

Newsletter

November 2025

■ <i>I. BUFFETT WIRD STILL. „SOZUSAGEN“ von Marcos Hernandez</i>	2
■ <i>II. „WARUM KÜNSTLICHE INTELLIGENZ VIELE ANLEGER ENTTÄUSCHEN WIRD“ von José Carlos Jarillo</i>	4
■ <i>III. “OUT OF THE BOX” von Alex Rauchenstein</i>	5
■ <i>IV. MAKROÖKONOMISCHE BESCHLEUNIGUNG 2026</i>	7
■ <i>V. WIR SEHEN KEINE BLASE, ABER TECHNOLOGIE SCHEINT TEUER</i>	12
■ <i>VI. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) CLASSIC: +8 % ytd</i>	14
■ <i>VII. INVESTMENT CASE DES QUARTALS: ISS</i>	18
■ <i>VIII. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) NATURAL RESOURCES: 180 € p. a. +10 % ytd</i>	20
■ <i>IX. ROHSTOFFE: Gedanken von Urs Marti</i>	26
■ <i>Rechtliche Hinweise</i>	30

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

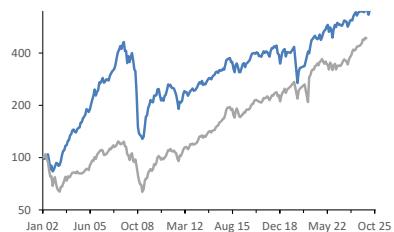
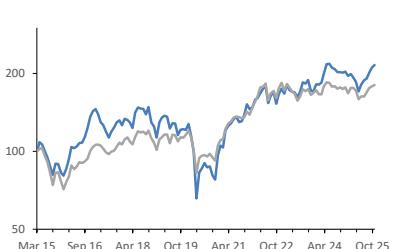


Abbildung 2: **LTIF Natural Resources EUR**
vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



„Ich werde den Jahresbericht von Berkshire nicht mehr schreiben oder endlos auf der Jahreshauptversammlung reden ... Wie die Briten sagen würden, werde ich mich „zurückziehen“. Sozusagen.“

Warren Buffett

Übersicht über unsere Fonds

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

October 31, 2025	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	764.95	3.7%	10.1%	6.8%	132
LTIF Natural Resources [EUR]	178.62	12.9%	7.1%	2.8%	91

Quelle: SIA Group

I. BUFFETT WIRD STILL. „SOZUSAGEN“ von Marcos Hernandez

Seit ich 1992 in dieser Branche angefangen habe, empfinde ich grosse Bewunderung für Warren Buffett. Seitdem habe ich versucht, alles zu lesen, was er geschrieben hat, seinen wertvollen Lehren über Investitionen (und das Leben) aufmerksam zuzuhören und seine Lehren auf meine eigenen Entscheidungen anzuwenden. Deshalb macht es mich traurig, dass das Orakel von Omaha „still geworden“ ist, und ich möchte ihm diesen Newsletter als kleine Hommage und Zeichen meiner Dankbarkeit widmen.

Vor einigen Jahren, als SIA eine Phase des Wandels durchlief, beschloss ich, einen Brief an Buffett zu schreiben. Ich schrieb ihn mit einem Füllfederhalter von Hand, weil ich irgendwo gelesen hatte, dass er handgeschriebenen Briefen tendenziell mehr Aufmerksamkeit schenkt. Darin beschrieb ich die Herausforderungen, vor denen wir bei SIA standen, das grosse Potenzial, das wir in uns sahen, und fragte ihn, ob er eine Investition in das Unternehmen oder in die Fonds in Betracht ziehen würde.

Ich legte das Buch „*Strategic Logic*“ von José Carlos Jarillo, dem Gründer von SIA im Jahr 2002, bei, in dem erklärt wird, wie wir einige seiner Konzepte in unseren Anlageprozess integriert hatten. Von aussen betrachtet klingt das naiv, sogar ein bisschen idealistisch... Wie sollte der beste Investor der Welt mit seinem unmöglichen Terminkalender den Brief eines kleinen Vermögensverwalters aus dem verschlafenen Lachen in der Schweiz lesen?

Nun, er hat ihn nicht nur gelesen, sondern auch beantwortet. Ich habe diese Antwort – die ich eines Tages in meinem Büro aufhängen werde – wie einen kleinen Schatz aufbewahrt. Was stand darin? Eigentlich war es kein formeller Brief, sondern ein paar handschriftliche Sätze am Rand meines Briefes mit seinen Kommentaren. Kurz gesagt erklärte er, dass wir für Berkshire zu klein seien und er daher logischerweise weder in das Unternehmen noch in die Fonds investieren würde.

Das Unglaubliche daran ist nicht, dass er nicht investiert hat, sondern dass er sich die Zeit genommen hat, den Brief zu lesen und, was noch überraschender ist, zu beantworten. Ich kann mir vorstellen, dass er sogar Professor Jarillos Buch überflogen hat. Diese Geste sagt viel darüber aus, wer Buffett als Mensch und als Investor ist: **jemand mit unerschöpflicher Neugier und einer fast unübertroffenen Fähigkeit zum Lesen und zur harten Arbeit.**

Ich habe auch gelesen, dass Buffett in einer Vorlesung an der Columbia Business School sinngemäss gesagt hat: „**Ich werde Ihnen verraten, wie man Millionär wird. Viele von Ihnen könnten es schaffen, aber nur sehr wenige – oder gar keiner – werden es erreichen.**“ Am Ende der Vorlesung (oder des Kurses) verriet er die Antwort: Lesen Sie 500 Seiten pro Tag (obwohl Todd Combs klarstellt, dass es 500 pro Woche sind – Gott sei Dank).

Das ist im Wesentlichen das Geheimnis des Orakels von Omaha, der weder jetzt noch in Zukunft aufhören wird, zu lesen oder Investitionslektionen zu erteilen. Fragen Sie einfach Greg Abel... Fünf bis sechs Stunden am Tag zu lesen ist für Buffett wie Zinseszinsen auf Wissen, und er versichert, dass es einen starken Zusammenhang zwischen diesem und den Zinseszinsen beim Investieren gibt.

II. „WARUM KÜNSTLICHE INTELLIGENZ VIELE INVESTOREN ENTÄUSCHEN WIRD“ von José Carlos Jarillo

Es ist offensichtlich, dass niemand alle Veränderungen vorhersagen kann, die künstliche Intelligenz (KI) in den kommenden Jahren mit sich bringen wird. Diese Unsicherheit erschwert jede rigorose Analyse von Investitionsmöglichkeiten. Einige Elemente sind jedoch bekannt: **Das prognostizierte Wachstum des KI-Sektors wird sich höchstwahrscheinlich nicht realisieren lassen.**

Die in den letzten Monaten in diesem Bereich gemachten Investitionsankündigungen sind bemerkenswert. Bei genauerer Betrachtung kommen sie zu einem erstaunlichen Ergebnis: Damit die neuen Rechenzentren (DCs) betrieben werden können, **müssten die Vereinigten Staaten ihre Stromerzeugungskapazität in den nächsten fünf Jahren um 110 GW erhöhen. Eine solche Erweiterung ist schlichtweg nicht realisierbar.**

Um eine Vorstellung vom Ausmass zu vermitteln: Ein durchschnittliches Kernkraftwerk produziert zwischen 1 und 1,5 GW Strom (das Kraftwerk Leibstadt, das leistungsstärkste in der Schweiz, hat eine Kapazität von 1,2 GW). **Es wäre daher notwendig, die Stromversorgung um das Äquivalent von 100 Kernkraftwerken oder mehreren hundert Gas- oder Kohlekraftwerken zu erhöhen.**

Was Wind- und Solarenergie betrifft, so bleibt ihr Beitrag aufgrund der Unregelmässigkeit ihrer Produktion, die mit den kontinuierlichen Anforderungen von Rechenzentren unvereinbar ist, **begrenzt.** Die Gesamtzahl der Kernkraftwerke, die in den nächsten fünf Jahren weltweit in Betrieb genommen werden sollen, beläuft sich bestenfalls und unter der Annahme, dass keine unvorhergesehenen Ereignisse eintreten, auf etwa 50 Einheiten.

Die Bauzeiten für solche Infrastrukturen sind bekannt. **Weniger bekannt ist vielleicht, dass die Wartezeit für die Lieferung einer Gasturbine derzeit bei etwa drei Jahren liegt. Die Stromnetze sind bereits stark ausgelastet, und Transformatoren mit hoher Kapazität haben noch längere Lieferzeiten.**

Daraus ergeben sich zwei Schlussfolgerungen:

- Erstens **wird ein erheblicher Teil der Investoren, die auf KI-bezogene Unternehmen setzen, enttäuscht sein, da es materiell unmöglich ist, dass alle ihre Projekte realisieren können.**
- Zweitens **dürfte der Druck auf Energie- und Kupferlieferanten, die Säulen der Stromerzeugung und -übertragung, deren Rentabilität erheblich steigern.** In den letzten Jahren lagen die Investitionen in neue stabile Energiequellen (abgesehen von Wind und Sonne) und in neue Kupferminen weit unter dem Bedarf, selbst kurzfristig. Wenn ein tiefgreifendes und anhaltendes Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage entsteht, ist es klüger, sich auf die Seite der Akteure zu stellen, die die Versorgung sicherstellen können.

III. OUT OF THE BOX von Alex Rauchenstein

Die entscheidende Frage, die mir alle Investoren, mit denen ich in den letzten Wochen gesprochen habe, gestellt haben, lautete: **Wie lange kann der Momentum-Trade mit US-Mega-Cap-Aktien noch anhalten?**

Unsere ehrliche Antwort ist einfach: Wir wissen es nicht. Märkte verhalten sich wie Luftballons, die man für die Geburtstagsfeier seiner Kinder aufbläst. Man mag ein erfahrener Ballonbläser sein und über jedes erdenkliche Werkzeug verfügen – Handpumpe, Elektropumpe und so weiter –, aber eine **Frage bleibt unbeantwortet: Wann platzt der Ballon?**

Jeder Ballon ist einzigartig. Vielleicht hat der Hersteller etwas weniger Material verwendet, um Kosten zu sparen, oder der Supermarkt, in dem Sie seit 15 Jahren Ballons kaufen, hat den Lieferanten gewechselt. Kurz gesagt: Selbst mit all Ihrer Erfahrung können Sie nicht vorhersagen, wann ein bestimmter Ballon platzen wird.

Natürlich können Sie Statistiken anwenden, Glockenkurven berechnen und Standardabweichungsbänder zeichnen, um Wahrscheinlichkeiten abzuschätzen. Aber die Wahrheit ist: Sie werden immer noch nicht vorhersagen können, wann Ballon X platzen wird.

