheint, ISS an der Börse stark, aber dieser Prozess ist fast abgeschlossen,** nachdem nicht zum Kerngeschäft gehörende Bereiche und nicht strategische Länder, die unter den Unternehmenszielen lagen, verkauft und Verträge neu verhandelt wurden. Während dieses Prozesses, der 2018 begann, gab es drei CEOs,

und das Unternehmen ist auf viele unerwartete Probleme gestossen, wie z. B. das Scheitern bei der Umstrukturierung des Geschäfts in Frankreich (was schliesslich zum Verkauf führte) und die Probleme mit dem grossen Vertrag mit der Deutschen Telekom (3 % des Umsatzes).

Der Umstrukturierungsplan ist fast abgeschlossen, und die derzeitige Lage ist stabil:

1. Derzeit verfügt ISS über einen hochkarätigen CEO und ein hervorragendes Managementteam.
2. Das Unternehmen hat Geschäftsbereiche im Umfang von 20 % der Gruppe verkauft, um sich auf seine Kernbereiche und -verträge zu konzentrieren. Dadurch ist die Zahl der Beschäftigten auf 350.000 gesunken, gegenüber 500.000 zum Zeitpunkt des Börsengangs.
3. Der strategische Plan ist kohärent und konzentriert sich auf eine disziplinierte Angebotsabgabe, ein Wachstum bei den TIER1-Kunden, ein Wachstum von 4-5 % und Betriebsmargen von über 5 %.
4. Die Bilanz ist bereits auf einem nachhaltigen Niveau und erfüllt die Ziele des Unternehmens.

Was ist die negative Marktthese?

1. *Homeoffice* könnte dazu führen, dass Unternehmen ihre Büroflächen und -einrichtungen verkleinern, d. h., dass ISS weniger Aufträge erhält.
2. Das Schiedsverfahren mit der DT könnte negativ ausgehen und, was noch schlimmer ist, dieses Problem könnte sich bei anderen Kunden wiederholen.
3. Es besteht das Risiko, dass der Umstrukturierungsprozess in anderen Regionen und Verträgen weiterhin negative Überraschungen mit sich bringt.
4. Die Menschen fürchten die Auswirkungen der Inflation auf die ISS-Kosten.

Was denken wir?

1. Der Homeoffice-Anteil wird sich in unseren Augen bei ca. 1 – 2 Tagen pro Woche einpendeln, wobei die höhere Qualität der Räumlichkeiten und Dienstleistungen die geringere Quadratmeterzahl ausgleicht (um die Mitarbeiter des Unternehmens, d. h. die Talente, in einer Welt der Arbeitskräfteknappheit zu halten).
2. Infolge des COVID-19-Effekts hat sich der Trend zum Outsourcing in den Bereichen Reinigung, Catering, Sicherheit, Einrichtungen usw. strukturell beschleunigt, was den Mehrwert der ISS-Dienstleistungen belegt.
3. ISS wird sich die Vorteile der Digitalisierung zunutze machen und Informationen und Automatisierung nutzen, um seinen Kundenservice und seine Kundenbindung zu verbessern und dadurch seine Kosten zu senken.
4. Unserer Ansicht nach kann ISS ein organisches Wachstum von 4 % (einschliesslich Preisgestaltung) erzielen und seine Margen um mehr als 5 % verbessern, was die aktuelle Bewertung sehr attraktiv macht. Ausserdem strukturiert ISS seine Verträge so, dass die Inflation (mit einer gewissen Verzögerung) an den Endkunden weitergegeben wird und das Unternehmen rentabel bleibt.

