

Wir wünschen allen unseren Lesern und Investoren ein frohes, erfolgreiches und vor allem gesundes neues Jahr!

Jahresrückblick

Das vergangene Jahr war generell ein erfolgreiches Jahr für Rohstoffanleger und vor allem Investoren im *Earth Sustainable Resources Fund*, der durch eine solide relative und absolute Performance (Anteilklasse EUR I +15,75 %) überzeugen konnte. Insbesondere freuen wir uns über den 2. Platz im renommierten *Sustainable Performance Award* (unter 3.000 Fonds), mit dem unser in-house entwickelter Nachhaltigkeitsansatz für Rohstoffaktien anerkannt wurde.

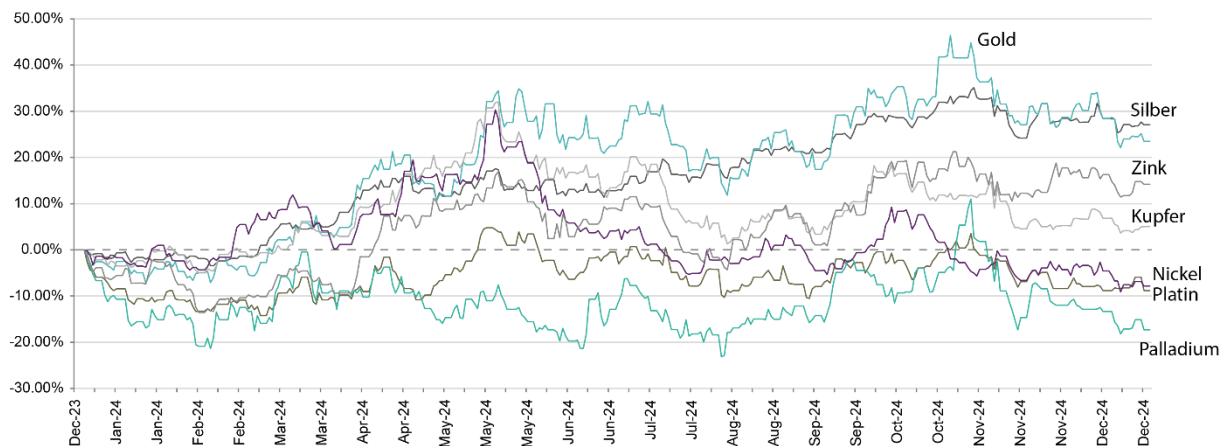
Zunehmende geopolitische Spannungen (Ukraine, Syrien) und ein sich abzeichnender Handelskonflikt zwischen den USA und China unterstützten vor allem die Preissteigerungen bei den Edelmetallen. Die im August eingeleitete US-Zinsumkehr war für Gold ein weiterer stützender Faktor. Die Voraussetzungen für steigende Rohstoffpreise waren jedoch nicht nur positiv. Das weiterhin hohe Realzinsniveau und die «*America First*»-Rhetorik nach Trumps Wahlsieg gaben dem US-Dollar einen Aufwärtsschub, welcher im vierten Quartal Rohstoffpreise unter Druck setzte.

China spielt in den Rohstoffmärkten weiterhin eine dominante Rolle. Das Land ist nicht nur der mit Abstand größte Abnehmer der globalen Produktion von Kupfer, Zink, Eisenerz, Lithium und vielen weiteren Rohmaterialien, sondern spielt auch bei der steigenden Nachfrage nach Edelmetallen eine zunehmende Rolle: China ist der größte Goldproduzent weltweit und verarbeitet heute aufgrund der weltweit dominierenden Produktion von Photovoltaiktechnik auch den Großteil des weltweiten Industriesilbers. Der schwächere Inlandkonsum und die tiefe Krise im chinesischen Immobilienmarkt hat sich 2024 negativ auf die Nachfrage einer breiten Palette von Industriemetallen ausgewirkt. Dennoch konnten wir während des Jahres Preissteigerungen bei diversen Industriemetallen beobachten. Den Grund dafür sehen wir in einer weiterhin angespannten Angebotsseite und neuen Industriezweigen wie die Elektromobilität, welche traditionelle Sektoren wie den Immobilienmarkt in Bezug auf den Rohstoffverbrauch mehr und mehr ablösen.

Rohstoffpreise

Im vierten Quartal und vor allem im Nachgang der US-Wahlen verzeichneten viele Industriemetalle sinkende Preise. Der Kupferpreis sank um 11,5 %, der Zinkpreis korrigierte um 2,3 %. Gold korrigierte um 1,1 % und Silber um 7 %. Palladium gab 9 % nach und der Platinpreis 7,6 %. Rückblickend zeigte sich über das Jahr hinweg (Abbildung 1) aber ein positives Bild. Die wichtigen Metalle, auf die sich der *Earth Sustainable Resource Fund* fokussiert, zeigten Preissteigerungen: Kupfer (+2,7 %) und Zink (+8,2 %). Dagegen fielen Nickel (-7,4 %) und Lithium (-21,7 %), beides Metalle, in die der Fonds nicht investiert ist. Wer an dieser Stelle frühere Quartalsberichte konsultiert, wird feststellen, dass wir schon seit einiger Zeit vor einer starken Abwärtskorrektur im Lithiumsektor gewarnt haben. Bei den Edelmetallen entwickelte sich der Goldpreis (+26,3 %) sowie der Silberpreis (+ 21,8 %) sehr positiv. Von diesen Preissteigerungen profitierten auch die unterliegenden Produzenten, in die der Fonds investiert ist. Bei den Platingruppenmetallen war das Umfeld weniger erfreulich. Durch die fortschreitende Elektromobilität in China werden weniger Katalysatoren verbaut und trotz sinkender Minenproduktion büssten Metalle wie Platin (-10,3 %) und Palladium (-18,2 %) zum Teil stark an Wert ein. Der *Earth Sustainable Resources Fund* (Anteilklasse EUR I) verlor während des Quartals - 11,17 %, stieg aber im Jahresverlauf um +15,75 %.