Was ist also der rationale Ansatz? **Wenn Sie die Geburtstagsfeier Ihres Kindes organisieren, blasen Sie die Ballons einfach nicht zu stark auf – Sie vermeiden es, in die „Platzzone“ zu geraten.**

Leider lässt sich diese Logik nicht so einfach auf die Finanzmärkte übertragen, insbesondere wenn Sie nicht nur Ihr eigenes Geld, sondern auch das Kapital Ihrer Kunden verwalten. **Hier bestimmt der FOMO-Effekt – Fear of Missing Out (Angst, etwas zu verpassen) – das Verhalten sowohl von professionellen als auch von privaten Anlegern.**

Die Angst, den letzten Abschnitt einer Rallye zu verpassen, ist so gross, dass viele Anleger ihre Vernunft beiseite lassen und davon überzeugt sind (oder hoffen), dass sie irgendwie die grosse Glocke hören werden, wenn die Party vorbei ist.

Verstehen Sie mich nicht falsch – ich weiss aus eigener Erfahrung, wie schwer es ist, dem Druck zu widerstehen, etwas zu verpassen. **Aber mein Rat bleibt derselbe: Diversifizieren Sie und setzen Sie nicht alles auf den „letzten Tanz“, bevor die Musik aufhört.**

In den letzten fünf Jahren haben sich selektive, wertorientierte Strategien wie die unsere sehr gut entwickelt und konnten den MSCI World Total Return Net übertreffen – selbst mit minimalem Engagement in den USA und ohne Beteiligung an den sogenannten „Magnificent 7“.

Vor einigen Wochen stiess ich auf einen faszinierenden Newsletter des US-amerikanischen Hedgefonds-Managers GOG Partners, den mir ein Kunde zukommen liess. Der Titel lautete „Dotcom on Steroids“. Unter den vielen aufschlussreichen Beobachtungen stach eine Frage besonders hervor: „**Wissen Sie, wie viele der heutigen US-Geldmanager bereits während der Dotcom-Blase Geld verwaltet haben?**“

Laut Morningstar und GOG **investierten** von den rund 1.700 aktiven US-Portfoliomanagern für Large Caps **nur 4 % in diesem Zeitraum**. Diese Zahl hat mich wirklich überrascht. Lassen Sie uns kurz nachrechnen: Wie alt mussten Sie damals sein, um US-Geldmanager zu werden? Sie hatten wahrscheinlich einen Universitätsabschluss, einige Jahre Erfahrung als Analyst, vielleicht einen CFA-Abschluss oder umfangreiche praktische Erfahrung – damit waren Sie um das Jahr 2000 herum Mitte 30. Addieren Sie 25 Jahre dazu, und Sie sind fast so alt wie ich – etwa 60. Wie schnell die Zeit vergeht.

Als ich das las, wurde mir etwas Wichtiges klar: Dies ist einer der Hauptgründe, warum Marktzyklen so lange dauern können. **Es ist ein grosser Unterschied, ob man einen schweren Abschwung selbst erlebt oder nur darüber liest.**

IV. 2026: MAKROÖKONOMISCHE BESCHLEUNIGUNG

2025 war nicht so schlecht wie nach dem „Liberation Day“ befürchtet

Das finanzielle Gedächtnis ist oft vergänglich, aber wenn wir nur ein Jahr zurückblicken, waren die makroökonomischen Erwartungen eindeutig pessimistisch. Ein bedeutender Teil des Marktes rechnete mit einer bevorstehenden Rezession, eine Einschätzung, die sich nach dem Liberation Day noch verstärkte, als ein Zollkrieg zwischen den USA und dem Rest der Welt angekündigt wurde.

Sieben Monate später und nach mehreren Verhandlungsrunden zeigen die Auswirkungen dieser Zölle einen deutlichen Trend zur Abschwächung. Die durchschnittlichen Zölle auf Importe in die USA liegen nun bei fast 10 %, ein Niveau, auf das sich die Trump-Regierung mit den meisten Ländern geeinigt hat (auch wenn einige noch verhandeln). Die Zölle haben keine nennenswerten Auswirkungen auf die Weltwirtschaft, und obwohl wir einen gewissen Inflationsdruck in den USA erwarten, wird dieser mild und vorübergehend sein.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass **das Jahr 2025 aus makroökonomischer Sicht nicht so negativ ausgefallen ist wie befürchtet.** Zwar verlangsamt sich das Wachstum der US-Wirtschaft weiter und sinkt von jährlichen Wachstumsraten von fast 3 % auf etwa 2 %, und auch China steuert mit einem BIP-Wachstum von etwa 4,5 % auf ein weiteres enttäuschendes Jahr zu. Europa zeigt jedoch erste Anzeichen einer Erholung, und das Wachstum wird für 2025 auf etwa 1,3 % geschätzt.

Mit Blick auf das Jahr 2026 geht unser Basisszenario von einer allmählichen Verbesserung in den drei grossen Weltwirtschaften aus, die durch vier Schlüsselfaktoren unterstützt wird:

1. die kumulative Wirkung der **Zinssenkungen** in den USA und Europa;
2. die **Erholung der Industrieproduktion** nach dem Abschwung, der 2022 einsetzte;
3. die Verbesserung des **Aussenhandels**, sobald sich die Unruhen im Zusammenhang mit dem Handelskrieg gelegt haben;
4. **fiskalische Anreize in China und den USA** mit der Umsetzung des neuen One Big Beautiful Bill Act.

Nachstehend fassen wir unsere Schätzungen in der folgenden Tabelle zusammen:

GDP Growth Estimates 2025/26			
	2024	2025	2026
US	2,8%	2,0%	2,3%
Europe	1,0%	1,3%	1,6%
China	4,8%	4,8%	5,0%
	Source: IMF, ECB, SIA AM		

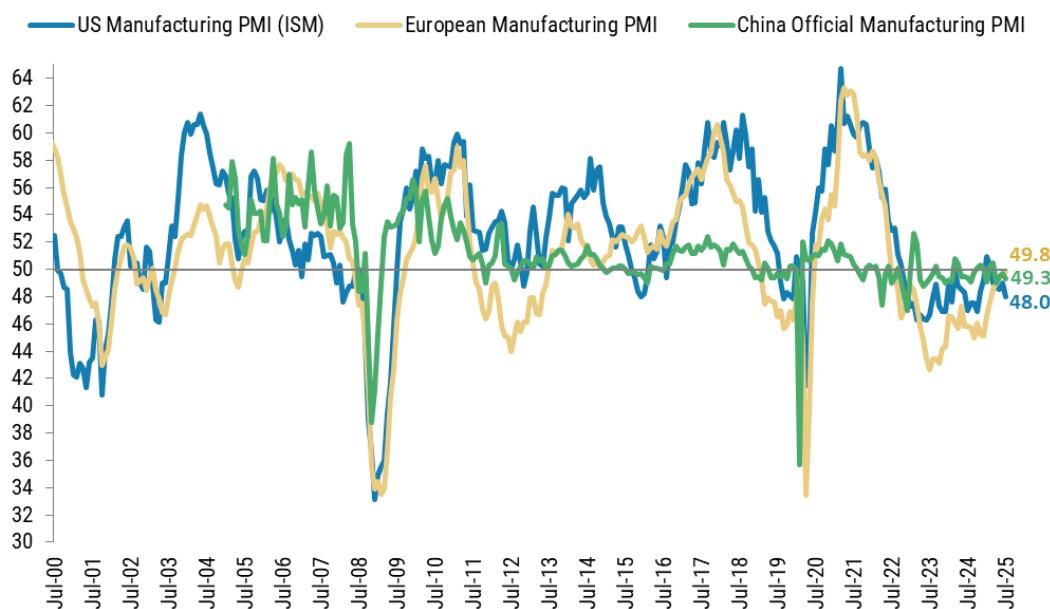
Aus sektoraler Sicht zeigen einige Sektoren nach der Veröffentlichung der Ergebnisse für das dritte Quartal 2025 eindeutig positive Aussichten. Infrastruktur, Verteidigung und Technologie stechen hervor und dürften erheblich zum BIP-Wachstum beitragen. Andere Sektoren hingegen sind mit grösserer Unsicherheit behaftet, darunter der Wohnungsbau, Nichtwohnimmobilien (ohne Technologie) und die Automobilindustrie, die unter dem zunehmenden

Wettbewerbsdruck durch in China hergestellte Fahrzeuge und einem komplexeren Übergang zu Elektroautos als erwartet steht.

Was Immobilien angeht, glauben wir, dass der Wohnungsmarkt in den USA, Europa und China insgesamt fast seinen Tiefpunkt erreicht hat, sodass wir für 2026 eine gewisse Stabilisierung erwarten.

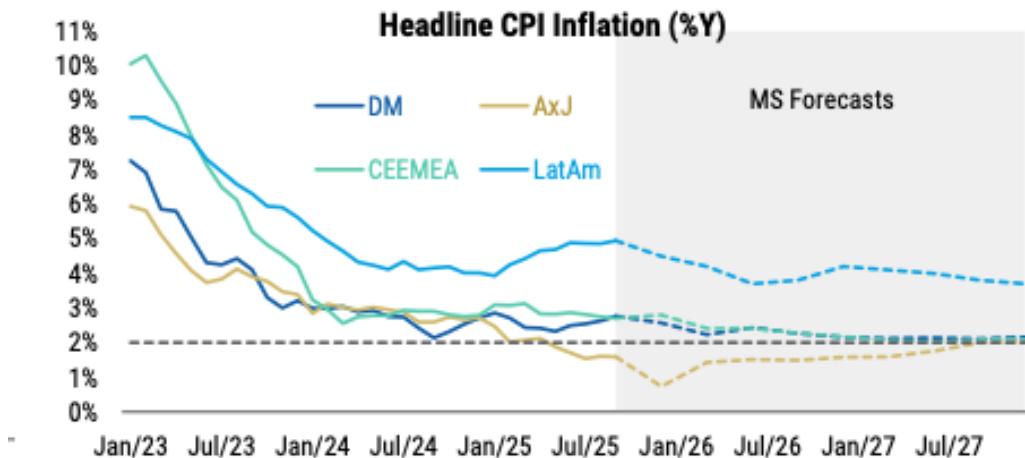
Ein neuer Industriezyklus

Auch wenn es einige Zeit gedauert hat, nimmt der neue Industriezyklus nun Gestalt an, da die drei wichtigsten Regionen der Welt sich der 50-Punkte-Marke nähern, die Wachstum definiert. Nach einer längeren Phase des Lagerabbaus und einer durch den Handelskrieg geprägten Zurückhaltung des Außenhandels scheint sich 2026 ein neuer Aufschwungzyklus abzuzeichnen, der in der Regel durchschnittlich acht Quartale dauert – was bedeutet, dass wir zwei gute Jahre vor uns haben könnten.



Die Inflation hat sich bereits normalisiert, mittelfristig ist jedoch mit Druck zu rechnen

Trotz der vielen Kommentare zum Inflationsdruck sind die globalen Inflationsaussichten für 2026 und 2027 eindeutig rückläufig, wobei die meisten Industrieländer auf ein Niveau von 2 bis 2,5 % konvergieren, wie aus der folgenden Grafik hervorgeht



Es ist klar, dass das Inflationsproblem nach Covid nun überwunden ist, was durch die globale Konjunkturabschwächung begünstigt wurde – vielleicht mit Ausnahme von Lateinamerika, wo die Inflation strukturell hoch bleibt.