ISS. Konsensschätzungen 2024-2026

2024E	2025E	2026E
8,8	7,6	6,7
25%	25%	25%
2,1	1,8	1,6

Quelle: Bloomberg, SIA-Schätzungen

V. Der LTIF Natural Resources: +17% ytd

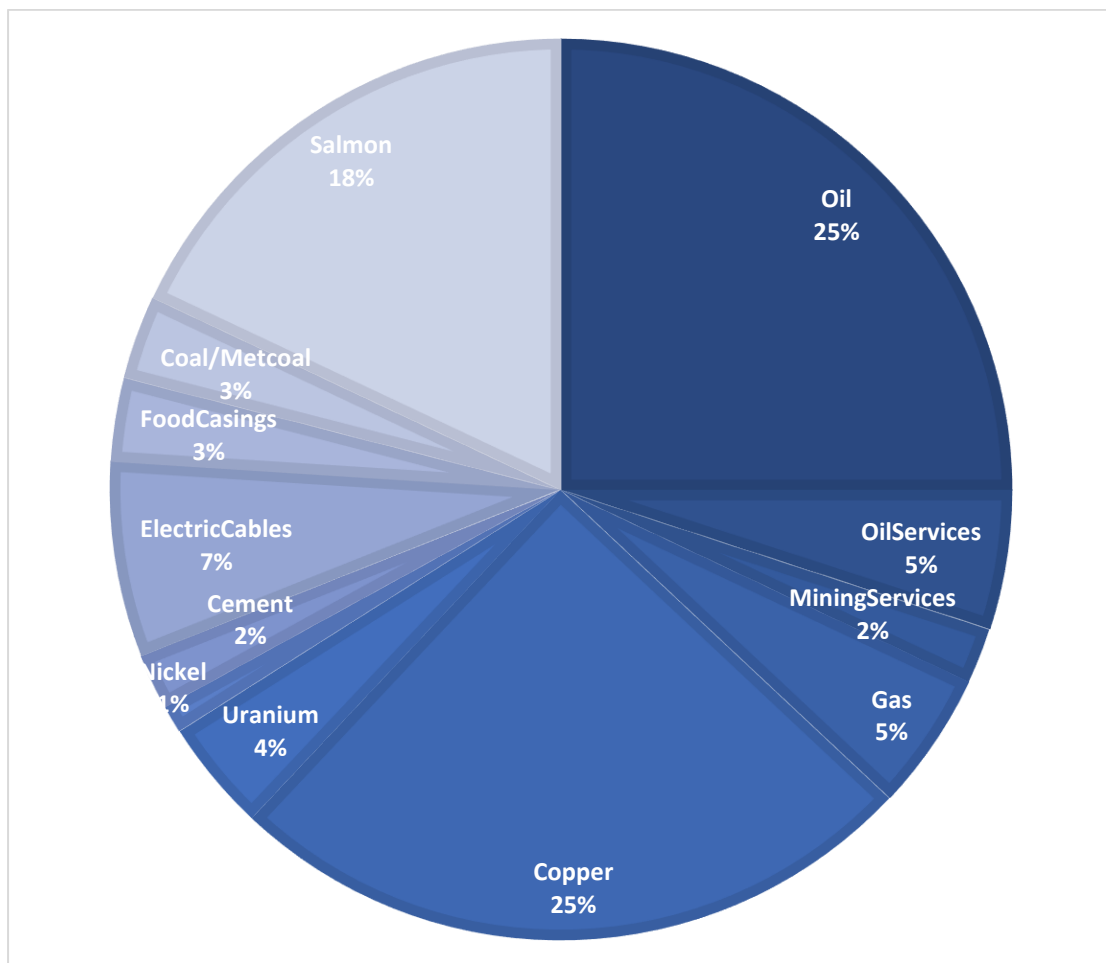
LTIF Natural Resources: +17% im bisherigen Jahresverlauf

Der LTIF Natural Resources setzt seinen Aufwärtstrend der letzten Jahre fort und stieg in diesem Jahr um 17% auf € 175 pro Aktie. Die Sektoren Bergbau und Infrastruktur sind mit einem Plus von fast 30 % bisher die Spitzenreiter, während Energie und Öl ebenfalls zulegen, allerdings nur im niedrigen einstelligen Bereich.

IRR von 13,3% und innerer Wert von 240 EUR pro Anteil

Wie bei unserem LTIF Classic hat sich die Neugewichtung des LTIF Natural Resources Portfolios positiv auf die IRR und IV ausgewirkt, die bei 13,3% bzw. 240 € liegen. Es gibt nur eine bemerkenswerte Änderung im Portfolio - wir haben einen Teil der Gewinne aus Kupferunternehmen, die in der ersten Jahreshälfte stark gestiegen sind, mitgenommen und in etwas billigere Unternehmen wie Öl und in neue Portfolioinvestitionen wie Barry Callebeaud umgeschichtet.

Die folgende Grafik zeigt die Verteilung des Fonds nach Rohstoffen bis Juni 2024 und verdeutlicht das starke Engagement in Öl, Kupfer und Lachs, die derzeit rund 65 % unserer Investitionen ausmachen.



Öl: Der IEA-Bericht ist wirklich bizarr

Die Internationale Energieagentur hat vor kurzem einen Bericht veröffentlicht, in dem sie prognostiziert, dass der Welt bis zum Ende des Jahrzehnts ein deutlicher Überschuss an Öl in Höhe von Millionen Barrel pro Tag bevorsteht, da die Ölgesellschaften ihre Produktion erhöhen und die Fähigkeit der OPEC+, die Ölpreise zu steuern, untergraben.

Sie kommen zu dieser erschreckenden Schlussfolgerung, indem sie von zwei Haupthypothesen ausgehen:

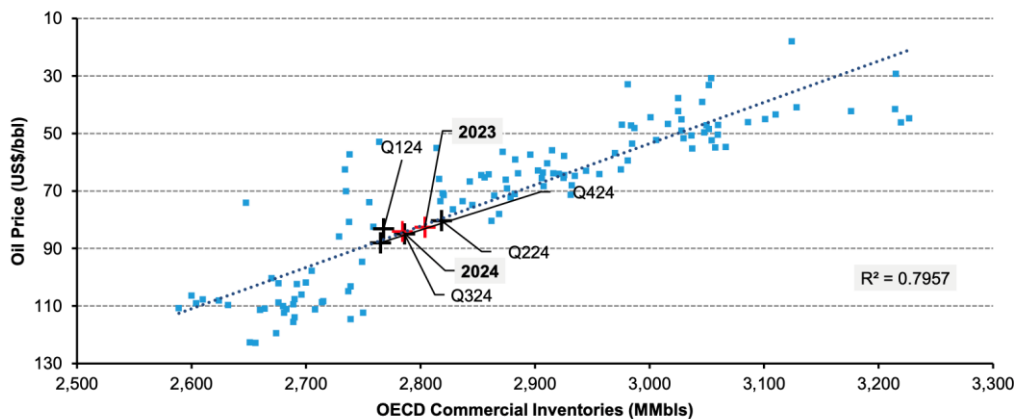
- 1) der Beginn eines weltweiten Rückgangs der Ölnachfrage vor 2030, d. h. der Höhepunkt der Nachfrage in weniger als 5 Jahren, und
- 2) ein starkes Wachstum der US-Produktion in den kommenden Jahren.

Wir sind mit diesem Bericht absolut nicht einverstanden, da unsere Modelle dies nahelegen:

1. die weltweite Ölnachfrage wird über 2030 hinaus weiter steigen, einschliesslich der Benzinnachfrage für Personenkraftwagen (aufgrund des Basiseffekts und des Nachfragewachstums in den Schwellenländern)
2. Das weltweite Angebot wird in den nächsten Jahren kaum wachsen, da seit 2013/14 keine Investitionen mehr getätigt wurden. Die Zahl der Bohrtürme in den USA ist zum Beispiel im Jahresvergleich zurückgegangen.
3. und aus qualitativer Sicht werden Berichte wie dieser nicht dazu beitragen, den strukturellen Mangel an Investitionen in einem in der Öffentlichkeit sehr verhassten Sektor zu beheben.

Stabile/ordentliche Preise für die nächsten 2-3 Jahre, bevor der grosse Aufschwung kommt

Wir gehen davon aus, dass der Ölmarkt in den Jahren 2024 und 2025 ausreichend versorgt sein wird und dass die OPEC+ ihre Produktion weiterhin so steuern wird, dass sich der Preis um 80-90 \$ Brent stabilisiert, was bedeutet, dass wir mit flachen Lagerbeständen und damit stabilen Preisen um 80-90 \$ rechnen, wie die folgende Grafik zeigt, die die hohe Korrelation zwischen den kommerziellen Lagerbeständen der OECD und den Preisen verdeutlicht.



Source: Bloomberg, IEA, Bernstein analysis

In Bezug auf die derzeitige Nachfrage **gehen wir davon aus, dass die Nachfrage in den Jahren 2024 und 2025 weiterhin um etwa 1,5 Millionen Barrel pro Tag steigen wird, was** in gewissem Masse vom makroökonomischen Kontext abhängt, wobei die folgenden drei Faktoren mittelfristig weiterhin stark anziehen werden:

1. Von den fünf Weltregionen mit rund 1,5 Milliarden Einwohnern werden vier ihren Bedarf an Erdöl eindeutig weiter steigern: China, Indien, Südostasien und Afrika.
2. Von den 4 Endnachfragesektoren werden 3 weiter wachsen: Kerosin/Jet Fuel aufgrund des erwarteten Wachstums in der Luftfahrt, Chemikalien aufgrund der starken Investitionen der Schwellenländer, die einen höheren industriellen Mehrwert anstreben, und Diesel aufgrund des Güterverkehrs.
3. Wir haben auch ein Durchdringungsmodell für Elektroautos, das darauf hindeutet, dass die Nachfragespitze bei Benzin frühestens im Jahr 2035 erreicht wird.

Die nachstehende Tabelle zeigt, dass diese Faktoren im Jahr 2024 bereits sehr ausgeprägt sind, da das Nachfragewachstum hauptsächlich von China, Indien, Südostasien, dem Chemiesektor und Kerosin ausgeht.