Mittelfristig gehen wir davon aus, dass die Inflation unter Aufwärtsdruck geraten wird, vor allem aufgrund der Arbeits- und Energiekosten (wo die derzeitigen Kapazitäten nicht ausreichen, um die mittelfristigen Nachfrageprognosen zu erfüllen). Darüber hinaus **stellt sich die grosse Frage nach den Auswirkungen der KI auf Produktivität, Wachstum und Inflation**, auch wenn es unserer Meinung nach noch zu früh ist, um dies vollständig zu verstehen.

China ist noch nicht aufgewacht. Der Albtraum dauert bereits vier Jahre an

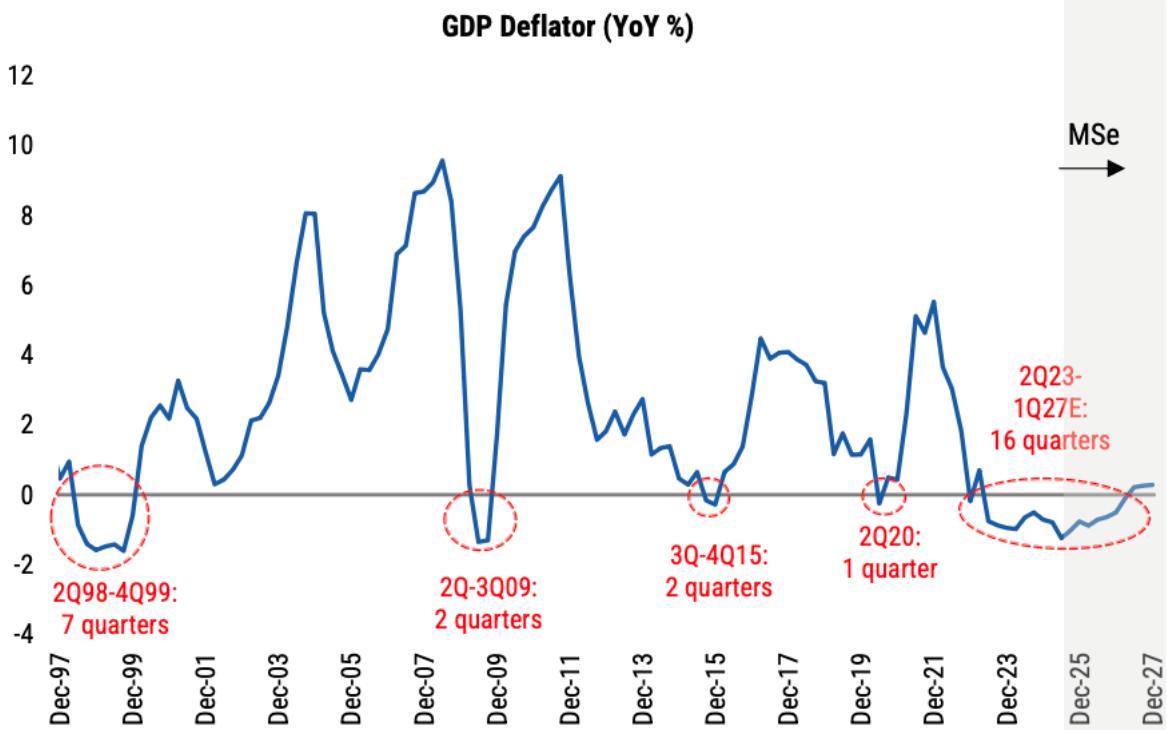
Der chinesische Riese befindet sich aufgrund von zwei Hauptfaktoren **weiterhin in einer enttäuschenden makroökonomischen Phase**: einem **Immobiliensektor, der sich seit 2021/22 in einem Abwärtszyklus befindet, und einem Verbrauchervertrauen** (das ebenfalls vom Immobilienmarkt beeinflusst wird), **das weiterhin unter seinem Potenzial wächst**. Dank öffentlicher Investitionen (und staatlich gelenkter privater Investitionen) sowie Exporten wächst Chinas BIP weiterhin jährlich um 4 bis 5 %, aber dieses makroökonomische Wachstum spiegelt möglicherweise nicht vollständig die mikroökonomische Realität des Landes wider.

In der Vergangenheit hat die chinesische Regierung Immobilienzyklen effektiv gesteuert, die in der Regel zwei bis drei Jahre dauerten, bevor sie sich umkehrten. Diesmal dauert der Abschwung länger als erwartet, und wir gehen davon aus, dass neue Faktoren – wie beispielsweise die Alterung der Bevölkerung – zu einer viel langsameren Erholung als erwartet beitragen. Der Höhepunkt des Zyklus war möglicherweise auch höher als er hätte sein sollen, da das Volumen an neuen Wohnungen und die Preise weit über dem Normalwert lagen, was zu einem Überhang an Beständen führte, dessen Abbau mehr Zeit in Anspruch nehmen wird.

Im Folgenden untersuchen wir die wichtigsten Probleme des chinesischen Immobilienmarktes genauer:

- 1. Überangebot und anhaltender Überbau.** Mehr als ein Jahrzehnt lang wurden in China neue Wohnungen in einem Tempo gebaut, das weit über dem Wachstum der städtischen Bevölkerung lag, und viele kleine und mittlere Städte (TIER 2–3) haben sehr hohe Wohnungsbestände angehäuft, deren Abbau Zeit brauchen wird. Darüber hinaus hat die Regierung direkte Rettungsmassnahmen eingeschränkt, sodass die Lösung für notleidende Projekte nur langsam vorankommt.

2. **Hohe Verschuldung und Kreditbeschränkungen.** Die „Drei-rote-Linien“-Politik hat die finanzielle Hebelwirkung für Immobilienentwickler eingeschränkt. Der daraus resultierende Mangel an Liquidität wirkt sich negativ auf Projekte aus, führt zu Misstrauen und verlangsamt den Verkauf. Die Banken haben die Kriterien für Hypotheken- und Entwicklungskredite verschärft, und selbst grosse Unternehmen wie Evergrande oder Country Garden sind in die technische Insolvenz geraten.
3. **Rückgang des Verbrauchertrauens** aufgrund der Immobilienkrise und Problemen bei der Fertigstellung von Wohnungen, was zu sehr geringen Vorverkäufen (der wichtigsten Finanzierungsquelle des Sektors) und einer zunehmenden Abhängigkeit von staatlichen Unterstützungsmassnahmen führt, obwohl die Regierung zögert, einen Sektor wiederzubeleben, der seine Anpassungsphase noch nicht abgeschlossen hat.
4. **Ungünstige demografische Trends** mit einem Rückgang der Gesamtbevölkerung, einer beschleunigten Alterung und weniger neuen Haushaltsgründungen, was zu einem Rückgang der strukturellen Nachfrage nach Wohnraum führt.
5. **Übergang des Wirtschaftsmodells.** Die Regierung strebt eine Verlagerung von einem schulden- und baubasierten Wachstum hin zu einem Wachstum auf der Grundlage von Technologie, Industrie und Konsum an, wobei sie gross angelegte Konjunkturprogramme wie in der Vergangenheit vermeidet und sich stattdessen für eine langsame Anpassung entscheidet, die besser auf die zugrunde liegende Nachfrage abgestimmt ist, um das Risiko von Überkapazitäten zu verringern.
6. **Sehr heterogene Immobilienmärkte.** Grosse Städte (Peking, Shanghai) zeigen erste Anzeichen von Stabilität oder einer leichten Erholung, während mittelgrosse und kleine Städte weiterhin mit einem Überangebot und fallenden Preisen zu kämpfen haben.
7. **Ausstrahlungseffekte auf die übrige Wirtschaft.** Der Immobiliensektor macht zusammen mit den damit verbundenen Branchen etwa 25 bis 30 % des chinesischen BIP aus und hat negative Auswirkungen auf den Konsum, die Beschäftigung im Baugewerbe und die Einnahmen der lokalen Gebietskörperschaften. Die folgende Grafik veranschaulicht das Ausmass und die Dauer der Immobilienkrise anhand des BIP-Deflators, der seit drei Jahren im negativen Bereich liegt und für 2026 keine deutliche Verbesserung erwarten lässt.



Source: CEIC, Morgan Stanley Research forecasts

Allerdings ist der Immobiliensektor zyklisch und wird früher oder später wieder an Dynamik gewinnen. Wir glauben, dass wir uns nach vier Jahren der Korrektur dem Tiefpunkt des Zyklus nähern und dass bereits eine Stabilisierung positive Auswirkungen auf das chinesische BIP und das Verbrauchertrauen haben dürfte. Das Tempo des Volumenrückgangs hat sich 2025 von 20–25 % auf 10–15 % verlangsamt, und wir erwarten auch für 2026/27 Verbesserungen.

Fazit: 2026 dürfte ein Jahr der wirtschaftlichen Beschleunigung werden

Daher ist unser Basisszenario für 2026 eine globale Konjunkturbelebung, die in der Regel positiv für den Aktienmarkt ist, obwohl diese positive Dynamik bereits teilweise eingepreist ist.

Zwar stehen den USA noch einige schwache Quartale bevor, da der Immobilien-, der Nichtwohnungsbau- (ohne Technologie) und der Konsumsektor weiterhin eine gewisse Schwäche zeigen. Wir erwarten jedoch im Laufe des Jahres eine Verbesserung, da sich die Zinssenkungen (nach unserem Verständnis über die gesamte Kurve hinweg) allmählich auf die Realwirtschaft auswirken werden.

Die europäische Wirtschaft hat begonnen, sich zu erholen und gewinnt an Dynamik (auch wenn die Zahlen noch keinen Grund zum Jubeln bieten), und China wird sehr wahrscheinlich das wiederholen, was 2025 passiert ist, mit einer gewissen Chance auf Stabilisierung im Immobiliensektor und beim Verbrauchertrauen.

V. WIR SEHEN KEINE BLASE, ABER DIE TECHNOLOGIE SCHEINT TEUER

Seit unserer letzten Betrachtung der Bewertungen der wichtigsten Märkte zur Jahresmitte hat sich nicht viel geändert: **Value-Aktien sind nach wie vor deutlich günstiger als Growth-Aktien**, und die einzigen **teuren Indizes sind der S&P 500, der Nasdaq und der Technologiesektor**. Ansonsten haben wir bereits das Jahr 2026 als Referenzjahr für die Bewertungen herangezogen.