Oil demand growth

2024 vs 2023, average across forecasters (kb/d)

Region	LPG/ ethane	Naphtha	Gasoline	Jet/ kerosene	Gasoil/ diesel	Fuel oil	Other oil	Total liquids
North America	195	-15	-5	65	0	-10	-70	160
China	130	100	150	190	30	25	-70	555
India	35	20	65	20	70	0	0	210
Other Asia	40	60	55	140	75	20	-165	225
Europe	5	5	35	55	5	-20	0	85
Middle East	30	-10	40	40	35	25	-20	145
FSU	30	-15	10	10	5	-20	10	30
Latin America	-35	0	0	15	35	-15	60	65
Africa	10	0	5	5	60	10	-10	75
World	445	150	345	540	315	15	-275	1,540

Source: S&P Global Platts, Energy Aspects, Morgan Stanley Research

Der Mangel an Investitionen seit 2013 wird die Ölpreise in 2-3 Jahren, vielleicht auch früher, weit nach oben treiben

Wir weisen erneut darauf hin, dass der **Mangel an Investitionen im vorgelagerten Bereich seit 2013** am besorgniserregendsten ist. **Die nachstehende Grafik verdeutlicht dies, indem sie zeigt, dass die Investitionen im Jahr 2013 700 Mrd. USD erreichten, verglichen mit den aktuellen Investitionen von etwa 500 Mrd. USD**, beides in nominalen Werten.

Der Weltölmarkt war dank Schieferöl, das 2013 praktisch nicht gefördert wurde, zehn Jahre später aber 10 % des weltweiten Angebots ausmachte, **gut versorgt und daher preisgünstig. Nach zehn Jahren starken Wachstums erreicht Schieferöl jedoch seine Reife oder seinen Höhepunkt**, und unsere Zahlen zeigen, dass es in Zukunft nicht mehr wesentlich wachsen kann. Folglich brauchen wir in den nächsten

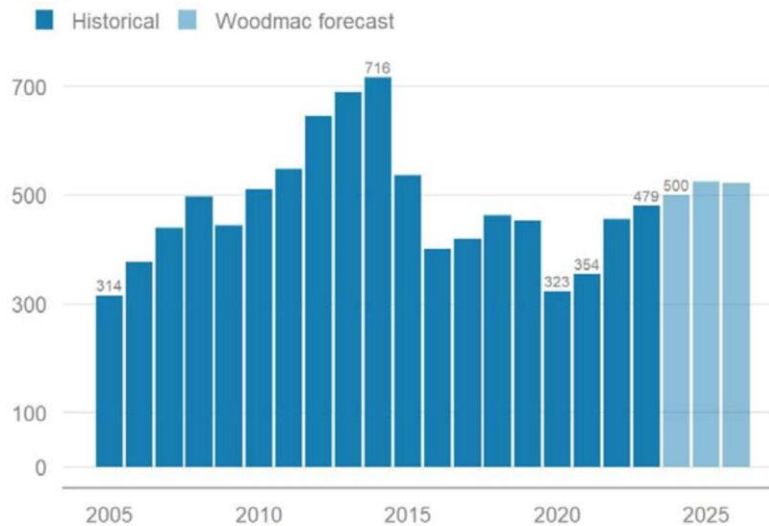
10 Jahren eine neue Ressource, ein neues Schieferöl, ein neues Alaska oder eine neue Nordsee... und mindestens 300 Mrd. USD, um sie zu finanzieren.

Derzeit sind wir nicht in der Lage, solche neuen Ölvorkommen zu ermitteln. Schlimmer noch, es wird sehr wenig in die Exploration und Erschliessung investiert. **Zwei Fragen, die wir hervorheben möchten...**

- 1) Was wäre mit den Ölpreisen geschehen, wenn das US-Schieferöl nicht funktioniert hätte?
- 2) Was wird mit den Ölpreisen geschehen, wenn wir in 2-3 Jahren kein weiteres Schieferöl finden? Unelastische Nachfrage im Spiel?

Global oil & gas capex

(\$bn)



Source: Wood Mackenzie, Morgan Stanley Research

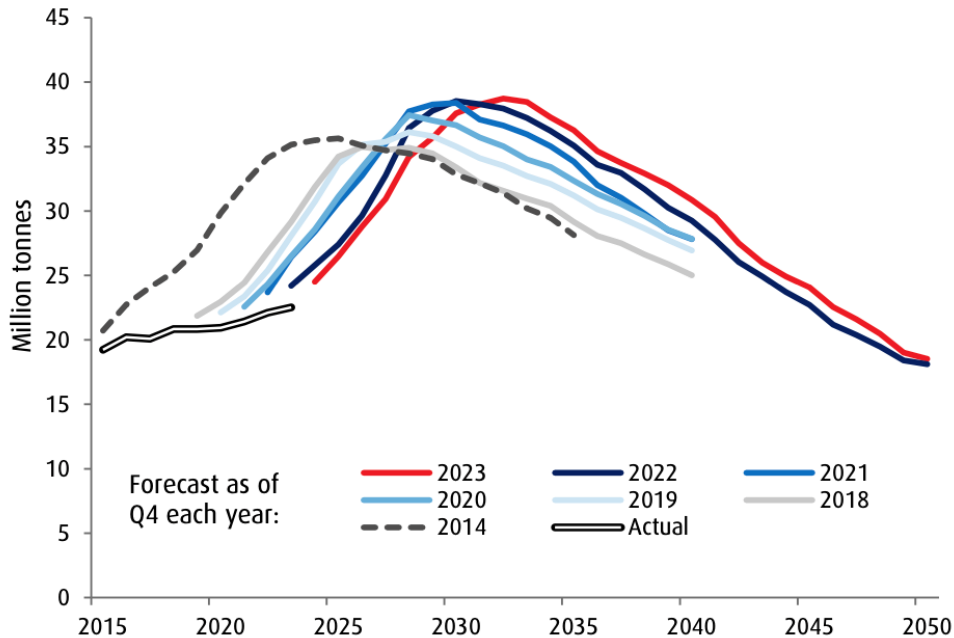
Kupfer scheint ein strukturelles Defizit zu haben

Unsere Schätzungen von Angebot und Nachfrage auf dem Kupfermarkt deuten weiterhin auf dasselbe Szenario hin: **ein Mangel an Projekten nach 2025 aufgrund der derzeitigen massiven Hindernisse für Exploration, Lizenzvergabe, Entwicklung und Bergbau im Allgemeinen.**

In diesem Sinne verdeutlicht das Übernahmeangebot von BHP für Anglo American, dass Bergbauunternehmen es vorziehen, Vermögenswerte zu kaufen, anstatt neue Minen zu erschliessen, was zu einer neuen Konzentrationswelle in diesem Sektor führt. Wir glauben, dass sich dieses Muster fortsetzen wird und dass es in einigen Jahren weltweit nur noch wenige Kupferbergbauunternehmen geben wird.

Die nachstehende Grafik zeigt, wie schwierig es ist, das Kupferangebot zu erhöhen: Die Prognosen für das neue Angebot werden Jahr für Jahr nach unten korrigiert, und zwar in erheblichem Umfang. Wurden 2014 noch rund 35 Millionen Tonnen Produktion sowie wahrscheinliche und mögliche Minen bis 2024 erwartet, so liegen wir derzeit auf einem deutlich niedrigeren Niveau, während sich die Projekte aufgrund zahlreicher Lizenz-/Erschliessungsprobleme nach rechts verschieben.

Global Copper Mine Supply Forecast Evolution (Base Scenario + Probable & Possible Projects)



Source: Wood Mackenzie, BMO Capital Markets

Mehr Lachs kaufen (und essen) aufgrund der günstigen Bewertung (und der Lachspreise)

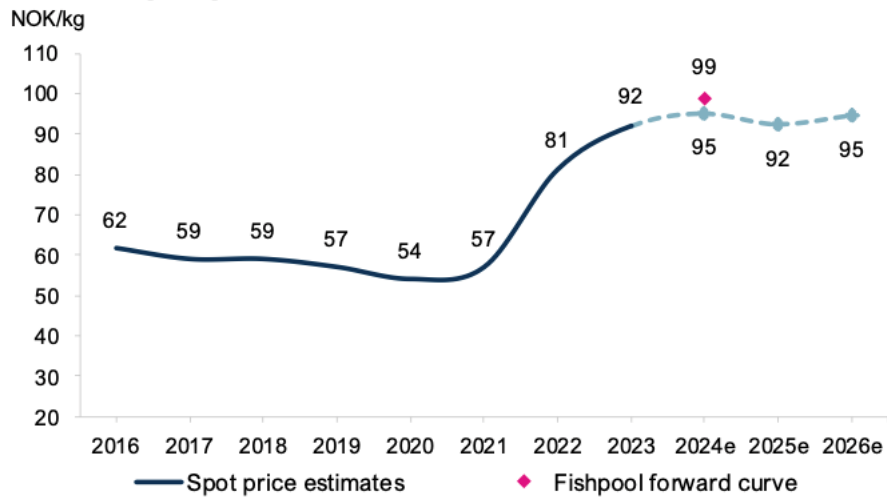
Eine letzte kurze Bemerkung zu den Lachsfarmen, bei denen wir unser **Engagement** geduldig **weiter auf etwa 15 % des Fonds mit durchschnittlichen IRRs von 13-15 % erhöht** haben.

Der Sektor ist im Jahr 2024 eher enttäuschend, was hauptsächlich auf biologische Probleme zurückzuführen ist, die zu hohen Kosten pro Kilogramm geführt haben. All diese Probleme führten dazu, dass weniger Kilos produziert wurden, um die Fixkosten zu absorbieren, plus die Kosten für die Behandlung von Krankheiten und in einigen Fällen sogar die Zwangsernte von nicht optimalem Fisch. Dies führte zu enttäuschenden Erträgen, selbst im Hochpreisumfeld von Q124. Folglich haben sich die Aktien in diesem Jahr seitwärts bewegt.