- Faktoren.** **Value-Aktien sind im Vergleich zu Growth-Aktien eindeutig unterbewertet.** Wie wir bereits seit einigen Jahren sagen, **glauben wir, dass nach 15 Jahren der Outperformance von Wachstumswerten ein neuer Value-Zyklus begonnen hat**. Angesichts des Gewichts der Magnificent 7 in den Indizes und ihrer aktuellen Bewertungen gehen wir davon aus, dass wir in eine Phase eingetreten sind, in der Indizes und passives Management es nicht mehr so leicht haben werden wie im letzten Jahrzehnt. Allein schon aus Diversifizierungsgründen sollten Anleger Stock-Picking und Value-Aktien positiver betrachten.

MXWO Index	VALUE	GROWTH
Price	4.183	6.815
PER26	15,0	26,8
Historical PER	17,3	23,6
P/Book26	2,2	6,8
Historical P/B	1,7	3,5

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

- Geografische Regionen.** Die einzigen **Indizes, die mit einem Vielfachen über ihrem historischen Durchschnitt gehandelt werden, sind der S&P 500 und der Nasdaq**, was hauptsächlich auf die Bewertungen der „Magnificent 7“ und der KI-bezogenen Unternehmen zurückzuführen ist.

Index	SPW	SPX	NASDAQ	SXXP	SHSZ300	BOVESPA	XU100 TURKEY	TOPIX
Price	7.584	6.672	24.800	563	4.568	155.980	10.711	3.251
PER26	16,6	21,8	25,8	14,4	14,0	9,0	2,9	15,9
Historical PER	18,5	17,5	25,0	19,0	17,0	16,0	10,5	18,0
P/B26	2,7	4,6	7,1	2,0	1,5	1,3	0,4	1,5
Historical P/B	2,7	2,8	4,2	1,8	2,0	1,3	1,4	1,3

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

- Sektoren.** Es gibt **zwei Sektoren, die über ihren historischen Durchschnittswerten gehandelt werden**. Einerseits wird der **Technologiesektor – beflügelt durch KI – mit „blasenartigen“ Multiplikatoren gehandelt** (das Kurs-Buchwert-Verhältnis des Sektors erreichte während der Technologieblase im Jahr 2000 das 10- bis 11-Fache und liegt derzeit bei 9,3).

Andererseits wird auch der **Industriesektor mit hohen Multiplikatoren gehandelt, möglicherweise unter Berücksichtigung der für 2026/27 erwarteten Erholung**. Die übrigen Sektoren sind nicht teuer, sodass wir generell keine marktweite Blase sehen.

MXWO Index	INDUSTRIALS	CONSUMER STAPLES	HEALTHCARE	MATERIALS	ENERGY	TECH	FINANCIALS	INSURANCE
Price	484	294	391	367	269	967	215	212
PER26	21,7	18,8	17,5	16,4	14,6	27,3	13,5	12,0
Historical PER	20,0	21,0	22,0	20,0	16,0	24,3	14,0	15,0
P/Book26	3,8	4,0	3,9	2,0	1,8	9,3	1,8	1,9
Historical P/B	2,6	3,9	3,8	2,0	2,0	3,6	1,5	1,4

Quelle: Bloomberg, MSCI, SIA

Fazit

Nach unserer Überprüfung der Bewertungen der wichtigsten Indizes und Sektoren kommen wir zu folgenden Schlussfolgerungen:

1. **Insgesamt sehen wir keine Aktienmarktblase.**
2. **Die Margen und Renditen in den meisten Sektoren bleiben auf Rekordniveau** und liegen deutlich über den historischen Durchschnittswerten. Dies lässt keine Korrektur erwarten, sondern spiegelt vielmehr die spezifischen Wettbewerbsbedingungen in den einzelnen Sektoren und das im Vergleich zum Kapital sinkende Gewicht der Arbeit wider.
3. **Der Technologiesektor zeigt „blasenartige“ Anzeichen**, mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis, das nahe an den Niveaus der Technologieblase von 2000 liegt.
4. **Das Gewicht der Magnificent 7 verzerrt die Bewertung globaler Indizes** wie dem S&P 500 oder dem MSCI World. Bereinigt um das Gewicht der Mag7 werden sie auf einem Niveau gehandelt, das weitgehend dem historischen Durchschnitt entspricht.
5. Nach mehr als einem Jahrzehnt, in dem Wachstumstitel Wertaktien übertrafen und passives Management dominierte, **glauben wir, dass wir nun in eine Wertphase eingetreten sind, in der Wert, Aktienauswahl und aktives Management eine grössere Rolle spielen.**

VI. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) CLASSIC: +8 % seit Jahresbeginn

Damit entspricht der Nettoinventarwert seit vier Jahren den Prognosen

Bislang ist der LTIF Classic in diesem Jahr um 8 % gestiegen, was einer annualisierten Rendite von +10–11 % entspricht und unserem Ziel einer jährlichen Nettorendite von 10–12 % entspricht – nicht jedes Jahr, aber im Durchschnitt.

Wenn man bedenkt, dass das aktuelle Team den LTIF Classic-Fonds bereits seit 15 Jahren verwaltet, **wagen wir zu behaupten, dass unsere Ziele in den meisten Jahren erreichbar sein sollten, ausser in Krisen- und/oder Rezessionszeiten...** Momente, in denen *man*, wie Buffett sagt, *die Teetasse zu Hause lassen und mit der Badewanne hinausgehen sollte, um sie mit Investitionen zu lächerlichen Preisen zu füllen*.

Wir sind zunehmend davon überzeugt, dass unsere Anleger tatsächlich froh sind, wenn der Fonds fällt, wie beispielsweise 2020/Covid oder 2025/Liberation Day, weil sie wissen, dass wir dann günstig einkaufen und sich dies in den folgenden Jahren in der Performance widerspiegeln wird.

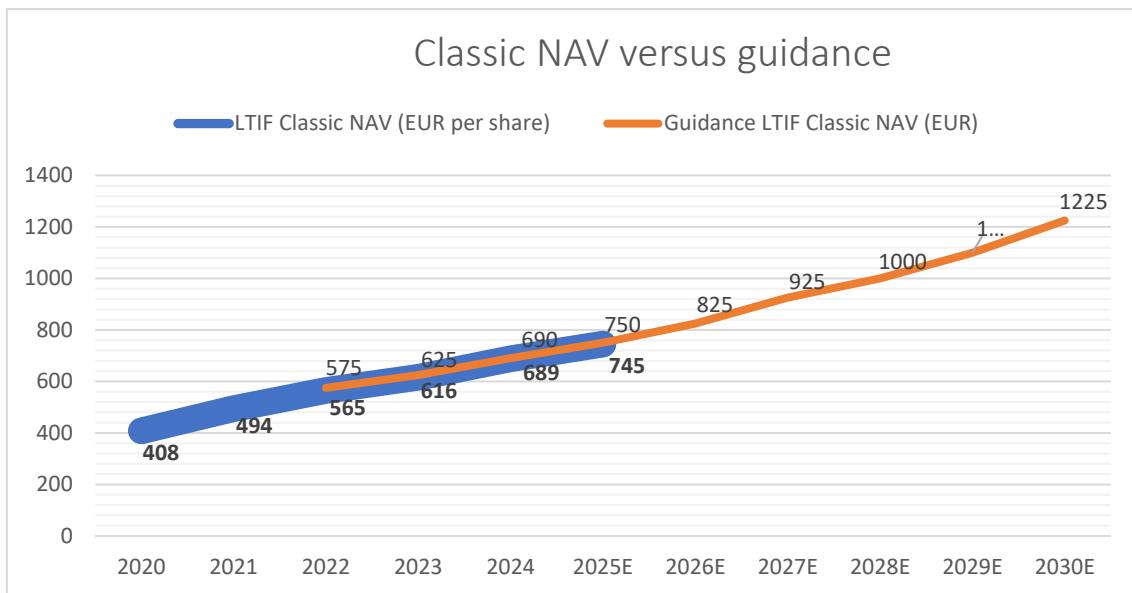
Der aktualisierte IRR des Classic ist auf 16,9 % „in die Höhe geschossen“, bei einem inneren Wert von 1.280 € pro Anteil.

Es erscheint etwas seltsam, dass die Brutto-IRR des Classic auf 16,9 % (15,4 % nach Abzug von Gebühren und Aufwendungen) gestiegen ist, obwohl ein Grossteil der Aktienmarktteilnehmer behauptet, dass alles extrem teuer ist. Wir glauben, dass mehrere Faktoren den starken versteckten Wert des Fonds erklären:

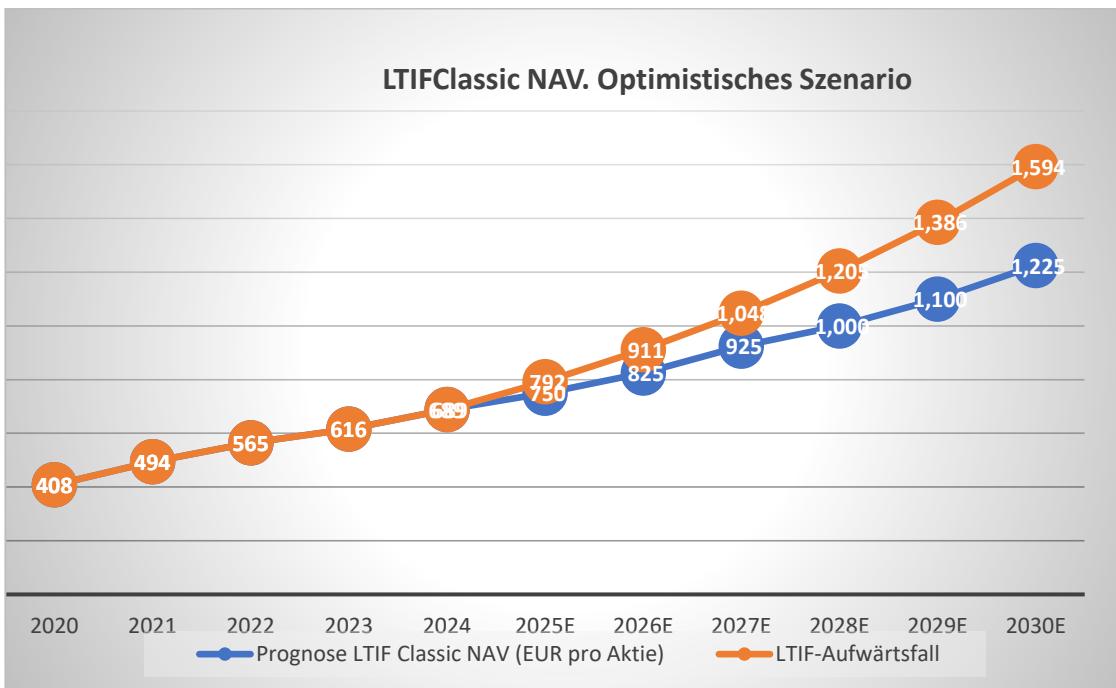
1. **Vor dem Liberation Day hielten wir 12–13 % in Bargeld** (unterstützt durch das Übernahmangebot für Catalana de Occidente kurz vor dem Markteinbruch) und haben die Hälfte davon während des Rückgangs im April reinvestiert, wobei wir das Portfolio von den risikoarmen Kategorien 1–2 auf die risikoreicheren Kategorien 3–4 umgeschichtet haben, die stärker gefallen sind.
2. **Der LTIF Classic hat vier wichtige, stark konträre Vektoren/Positionen**, die zusammen fast 60 % des Fonds ausmachen: Umstrukturierungen (Grifols, ISS, Henkel und Reckitt), fossile Brennstoffe (Öl und Gas), Lachs (der aufgrund von Überangebot und niedrigen Preisen ein sehr schwaches Jahr hinter sich hat) und unser jüngster Themenpool: digitale Essensgutscheine (Pluxee und Edenred).
3. **Wert kann schnell entstehen ... oder auch nicht.** Wir sind seit Jahrzehnten in der Welt des Value Investing tätig, können aber immer noch nicht vorhersagen, wann sich Wert entwickeln wird. Im Jahr 2025 begannen ISS und Kupferunternehmen zu steigen; 2023/24 stieg Pandora sprunghaft an und verfünfachte sich gegenüber seinen Tiefstständen. Zementunternehmen wie Heidelberg Cement und Buzzi Unicem legten 2024/25 nach Jahren der Stagnation stark zu, ebenso wie MTU Aeroengines und Prysmian. Wir haben sogar 2010 in Apple investiert, als viele Anleger das Unternehmen für einen hoffnungslosen Fall hielten und es Jahre dauerte, bis sich die Aktie erholt. Kurz gesagt: Wir kaufen günstig und wissen in der Regel nicht, wann sich der Wert zeigen wird. Wir haben in der Vergangenheit auch einige schwerwiegende Fehler gemacht, wie beispielsweise unsere Investitionen in California Resources, Premier Oil oder Draegerwerk, aber wir haben daraus gelernt und unser Ziel ist es, diese Fehler nicht zu wiederholen – zumindest nicht regelmässig.

Kurz gesagt, wir sind vom Wert des Fonds sehr überzeugt: Er ist voll von guten Unternehmen mit einem sehr geringen realen Risiko, die zu sehr attraktiven Durchschnittspreisen gekauft wurden.

In der folgenden Grafik präsentieren wir unsere Prognose für den Nettoinventarwert des Fonds bis 2030, eine Prognose, die 2021 veröffentlicht wurde und die wir nicht geändert haben (10 % jährliche Nettorendite pro Jahr, unser offizielles Ziel).



Und in die folgenden Grafik zeigen wir erneut die Entwicklung, die der LTIF Classic nehmen sollte, wenn er die von unseren DCFs vorgeschlagene Brutto-IRR von 16,5 % erreichen würde, wobei sich der Wert in 5 statt in 7 Jahren verdoppeln würde. Wir werden wahrscheinlich irgendwo zwischen diesen beiden Linien liegen, da der Fonds gut diversifiziert ist und die IRR eine Synthese aus 30 bis 35 Bewertungsmodellen ist, mit einer Vielzahl von Annahmen, die die Schätzung sehr robust machen.



Wir können Fehler machen, sei es bei der strategischen Analyse eines Unternehmens oder beim Timing, aber wir sind weiterhin zuversichtlich, dass wir eine jährliche Nettorendite von über 10 % erzielen können, und zwar mit geringerem Risiko und geringerer Volatilität als der Markt, sodass sich unser investiertes Kapital alle 6–7 Jahre verdoppelt.

Fast die Hälfte des LTIF Classic ist wie üblich in 10 gut diversifizierten Positionen angelegt.

Wir veröffentlichen gerne eine Tabelle mit den 10 relevantesten Positionen im LTIF Classic, um die Diversifizierung des Fonds hervorzuheben. Allzu oft verbinden einige Anleger uns mit nur einer Aktie – in der Regel derjenigen, die sich am schlechtesten am Markt entwickelt –, wie beispielsweise Grifols im Jahr 2024, ISS im Jahr 2023 oder Pandora im Jahr 2022... oder, wenn man weiter zurückblickt, Bakkafrost im Jahr 2012, Taylor Wimpey im Jahr 2011 oder Apple im Jahr 2010.

Ein Value-Investor, selbst einer, der sich wie wir auf strategischen Wert konzentriert, gerät immer wieder in Schwierigkeiten und hält in der Regel mehrere Aktien, die sich auf dem Markt schwer tun, manchmal mit einem erheblichen Gewicht. Das trägt offen gesagt nicht dazu bei, Anleger zu beruhigen oder neue anzuziehen. Wert ist wirklich anti-marketing, anti-Momentum... eine echte Belastung, wenn man einen düsteren Investmentfall erklärt, verglichen mit dem Glanz von Unternehmen, deren Aktienkurse in die Höhe schnellen. Und am Ende, wenn Wert funktioniert (und das tut er normalerweise), schenkt niemand mehr Aufmerksamkeit, wie es beispielsweise bei Pandora, ISS, Heidelberg, Buzzi der Fall war... niemand stellt mehr Fragen.

Aber das ist nur eine Analyse einzelner Unternehmen, denn was wirklich zählt, ist, dass der LTIF Classic stark diversifiziert ist und nicht von einem einzigen Faktor abhängt – sei es Sektor, Region, Faktor oder Aktie. Darüber hinaus ist er dank unseres Mantras, den 4 Gs: „*Gutes Geschäft, gutes Management, gute Bilanz @ guter Preis*“ – und unserer unverwechselbaren, nach Risikokategorien strukturierten Portfolionkonstruktion für jede Krise oder Rezession gewappnet.

Dies sind einige der Kerninvestitionen des Classic, die mehr als 40 % des Fonds ausmachen. Wir haben den geschäftlichen und geografischen Umfang jedes Unternehmens hinzugefügt, damit die Diversifizierung nach Geschäftsbereichen richtig eingeschätzt werden kann. Die meisten sind globale Unternehmen ohne länderspezifische Risiken.

LTIF Classic Core Holdings (November 2025)

Pluxee. Digitale Essensgutscheine. Global

ISS A/S. Reinigungsdienstleistungen. Weltweit

Salmar. Lachs zucht. Weltweite Exporte, hauptsächlich nach Europa

Reckitt Benckiser Plc. Pharma. Hygiene. HPC (Home & Personal Care). Weltweit

ASML. Halbleiter. Weltweit

Medtronic Plc. Medizintechnik. Weltweit

Grifols SA. Aus Plasma gewonnene Proteine. Weltweit

Nexans. Elektrische Kabel. Weltweit

Henkel. Klebstoffe und Konsumgüter. Global

Viscofan. Weltmarktführer für Wursthüllen. Global

VII. INVESTMENT CASE DES QUARTALS: ISS

Wir haben ISS als Investment Case des Quartals ausgewählt, als Beispiel für das, was wir zuvor besprochen haben. **Wir kaufen in der Regel hochwertige Unternehmen, die sich unserer Meinung nach in einer vorübergehenden Krise befinden, und erklären dies den Anlegern.** Die einfache Reaktion, die wir oft hören, lautet natürlich: *Na toll ... noch ein Unternehmen mit Problemen ... noch eine Aktie mit einem deprimierenden Kursverlauf ... das wird dem Portfolio schaden ... warum kauft ihr nicht einfach das, was im Wert steigt?*

Spass beiseite, **unser Mehrwert (so glauben wir zumindest) liegt darin, gute Unternehmen auf der Grundlage einer strategischen Analyse des Unternehmens und seiner Wettbewerber** (was wir als *strategischen Wert* bezeichnen) **zu identifizieren, sie zu einem guten Preis zu kaufen** (gute Unternehmen werden nicht billig verkauft, es sei denn, es gibt Probleme) **und eine langfristige Perspektive einzunehmen.**

Ein äusserst wichtiger Faktor, der erwähnt werden muss, ist das **Gewicht dieser Positionen im Portfolio**. Bei SIA sind wir extrem gierig, wenn Qualitätsunternehmen schlecht abschneiden, ihr Aktienkurs sinkt und die IRRs in die Höhe schnellen. In den letzten Jahren hatte ISS ein Portfoliogewicht zwischen 2 % und 10 %, und wir äussern uns im Allgemeinen nicht allzu sehr, wenn wir verkaufen.

Die Geschichte von ISS lässt sich in vier Phasen zusammenfassen:

1. **2005–2014:** ISS in den Händen von zwei Private-Equity-Fonds. In dieser Zeit bauten die Manager das Geschäft mit aggressiven Verträgen (geringe Rentabilität und/oder hohes Risiko), minderwertigen Akquisitionen und einer erhöhten Verschuldung aus.
2. **2014–2017. Normalität.** Börsengang im Jahr 2014 und angemessene Performance für 2–3 Jahre. Der Börsenkurs lag 2014 bei 160 DKK, gefolgt von einigen ruhigen Jahren mit Ergebnissen, die weitgehend den Erwartungen entsprachen – bis 2016/17 Probleme auftraten.
3. **2016–2020. Krise und Kursverfall.** Gewinnwarnungen, Krisenländer, problematische Verträge, zu hohe Verschuldung ... Der Aktienkurs fiel 2020 auf einen Tiefstand von 80 DKK.
4. **2020–2025. Umstrukturierung und Verkleinerung.** Managementwechsel und eine tiefgreifende Umstrukturierung ab 2020, Einführung des „One ISS“-Plans, zwei Wechsel im CEO-Amt und eine neu zusammengesetzte Führungsmannschaft.

Wir glauben, dass 2025 das Jahr der Rückkehr zur Normalität war, nachdem der Umstrukturierungsplan in den letzten Jahren umgesetzt wurde. ISS ist wieder auf Kurs und hat sich ein vernünftiges Wachstumsziel von etwa 4–5 % (2–3 % Preise; 2–3 % Volumen) mit einer operativen Marge von über 5 % gesetzt. Einfach Business as usual.

Und wie könnte die nächste Phase aussehen? Warum nicht eine Phase der Digitalisierung und Robotisierung? Wie immer gibt es die führenden Unternehmen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI), deren Aktienkurse aufgrund ihrer direkten Beteiligung bereits erheblich gestiegen sind, aber es gibt auch Begünstigte zweiter und dritter Ordnung: Dienstleistungsunternehmen, die von KI erheblich profitieren können.

Können Sie sich vorstellen, welche Auswirkungen eine schrittweise Robotisierung der Belegschaft auf ISS haben würde? Aus vielen Gründen glauben wir natürlich nicht, dass die 325.000 ISS-Mitarbeiter durch Roboter ersetzt werden können, aber wir sind sicher, dass es ein grosses Potenzial für Produktivitätssteigerungen durch den schrittweisen und fortschreitenden Einsatz von Robotern in verschiedenen Bereichen der Reinigung, Sicherheit, Gebäudeverwaltung und sogar der Gastronomie gibt.