Wir sind uns bewusst, dass dies ein kurzfristiges Problem ist, das nichts an unserer These ändert, dass das Angebot nicht mit der Nachfrage Schritt halten kann und die Preise daher weiterhin ruhig bis zu einem Niveau steigen werden, bei dem eine Substitution stattfindet.

Die beiden folgenden Grafiken zeigen, dass sich die Lachspreise seit 2022 in einer neuen Handelsspanne über 80 NOK pro Kilo bewegt haben. Dies ist auf die Schwierigkeit, die Produktion zu steigern, und die starke Nachfrage zurückzuführen. Die Diagramme zeigen auch, dass die aktuelle Bewertung von Lachsfarmen sehr attraktiv ist, da viele von ihnen mit einem KGV von unter 10x 2025 gehandelt werden.

Pareto Spot price estimates, 2024-26e



Valuation of salmon farming companies

	# shares	Price	Mcap	24e NIBD	24e EV	24e Volume	24e EV/kg*	P/E		
								2024e	2025e	2026e
AFISH	32	51	1,626	1,247	2,873	10	286	15.0	6.8	4.5
BAKKA	59	562	33,209	3,440	36,666	91	401	15.8	13.8	13.1
GSF	113	70	7,914	5,686	13,599	78	174	14.2	6.7	5.2
IFISH	122	28	3,423	1,411	4,834	20	236	27.7	7.1	5.5
ISLAX	31	112	3,468	522	3,989	15	266	41.6	8.1	5.0
LSG	596	44	26,345	4,091	30,436	168	181	10.6	7.8	6.6
MOWI	517	185	95,740	13,190	108,930	499	218	11.1	8.8	8.1
SALM	132	585	77,243	7,685	84,928	259	328	15.5	12.0	10.4
SACAM	74	25	1,825	1,269	3,295	55	60	10.8	5.3	4.2
Sector			250,793	38,541	289,552	1,197	242	13.0	9.7	8.5

*NIBD adjusted for dividends

Source: Pareto Securities and Factset

VI. Rohstoffe: Gedanken von Urs Marti

In unserem letzten Bericht sind wir auf die **Verknappung des Angebots an Metallkonzentraten, insbesondere Kupfer**, eingegangen. Wir haben oft auf das Problem hingewiesen, dass Finanzhändler/Spekulanten (CTAs usw.) eine sehr pessimistische Haltung gegenüber Rohstoffen einnehmen und sich daher an den Terminmärkten mit Leerverkäufen positionieren (während die Rohstoffproduzenten oft das Gegenteil tun). Dies galt auch für Metalle, da alle Angst vor einer "Rezession" hatten (was auch immer das sein mag und wo immer sie auftritt).

Leider sind diese Finanzakteure nicht in der Lage, ihren Verpflichtungen mit physischem Material nachzukommen. Dies ist der Grund für den jüngsten starken Preisanstieg bei Kupfer: Die Finanzakteure konnten nicht liefern und mussten daher ihre Verpflichtungen eindecken, und die physischen Prämien stiegen auf 1000 USD - wofür "Spekulation" verantwortlich gemacht wurde. Dennoch wird das strukturelle Problem nicht verschwinden, ein Thema, auf das wir ausführlich eingegangen sind.

Steuern durch Inflation versus andere Steuern. Ersteres kann immer auf das Wetter, Spekulationen usw. geschoben werden, während jeder anerkennt, dass die Regierungspolitik für Letzteres verantwortlich ist. Das ist der Grund, warum Inflationspolitik immer einer Steuererhöhung vorgezogen wird.

Ich verfolge diese Märkte seit 25 Jahren sehr genau und habe festgestellt, dass Energie tendenziell dem Metallsektor hinterherhinkt, was Zufall sein mag oder auch nicht, aber die gleiche Konstellation ist nun beim Energiesektor ersichtlich. Die Finanzmarktteilnehmer haben daher eine sehr pessimistische Haltung eingenommen, während in der Branche ständig vor einem strukturellen Problem gewarnt wird, das wir schon unzählige Male beschrieben haben.

Bearish Öl-Futures

Händler von Öl-Futures haben in den letzten Wochen ungewöhnlich viele spekulative Leerverkäufe auf Brent eröffnet, wobei die jüngsten CFTC- und ICE-Positionierungsdaten zeigen, dass sich die negative Positionierung bei den Fonds nach dem OPEC+-Treffen am 2. Juni verstärkt hat. Der von Standard Chartered ermittelte Index für die Positionierung von Geldmanagern bei ICE Brent fiel um 48,1 Punkte im Vergleich zum Vorjahr und erreichte mit einem Wert von -100,0 zum ersten Mal seit März 2020, also seit Beginn der Pandemie, einen neuen Tiefststand. In der Zwischenzeit wurden die Ölbullen völlig verdrängt, da die Netto-Longpositionen der Geldmanager bei ICE Brent nur noch 1,51 % der offenen Future Positionen ausmachen, ein Rekordtief seit 2010.