ISS ist im Jahr 2025 um 60 % gestiegen und wird dennoch weiterhin zu sehr attraktiven Kurs-Gewinn-Verhältnissen gehandelt, mit einem KGV für 2027 von unter 10. Wir haben einige Aktien aufgrund der OGAW-Grenzen verkauft (nach Überschreiten von 10 %), behalten aber eine bedeutende Position im Fonds bei, in einem der Unternehmen, die am Ende zu den grössten Nutzniessern der KI gehören könnten. Wer hätte das gedacht?

ISS. Konsensschätzungen 2025-2027

	2025E	2026E	2027E
PER	12,5x	10,9x	9,7x
FCF (in Mio. DKK)	2700	2800	2900
FCF-Rendite	7,4	7,8	8,0

Quelle: Bloomberg, Schätzungen der SIA

VIII. LONG TERM INVESTMENT FUND (LTIF) Natural Resources: 180 € p. a. +10 % ytd

Angesichts der Konjunkturabschwächung schneiden wir nicht schlecht ab

In einem Umfeld der globalen Konjunkturabschwächung, wie wir es seit 2024 erleben, ist es ganz normal, dass Rohstoffe eine schwache Börsenperformance aufweisen. Dennoch erzielten wir 2024 +8 % und liegen 2025 seit Jahresbeginn bei +10 %, was uns zufriedenstellt, auch wenn es keinen Grund zu überschwänglicher Freude gibt.

Wie wir bereits in früheren *Newslettern* erwähnt haben, **gehen wir davon aus, dass sich der Aufwärtstrend bei den natürlichen Ressourcen fortsetzen wird, sobald eine wirtschaftliche Erholung in Sicht ist** (die wir für 2026 erwarten), unterstützt durch eine akkommadierende Geld- und Fiskalpolitik auf globaler Ebene und durch einen Investitionszyklus in den Bereichen Infrastruktur, Energieerzeugung, Technologie und Verteidigung (die naturgemäß langfristige Sektoren sind). Unserer Ansicht nach dürfte dieser Trend noch viele Jahre anhalten, da die Investitionen in diesem Sektor noch immer das verlorene Jahrzehnt der Unterinvestitionen ausgleichen müssen.

IRR von 15 %. Innerer Wert von 263 € pro Aktie in der Mitte des Zyklus

Die Schwäche einiger Rohstoffe im Jahr 2025 hilft uns, das Portfolio zu sehr attraktiven Preisen zu stärken (z. B. Ölunternehmen oder Kakao), und **die aktualisierte IRR des Fonds liegt derzeit bei 15 %, was einem inneren Wert von 263 € pro Aktie und einem Wertsteigerungspotenzial von fast 50 % über 3-4 Jahre entspricht.**

Der Nettoinventarwert des Fonds liegt bei 180 € pro Aktie, wobei die meisten Rohstoffpreise auf einem niedrigen/mittleren Niveau liegen, mit Ausnahme von Gold und den meisten Edelmetallen.

Es gibt drei Faktoren, die aufgrund ihres aktuellen Gewichts im Fonds die Performance in den kommenden Jahren bestimmen werden:

1. **Energie:** Öl, Gas und Dienstleistungen mit einer Gewichtung von 37 % und einer durchschnittlichen IRR von 16 %.
2. **Kupferindustrie** mit einer Gewichtung von 23 % und aktuellen IRRs von etwa 10–12 %.
3. **Lachs** mit einer Gewichtung von 19 % und einer durchschnittlichen IRR von rund 15 %.

Wie wir unsere Leser fast immer daran erinnern, handelt es sich bei unseren DCFs um Konvergenzmodelle, die Gleichgewichts- (Anreiz-) Rohstoffpreise und Margen und Renditen in der Mitte des Zyklus verwenden. Wir berücksichtigen die Hausephase des Rohstoffzyklus nicht (obwohl wir dies tun sollten, da es sich um eine mehrjährige Phase handelt), um konvergierte oder mittlere Zyklusbewertungen zu erhalten. **Das bedeutet, dass die reale IRR des Fonds in unserem erwarteten Rohstoff-Aufschwungsszenario viel höher sein wird als unsere Schätzung auf der Grundlage von Annahmen für die Mitte des Zyklus.**

Sowohl Öl als auch Lachs sind noch nicht in ihre Aufwärtszyklen eingetreten, während der Kupfersektor bereits zwei gute Jahre hinter sich hat und sich nun sowohl hinsichtlich der Kupferpreise als auch der Bewertungen **auf einem Niveau in der Mitte des Zyklus befindet.**

Bei Lachs gehen wir davon aus, dass sowohl die Preise als auch die Bewertungen 2026 einen Aufwärtszyklus beginnen sollten, und bei Öl erwarten wir, dass der Zyklus bereits 2027 beginnt, wobei die Möglichkeit besteht, dass die Aktienmärkte dies bereits früher einpreisen werden. Weitere Details hierzu folgen später.

Die wichtigsten Positionen des LTIF Natural Resources sind die folgenden:

Kernbeteiligungen

First Quantum. Kupferbergbau

Mowi. Lachszucht

TGS. Seismische Technologie

Barry Callebaut. Kakao

Nexans. Elektrische Kabel

EOG Resources. US-Schieferöl

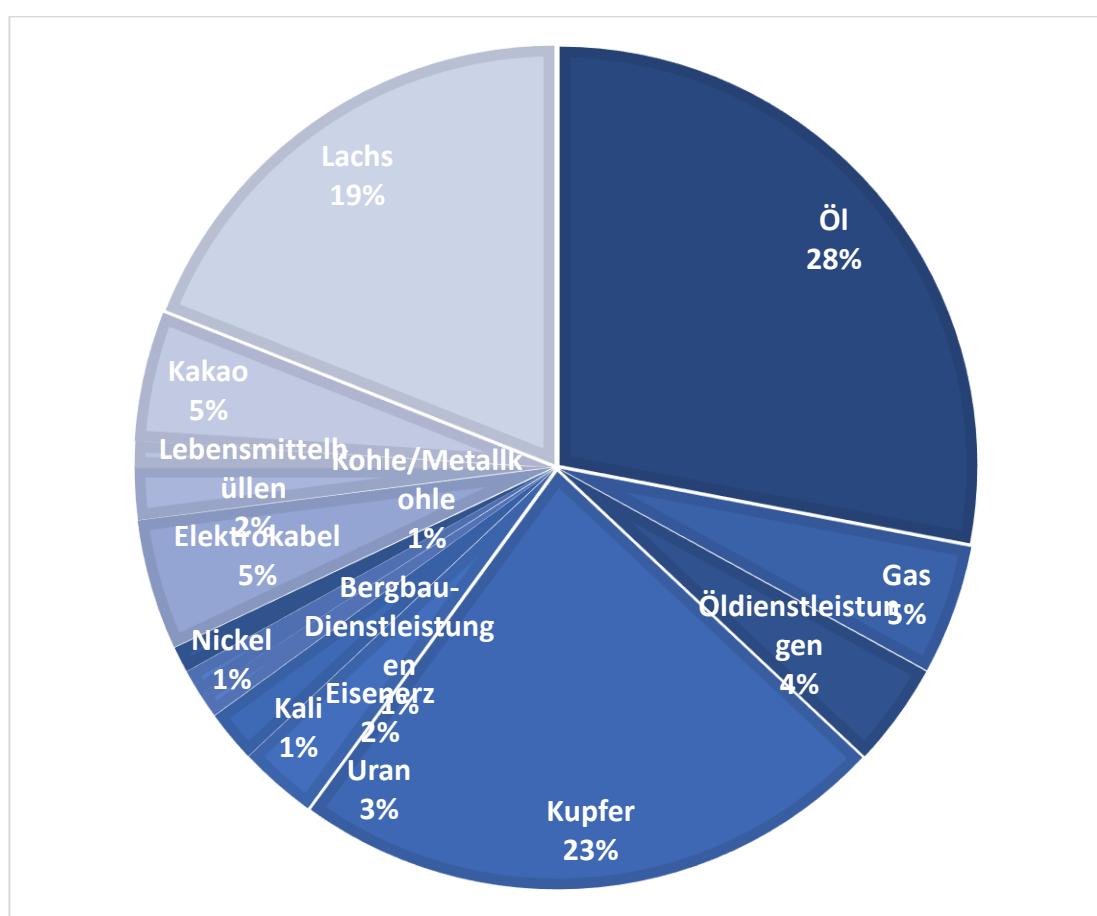
Harbour Energy. Öl und Gas in der Nordsee

Nexans. Elektrokabel

Kazatomprom. Uran

Glencore. Kraftwerkskohle, metallurgische Kohle, Kupfer und Zink

Die aktuelle Aufteilung des Fonds nach Rohstoffen sieht wie folgt aus:



Quelle: SIA

Der Konsens erwartet für 2026 ein Überangebot mit Brent-Preisen um 50 USD pro Barrel

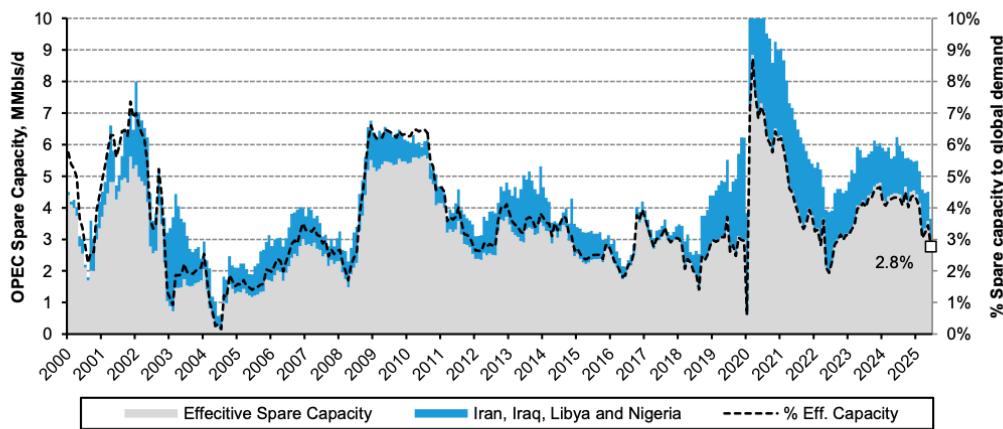
Selten haben wir einen so negativen Konsens in Bezug auf Öl auf kurze und mittlere Sicht gesehen. Die meisten Marktteilnehmer erwarten für 2026 Preise von 50 USD, und viele Institutionen sprechen von einer Nachfragespitze gegen Ende des Jahrzehnts und strukturellen Überkapazitäten.

All diesen Experten möchten wir folgende Frage stellen: **Was wäre passiert, wenn es kein US-Schieferöl gegeben hätte**, das seit 2012 aus dem Nichts eine Produktion von 10 bis 11 Millionen Barrel pro Tag (d.h. 10 % der weltweiten Produktion, mit der niemand gerechnet hatte) zu wettbewerbsfähigen Preisen gebracht hat?

Wir fassen unsere Einschätzung der aktuellen Lage in sechs Punkten zusammen:

- 1) **Unsere Modelle sagen weder kurz- noch mittelfristig einen Nachfragespitzenwert voraus**, und wir erwarten für die kommenden Jahre einen Anstieg der Nachfrage um rund 1 Mio. Barrel pro Tag.
- 2) **Strategische Reserven tragen zusätzlich zu dieser Nachfrage bei.** Viele Experten vergessen, dass die USA ihre strategischen Reserven wieder auffüllen müssen, wofür sie etwa 1 Mio. Barrel pro Tag für ein Jahr (etwa 300–350 Millionen Barrel) benötigen, und dass China weiterhin Lagerkapazitäten aufbaut und seine strategischen Reserven erhöht. Wenn wir diese Reserven mit einbeziehen, sprechen wir möglicherweise von einem Nachfrageanstieg von 3 Mio. Barrel pro Tag über zwei Jahre.
- 3) **Bei den aktuellen Preisen wird die Rohölproduktion in den Jahren 2026 und 2027 netto nicht wachsen.** Brasilien und Guyana könnten zwar ein leichtes Wachstum verzeichnen, aber in einem Niedrigpreisumfeld werden viele Förderländer nicht in der Lage sein, ausreichend zu investieren, um ihre Produktion aufrechtzuerhalten.
- 4) **Eine höhere Produktion wird hauptsächlich von der OPEC+ kommen.** Wir schätzen, dass die OPEC über eine Reservekapazität von etwa 4–5 Mio. b/d verfügt und die baldige Rückkehr von 2 Mio. b/d angekündigt hat.

EXHIBIT 6: **Current effective OPEC spare capacity is at 2.8% of global oil demand**



Source: IEA, Bernstein analysis

- 5) **Wenn die Nachfrage 2026/27 um etwa 3 Mio. b/d steigt** (einschliesslich strategischer Reserven) und das Angebot nur um die von der OPEC+ wieder aufgenommenen Mengen zunimmt, werden die Lagerbestände bis Ende 2027 auf etwa 2 Mio. b/d schrumpfen. Wenn die Lagerbestände 2 % (etwa 2 Mio. b/d) erreichen, beginnen die Ölpreise, ein Risiko der Unterversorgung widerzuspiegeln, und steigen stark an. Dies könnte 2027 geschehen.
- 6) **Erschwerend kommt hinzu, dass wir seit 2013 weiterhin zu wenig investieren,** was es schwierig macht, in den kommenden Jahren neue Lieferungen zu erschliessen. Ohne Berücksichtigung der Rückgangsraten deuten unsere Zahlen darauf hin, dass wir bis 2030 zusätzliche Lieferungen von 6 bis 7 Mio. Barrel pro Tag benötigen werden, während die tatsächlichen Reservekapazitäten nur bei etwa 2 bis 3 Mio. Barrel pro Tag liegen.

Wir glauben daher, dass sich langsam ein neuer Öl-Aufschwung abzeichnet und 2026 das Jahr sein könnte, in dem die Lagerbestandsreduzierungen ein weitgehend strukturelles Problem sichtbar machen.

Der Sektor hat sich 2025 sehr schlecht entwickelt und verzeichnete durchschnittliche Rückgänge von über 10 %, nachdem die Rohölpreise gefallen waren und eine weit verbreitete Negativstimmung gegenüber dem Sektor herrschte. Bei den aktuellen Preisen liegen die erwarteten IRRs zwischen 13 und 14 % für einige grosse Ölunternehmen und 20 % für kleinere Unternehmen, wobei wir in unseren Modellen von einem Ölpreis von 90 USD ausgehen.

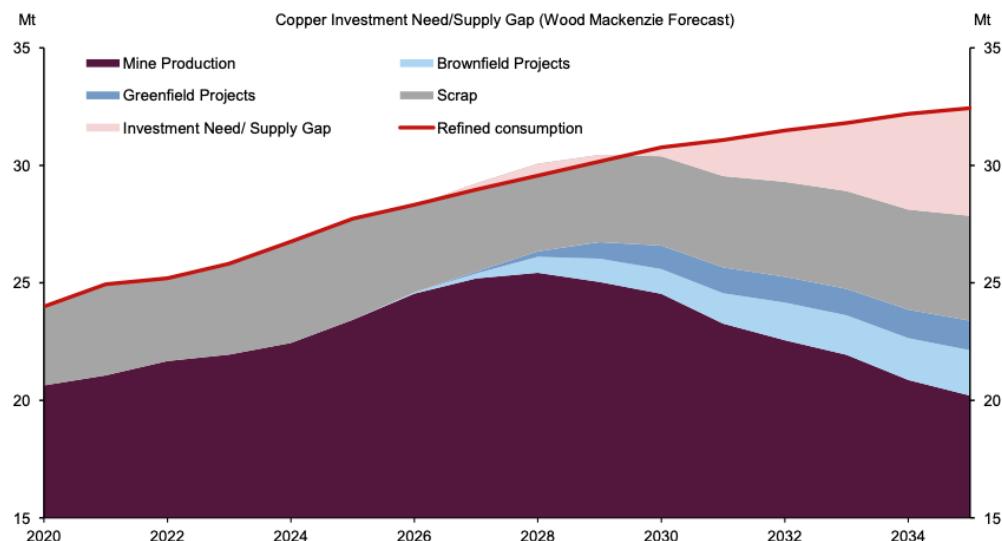
Während sich unser Szenario abspielt, **zahlen Ölunternehmen sehr attraktive Dividenden von rund 5 % und kaufen ihre eigenen Aktien zurück, wodurch sie eine Gesamtrendite für ihre Aktionäre von fast 10 % erzielen** – eine Rendite, die die Geduld in diesen Jahren niedriger Rohölpreise belohnt.

Die Kupferpreise haben von Problemen bei mehreren grossen Minen profitiert
Kupfer erlebt ein sehr gutes Jahr, mit einer starken Performance der meisten Unternehmen, die wir in unserem Portfolio halten. Es stimmt, dass mehrere grosse Minen aufgrund von Einstürzen oder Überschwemmungen stillgelegt wurden, darunter Grasberg in Indonesien, Kamoa-Kakula im Kongo und El Teniente in Chile... und auch Cobre Panamá bleibt geschlossen, wodurch rund 700.000 Tonnen weniger gefördert werden.

Dies hat die Kupferpreise im Jahr 2025 stärker in die Höhe getrieben als wir erwartet hatten und zeigt auch die Herausforderungen, denen viele Bergbauunternehmen gegenüberstehen, wenn sie versuchen, ihre Produktion zu steigern, da die Erzgehalte sinken und geologische Komplikationen auftreten, wenn die Minen tiefer in ihre Ressourcen vordringen.

Ansonsten hat sich unser Ausblick, wenn wir uns auf das Wesentliche konzentrieren – nämlich die langfristige Entwicklung –, nicht im Geringsten geändert:

1. **Die Kupfernachfrage steigt aufgrund der Energiewende**, und nach unseren Zahlen wird das jährliche Nachfragewachstum von 500.000 Tonnen pro Jahr auf fast 1 Million Tonnen pro Jahr bis zum Ende des Jahrzehnts steigen.
2. **Die Investitionen in neue Minen sind begrenzt**, und nach unseren Schätzungen wird das Angebot nur noch für einige Jahre ausreichen, um die Nachfrage zu decken. Danach werden wir in eine Phase des Defizits eintreten, deren Bewältigung viele Jahre dauern wird.



Source: Wood Mackenzie, Goldman Sachs Global Investment Research

3. Nach unseren Berechnungen liegen die Anreizpreise bei etwa 4,5 bis 5 US-Dollar pro Pfund Kupfer, was bedeutet, dass sich die Preise derzeit in der Mitte des Zyklus befinden. Sobald das Defizit offensichtlich wird, werden die Preise deutlich über dieses Niveau steigen, wobei die Substitution durch andere Metalle (Aluminium) begrenzt sein wird.
4. Schrott wird dazu beitragen, den anfänglichen Anstieg der Kupfernachfrage abzufedern, aber unserer Ansicht nach wird die Recyclingkapazität nicht mit dem raschen Anstieg der Nachfrage Schritt halten können.

Lachsunternehmen blicken sehr optimistisch auf das Jahr 2026

Der Lachszyklus weist eine Besonderheit auf, die uns sehr anspricht: die Volatilität der biologischen Bedingungen im Meer. In Ausnahmejahren wie diesem fressen und wachsen die Fische mehr als erwartet – sogar über 6 kg pro Tier. Dies aufgrund günstiger Meeresbedingungen wie Temperatur, Strömungen, Wellen, Seeläuse, Viren, Bakterien, Quallen und anderen Faktoren, die die Entwicklung der Lachse beeinflussen.

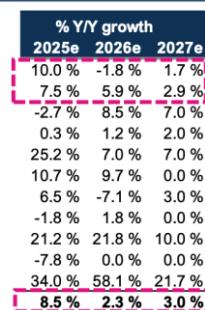
2025 war in dieser Hinsicht ein aussergewöhnliches Jahr, und sowohl in Norwegen als auch in Chile sind die Lachse deutlich gewachsen, was zu einem Überangebot geführt hat, das die Lachspreise auf einem niedrigen Niveau gehalten hat ... bei etwa 70 NOK (6 EUR) pro Kilo. Der positive Aspekt des Sektors ist, dass das Überangebot buchstäblich aufgegessen wird, was bedeutet, dass die Anpassung schnell erfolgt. Derzeit liegt die Biomasse im Meer in Norwegen bereits bei -1 % im Vergleich zum Vorjahr, und in Chile (das hauptsächlich den nordamerikanischen Markt bedient) wird die Überproduktion nun exportiert.

Wir rechnen daher für 2026 mit höheren Preisen, sofern wir nicht erneut ein Ausnahmejahr erleben, was per Definition nicht die Norm ist. Dies wird sich in den Unternehmensergebnissen und deren Bewertungen widerspiegeln.

Langfristig sind die Aussichten aufgrund der strukturellen Begrenzung des Produktionswachstums auf 3–4 % pro Jahr noch besser – weit unter der potenziellen Nachfrage, die in der Vergangenheit bei Regressionen mit flachen Preisen um 8 % pro Jahr gewachsen ist.