Wie die Tabelle zeigt, ist der EV-Hype aus offensichtlichen Gründen vorbei. Wir haben uns Albermarle näher angesehen, dessen Aktien wir einst besaßen, aber sehen für den Moment von einer Investition ab. Die Lithiumpreise mögen die Talsohle durchschritten haben, aber die Aktien sind immer noch teuer. Bei den aktuellen Lithiumpreisen ist ein Grossteil des in der Marktkapitalisierung repräsentierten Geschäfts nicht wirtschaftlich. Der grösste Teil der Investitionen bzw. des künftigen Geschäfts wird in die chilenische Laugenproduktion und in die Weiterverarbeitung in den USA investiert, um der starken Abhängigkeit vom australischen Hartgestein und der Weiterverarbeitung in China entgegenzuwirken. Die Idee, sich von China unabhängig zu machen, mag bei hohen Preisen eine gute Idee gewesen sein; leider ist letzteres dreimal so wirtschaftlich.

Company	Performance (from highs)	Current value of 1'000\$ invested
 FISKER BANKRUPT	-100%	- USD
 LORDSTOWN BANKRUPT	-100%	- USD
 PROTERRA BANKRUPT	-100%	- USD
 ARCIMOTO BANKRUPT	-100%	- USD
 AFFIVAL BANKRUPT	-100%	- USD
 MULLÉN	-99.997%	0.03 USD
 Faraday Future	-99.99%	0.1 USD
- C A N O O -	-99.7%	3 USD
 WORKHORSE	-99.7%	3 USD
 NIKOLA	-99.5%	5 USD
 HYLIION	-97%	25 USD
LUCID	-96%	40 USD
 RIVIAN	-94%	61 USD
 NIO	-93%	66 USD
 PENG	-90%	98 USD
TESLA	-55%	452 USD

Vincent Galan - June 2024

Neukaledonien hilft dem Nickelmarkt, sich langsam wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Die historische (koloniale) Präsenz Frankreichs (und anderer Länder) im Ausland steht weiterhin unter Druck. In Neukaledonien kam es nach einer umstrittenen Wahlrechtsreform, die darauf abzielte, ein Fünftel der Bevölkerung an der Teilnahme an Wahlen zu hindern, zu Gewaltausbrüchen. **Neukaledonien macht 6 % der weltweiten Nickelproduktion aus.**

In Anbetracht der erwähnten Entwicklung und der sich daraus ergebenden Bewertungsänderungen haben wir einen Teil unseres Exposures von Kupfer auf Öl verlagert. Wir haben begonnen, ein Engagement in stärker diversifizierten Bergbauunternehmen wie BHP und Rio Tinto einzugehen. Neben ihrem sehr profitablen (oligopolistischen) Eisenerzgeschäft betreiben diese Unternehmen die mitunter besten Minen mit den niedrigsten Kosten im Metallbereich und haben daher einen etwas defensiveren Charakter.

Nigers Militärregierung hat dem französischen Staatsunternehmen Orano die Lizenz für eine der grössten Uranminen der Welt entzogen und kappt weiter die Beziehungen zu Frankreich. Dieses Land

ist ein grosser Uranproduzent und besonders wichtig für Frankreich, das nach den USA die zweitgrösste Flotte von Kernkraftwerken betreibt, aber bald von China überholt werden wird.

Im Rest der Welt geht die Übernahmetätigkeit unvermindert weiter, was für die Phase des Zyklus, in der wir uns derzeit befinden, ganz normal ist. Kaufen ist billiger als Bauen, und die Unternehmen haben derzeit tiefe Taschen. Hess hat das Angebot von Chevron angenommen. BHP brach seinen Übernahmeversuch von Anglo ab, da er zu teuer geworden wäre. Die Konsolidierung der US-Schieferindustrie geht weiter.

Nach 12 Jahren und 34 Milliarden C\$ wurde die kanadische Trans Mountain-Pipeline in Betrieb genommen. Viele Jahre lang mussten die kanadischen Ölproduzenten aufgrund von Pipeline-Engpässen mit Preisnachlässen verkaufen, doch nun kann die Pipeline den Fluss von Rohöl aus dem landumgebenen Alberta an die kanadische Pazifikküste verdreifachen. Kanada ist der viertgrösste Ölproduzent der Welt, und die zusätzlichen Pipelinekapazitäten werden höhere Verkaufspreise ermöglichen, das BIP des Landes steigern und den Zugang zu den asiatischen Ölmärkten erweitern.