We expect 8.5% global supply growth in 2025e, coupled by muted volume growth in the years beyond

Country	Production of Atlantic Salmon (wfe 1,000 tonnes)																	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Norway	945	1 006	1 183	1 144	1 199	1 234	1 171	1 198	1 255	1 331	1 369	1 532	1 517	1 479	1 510	1 662	1 632	1 660
Chile	130	221	364	468	583	598	504	564	660	690	781	723	759	772	704	757	802	825
UK	142	155	159	158	172	166	157	177	152	191	178	199	161	153	189	184	200	214
Canada	118	120	137	115	95	135	146	137	146	138	137	142	132	110	119	119	120	123
Faroës	42	56	70	73	83	76	77	80	72	87	81	106	100	89	100	125	133	143
USA	18	19	20	20	20	20	23	22	19	21	20	19	20	18	19	21	23	23
Ireland	18	16	16	11	12	16	16	17	14	16	16	16	16	15	19	20	18	19
Australia	33	36	40	39	42	55	54	61	64	62	83	87	89	84	85	84	85	85
Iceland	1	1	3	3	5	4	8	12	14	25	31	42	43	39	43	52	63	70
Russia	4	4	7	10	13	14	5	9	5	12	11	23	22	24	22	20	20	20
Other	1	1	1	1	3	2	3	4	5	6	7	10	10	12	21	28	45	55
Total production	1 452	1 634	2 000	2 041	2 227	2 320	2 165	2 281	2 406	2 577	2 714	2 898	2 868	2 795	2 831	3 071	3 142	3 236



Quelle: Pareto Securities

IX. ROHSTOFFE: GEDANKEN von Urs Marti

„Haben Sie die Ankündigung der Fed gesehen, dass sie die quantitative Straffung (QT) beenden und mit der quantitativen Lockerung (QE) beginnen wird? Auch wenn dies als technischer Schachzug beschrieben wird, handelt es sich doch um eine Lockerungsmassnahme, die für mich ein wichtiger Indikator ist, um die Entwicklung des grossen Schuldenzyklus zu verfolgen... Wenn die Bilanzsumme deutlich zu wachsen beginnt, während die Zinsen gesenkt werden und die Haushaltsdefizite hoch sind, betrachten wir dies als klassische geld- und fiskalpolitische Interaktion zwischen der Fed und dem Finanzministerium zur Monetarisierung der Staatschulden. Wenn dies geschieht, während die Kreditvergabe durch den privaten Sektor und den Kapitalmarkt weiterhin stark ist, die Aktienkurse Höchststände erreichen, die Kreditspreads nahe ihren Tiefstständen liegen, die Arbeitslosigkeit nahe ihrem Tiefstand ist, die Inflation über dem Zielwert liegt und die KI-Aktien sich in einer Blase befinden (was sie laut meinem Blasenindikator sind), dann sieht es für mich so aus, als würde die Fed eine Blase stimulieren. Ray Dalio, Gründer von Bridgewater Associates

Diese Zusammenfassung könnte eine gute Erklärung dafür sein, was die Märkte derzeit einpreisen, insbesondere den jüngsten Anstieg des Goldpreises (oder um es mit Voltaires treffenderer Beschreibung zu sagen: „Fiat-Währungen kehren letztendlich zu ihrem inneren Wert zurück – Null.“). Rückblickend weisen alle Rohstoffe eine starke Korrelation auf. Der Bullenmarkt der 70er Jahre, der Bärenmarkt bis 2000, der Bullenmarkt bis 2010, der Bärenmarkt bis 2016.

In der Regel fungiert Gold als Frühindikator, gefolgt von Industriemetallen, Energie und Agrarrohstoffen. **Das Gold-Öl-Verhältnis hat mit 70 eines der höchsten Niveaus aller Zeiten erreicht. Der historische Mittelwert liegt bei 20, und das Verhältnis ist immer wieder auf diesen Wert zurückgekehrt.** Angesichts der extrem negativen Einstellung der Finanzwelt gegenüber Öl, der extremsten Short-Position aller Zeiten und der Preise, die viel zu niedrig sind, um Investitionen/marginalen Produktion anzukurbeln, sind wir zuversichtlich, dass sich der Satz „diesmal ist es anders“ wie immer als kostspielig erweisen wird.



Technisch gesehen ist LME-Kupfer dabei, aus einem 20-jährigen Konsolidierungsmuster auszubrechen.

„The wider the base, the higher in space“ ist ein gutes Zitat von technischen Analysten, um solche Situationen und die damit verbundenen Erwartungen zu beschreiben (aktuelle Beispiele finden sich bei kleineren Metallen...). Es gibt unzählige Präsentationen und Newsletter von unserer Seite, die erklären, warum das Unvermeidliche eintreten wird. Um es einfach zu halten: Es ist die alte Frage nach Kanonen oder Butter. Wenn alle Ressourcen für Kanonen (KI usw.) verwendet werden, wie kann man dann erwarten, dass es in Zukunft viel mehr Butter gibt?



Der Verfasser dieser Zeilen hat in früheren Newslettern ausführlich auf das **Problem des Mangels an Konzentrat und der zusammenbrechenden Schmelzlöhne aufgrund von Unterinvestitionen in Bergwerken** eingegangen. Für die westliche Welt ist dieses Problem noch gravierender, da ihr nicht nur Konzentrat, sondern auch Verarbeitungs- und Raffineriekapazitäten fehlen. Der Grossteil der Kapazitäten befindet sich in Asien, vor allem in China. Dabei handelt es sich um Schmelz- und Raffineriekapazitäten, Stahl, Aluminium usw.

So sind beispielsweise die USA für mehr als die Hälfte ihres Kupferverbrauchs auf Importe angewiesen. In den USA gibt es nur zwei aktive Schmelzanlagen zur Verarbeitung von Kupferkonzentrat, und der Bau neuer Anlagen würde mehr als 5 Milliarden Dollar kosten und Jahre dauern. Erschwerend kommt hinzu, dass es sich in der Regel um margenschwache Betriebe handelt. Kupfer ist zwar das grösste und führende Basismetall, aber auch andere Märkte entwickeln sich positiv. Dazu gehören Zink oder Kobalt, das hauptsächlich als Nebenprodukt von Kupfer anfällt.

Angesichts der Probleme mit den Verarbeitungsgebühren hat der wachsende Druck durch stark subventionierte chinesische Konkurrenten westliche Schmelzwerke zur Einstellung ihres Betriebs gezwungen. Glencore kündigte die Schliessung von Mount Isa, dem grössten Industriekomplex Australiens, an. Australien kündigte eine Rettungsaktion in Höhe von 600 Millionen australischen Dollar

für den Mount Isa-Komplex von Glencore an. Die Rettungsaktion, die zu gleichen Teilen von der Bundesregierung und der Regierung des Bundesstaates Queensland finanziert wird, spiegelt den wachsenden Druck wider, den Zugang zu Mineralien zu sichern, die für die Energiewende und die Verteidigung unerlässlich sind, und kommt zu einer Zeit, in der die Schmelzwerke aufgrund der Überkapazitäten in China mit extrem niedrigen Gebühren zu kämpfen haben. Wie der Autor bereits mehrfach dargelegt hat, ist dies für die Produktion/das Angebot/die Verfügbarkeit von Metallen, insbesondere in der westlichen Welt, nicht hilfreich.

In der Ölindustrie ist die Kehrtwende der IEA eine bemerkenswerte Entwicklung. Die Internationale Energieagentur erklärt nun, dass erhebliche, kontinuierliche Investitionen in Öl und Gas erforderlich sind, um das derzeitige Produktionsniveau aufrechtzuerhalten, da die Fördermengen aus bestehenden Feldern schneller als erwartet zurückgehen. Während die Roadmap der IEA für 2021 davon ausging, dass keine neuen Öl- und Gasprojekte erforderlich sein würden, um die Klimaziele zu erreichen, zeigt eine aktuellere Analyse, dass durchschnittlich etwa 540 Milliarden US-Dollar pro Jahr erforderlich sind, um den Rückgang auszugleichen und die Versorgung stabil zu halten. Diese Investitionen sind von entscheidender Bedeutung, da fast 90 % der jüngsten Upstream-Investitionen dazu verwendet wurden, Produktionsrückgänge auszugleichen.

Da der Ölpreis trotz zunehmender Spekulationen über Peak Shale knapp über seinem Mehrjahrestief liegt, **ist der Pessimismus hinsichtlich der Ölpreise so gross wie nie zuvor**. Die Stimmung erreichte einen Tiefpunkt, nachdem die Spekulationspositionen von WTI-Managed-Money-Fonds ein Rekordtief erreichten – ein deutliches Zeichen dafür, wie Finanzspekulanten die Zukunft des Öls einschätzen. Und doch könnte sich dies als einer der grössten Irrtümer der gängigen Meinung erweisen, denn laut IEA muss die Welt jährlich etwa 540 Milliarden Dollar für die Suche nach Öl und Gas ausgeben, um die derzeitige Fördermenge bis 2050 aufrechtzuerhalten, da der Rückgang in den bestehenden Feldern zunimmt.

Schnellere Rückgangsraten, die zum Teil auf die weltweit gestiegene Abhängigkeit von US-Schieferöl zurückzuführen sind, bedeuten, dass die globale Öl- und Gasindustrie „viel schneller laufen muss, um nur stillzustehen“, so der Exekutivdirektor der Agentur, Fatih Birol. Das bedeutet, dass niedrige Ölpreise nur vorübergehend sind, denn je mehr Bohrunternehmen den Stecker ziehen (da sie ihre Investitionen nicht amortisieren können), desto weniger Öl wird aus dem Boden gepumpt, was zu einer Verknappung des Angebots führt, die wiederum die Preise in die Höhe treibt. In diesem Fall trifft das alte Sprichwort zu: „Das einzige Heilmittel für niedrige Preise sind niedrige Preise.“

Die Aussichten sind wichtig, da es kaum Anzeichen dafür gibt, dass die Ölnachfrage bald ihren Höhepunkt erreichen wird, was bedeutet, dass in den kommenden Jahren eine erhöhte Produktion erforderlich sein wird. Ohne Investitionen im Upstream-Bereich würde dem Markt jedes Jahr eine Menge entzogen, die der Gesamtproduktion Brasiliens und Norwegens entspricht. Der IEA-Bericht analysierte mehr als 15.000 Felder und wie schnell ihre Produktion zurückgeht.

Ohne Investitionen würde das weltweite Angebot jedes Jahr um die Gesamtproduktion Norwegens und Brasiliens – mehr als 5 Millionen Barrel pro Tag – sinken. Diese Menge ist um 40 % höher als 2010, was zum Teil auf die stärkere Abhängigkeit von der Schieferölförderung zurückzuführen ist, insbesondere aus den USA, die in der Regel schneller erschöpft ist als konventionelle Reserven.

Bemerkenswert ist hier, dass Öl zwar historisch gesehen eine sehr investitionsintensive Branche war und solche investitionsarmen Sektoren wie die Technologiebranche ausgeglichen hat, sich dieses Verhältnis in den letzten Jahren jedoch umgekehrt hat, sodass Technologieunternehmen mittlerweile sogar noch investitionsintensiver sind als Ölförderer. **Das wirft die Frage auf: Woher soll all dieses Geld kommen, wenn die Welt plötzlich in einem Investitionsfinanzierungsbedarf versinkt?**

**Marcos Hernández Aguado
Alex Rauchenstein
Urs Marti
José Carlos Jarillo
SIA-Team
November 2025**



**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 Luxembourg. LTIF Classic und Natural Resources (vorher Global Energy Value) wurden gemäss Art. 19 al. 1 des Kollektivvertragsgesetzes 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 Kapitalanlagen Gesetzes; 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