Mulino gewann die Wahl in Panama, während der ehemalige Präsident Martinelli wegen einer Verurteilung wegen Geldwäsche nicht mehr antreten durfte. Wie üblich dürfte die harte Haltung des Landes gegen das Bergbaugeschäft nicht allzu lange anhalten, denn die Auswirkungen sind tiefgreifend. Wir haben die besondere Situation von Panama/Cobre Panama in einem früheren Newsletter erläutert. First Quantum fordert von Panama im Rahmen eines Freihandelschiedsverfahrens 20 Mrd. USD. Dieser Betrag stellt nach Angaben von FM den "Mindestwert" dar.

Die International Zinc Association rechnet mit einer Verdoppelung des riesigen indischen Infrastrukturbedarfs innerhalb der nächsten 5-10 Jahre. Es müssen umfangreiche Investitionen in zusätzliche Stahlkapazitäten angeregt werden. Es gibt bereits grosse Pläne für und Investitionen in die laufenden Verzinkungskapazitäten.

Aufnahme von Kakao in unser Portfolio

Eine der schwierigsten Aufgaben der Welt ist es, einen Menschen zu finden, der mit dem Wetter zufrieden ist. Das Wetter wird für alles verantwortlich gemacht, auf jeden Fall für die jüngste Volatilität bei verschiedenen Agrarrohstoffen. Diese immer wieder auftretenden Produktionsausfälle sind der Auslöser für eine strukturelle Situation, die überall gleich ist, nämlich jahrelange strukturelle Unterinvestitionen in die Produktionskapazitäten für Primärerzeugnisse. Auf der anderen Seite mangelt es nicht an Rechtsvorschriften und deren Einhaltung, an Bürokratie, Gleichberechtigung, ESG usw. Darüber hinaus wurde der brasilianische Bundesstaat Rio Grande do Sul von beispiellosen Überschwemmungen heimgesucht, bei denen ein Gebiet von der Grösse Italiens überflutet wurde. In diesem Gebiet werden die grössten Reis- und Sommermaisernten Brasiliens und die zweitgrösste Sojabohnenernte des Landes erzielt. Brasilien ist einer der grössten Agrarexporteure der Welt, und sein südlicher Bundesstaat ist die Kornkammer Lateinamerikas. Diese schlechten Nachrichten sind nicht auf Brasilien beschränkt, sondern kommen aus der ganzen Welt. **Wir haben eine Position in Barry Callebaut aufgebaut, einem Unternehmen, das 50 % der Kakaoernte aufkauft;** Cargill, das 20 % der Ernte aufkauft, ist der zweitgrösste Käufer. Callebaut hat einen Markt-zu-Markt-Verlust bei seinen Absicherungsgeschäften; andererseits hat das Unternehmen aufgrund seiner langfristigen Verträge mit den Bauern eine strukturelle Long-Position. Letztlich werden - wie immer - die Verbraucher den Preis zahlen, nicht das Unternehmen.

Wir haben auch begonnen, eine Position in Nutrien zu kaufen

Nachdem Kaliumchlorid im Frühjahr 2022 einen Höchststand von 1200 USD erreicht hatte, wird es heute mit 300 USD/mt gehandelt. Der Kaliverbrauch ging 2022 gegenüber 2020 um 12 % zurück, während er bei Phosphor um 9 % und bei Stickstoff um 5 % sank. Der Düngemittelverbrauch ist in den letzten Jahren

weltweit zurückgegangen, was auf das gleiche Problem der Erschwinglichkeit und die sinkenden Getreidepreise zurückzuführen ist. Die Aussichten für 2024 deuten darauf hin, dass der Kali-Einsatz um etwa 5 % steigen könnte. Der Einsatz von Düngemitteln ist weniger preisempfindlich, als man denkt. Die Produktivitätsgewinne bei den Erträgen sind so gross, dass die Landwirte immer düngen. Der gesamte Zyklus ist eher ein Lagerzyklus als etwas anderes. Die Landwirte decken sich mit Düngemitteln ein, wenn die Preise niedrig sind, und kaufen sie nicht, wenn sie teuer sind. Nutrien ist der weltweit grösste Produzent von Pflanzennährstoffen und liefert fast 30 % des weltweiten Kalis. Damit ist die Marktstellung von Nutrien in Kali vergleichbar mit der der OPEC in Erdöl. Ein Drittel des weltweiten Düngemittelangebots kommt aus Kanada, ein weiteres Drittel aus Russland/Weissrussland. Angesichts der katastrophalen europäischen Energiepolitik wurde die Produktion in Europa strukturell unwirtschaftlich. Die europäischen Einfuhren aus Russland haben sich daher in letzter Zeit verdoppelt. Bald könnte es Zölle auf diese Importe geben, und Europa wird gezwungen sein, teurere nordamerikanische Importe zu kaufen, analog zu Flüssiggas. Dies ist ein weiteres Beispiel, wie die erzwungene europäische Deindustrialisierung Nordamerika zugute kommt.

Marcos Hernández Aguado
Alex Rauchenstein
Urs Marti
SIA-Team

Juni 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