Abbildung 1: Rohstoffpreisentwicklung für ausgesuchte Metalle und erneuerbare Energien im Jahr 2024



Quelle: ERI, CapIQ

Industriemetalle

China wird auf absehbare Zeit der maßgebliche Treiber für die Nachfrage nach Industriemetallen bleiben. Es mag deshalb verwunderlich erscheinen, dass wir trotz der gravierenden Immobilienkrise in China und des schwachen Inlandkonsums eine Preissteigerung bei Kupfer beobachten konnten. Der chinesische Immobiliensektor macht traditionell etwa 30 % des Kupferverbrauchs in China aus, was in Anbetracht der Tatsache, dass China mehr als 50 % des globalen Kupfers absorbiert, von großer Bedeutung ist. Ein entscheidender Aspekt auf der Nachfrageseite ist der erhebliche Anstieg der Automobilproduktion in China in den letzten Jahren. Seit 2020 hat sich die Produktion von Elektrofahrzeugen (EVs) von 2 Millionen auf 8 Millionen Fahrzeuge vervierfacht. Insbesondere die Elektromobilität ist kupferintensiv, und in Folge dieser stark gestiegenen Produktion sind auch die Investitionen in das chinesische Elektrizitätsnetz erheblich angestiegen, um den rasant wachsenden Stromverbrauch auszugleichen. Der staatliche chinesische Netzbetreiber ist deshalb mittlerweile der weltweit größte Kupferverbraucher. Wir sind überzeugt, dass dieser Trend auch in den kommenden Jahren anhalten wird. Sollte sich die Nachfrage aus dem Immobiliensektor und dem Konsumgüterbereich in China erholen, könnte die Kupfernachfrage aus diesem wichtigen Marktsegment erneut ansteigen, was zu weiteren Preissteigerungen führen würde. Diese Entwicklungen sind von erheblichem Interesse für alle, die sich mit den Märkten für Industriemetalle auseinandersetzen, da sie weitreichende Auswirkungen auf die globalen Rohstoffpreise haben können.

In unseren vorangegangenen Quartalsberichten haben wir die Stagnation der Preise für Industriemetalle inmitten einer angespannten Angebotsituation beobachtet. Die Bergbauindustrie investiert derzeit zu wenig in neues Wachstum, und es ist unwahrscheinlich, dass die heutigen Investitionen die zukünftige Nachfrage decken werden. Ein großes Problem ist die Abhängigkeit von großen, alternden Minen. So produzierte beispielsweise *Codelco*, der weltgrößte Kupferproduzent aus Chile, 1,3 Millionen Tonnen Kupfer im Jahr 2024, d.h. 6,3 % weniger als im Vorjahr und deutlich unterhalb den 1,75 Millionen Tonnen, noch produziert vor einem Jahrzehnt. Einige wenige große Kupferproduzenten konnten ihre Produktion erhöhen. *Freeport McMoRan* meldete eine Produktionssteigerung aus der Grasberg-Mine in Indonesien, während *Anglo-American* die Produktion in der Quellaveco-Mine in Peru erhöhte. Auch *Rio Tinto* verzeichnete eine steigende Produktion aus der Oyu Tolgoi-Mine in der Mongolei. Letzteres Projekt verdeutlicht die

Herausforderungen, mit denen große Kupferproduzenten konfrontiert sind: Die Untertagemine sollte ursprünglich im Jahr 2015 in Betrieb genommen werden, der Produktionsbeginn wurde aber um acht Jahre auf 2023 verschoben. Ein ähnlicher Trend zeigt sich bei den Kapitalkosten. Erste Schätzungen aus dem Jahr 2013 wurden schnell übertroffen; die Neubewertung von *Rio Tinto* im Jahr 2015 prognostizierte Kosten von etwa 5 Milliarden US-Dollar, die später auf 7 Milliarden US-Dollar stiegen. Die Gesamtkosten nach der Inbetriebnahme sind schwer zu ermitteln, liegen aber sicherlich deutlich höher. Diese zeitlichen und finanziellen Fehleinschätzungen sind auf die enorme Komplexität solcher Projekte zurückzuführen. Es handelt sich um umfangreiche Untertageprojekte, die sowohl große Kapitalmengen als auch spezialisiertes Know-how für ihre Realisierung erfordern – Projekte, die nur von einer Handvoll Unternehmen erfolgreich bewältigt werden können. Hinzu kommt das geopolitische Risiko. Im Fall von Oyu Tolgoi dauerte der Rechtsstreit um die Erneuerung der Bergbaulizenz zwischen Rio Tinto und der Mongolei mehrere Jahre. In Anbetracht dieser Faktoren erscheinen die Herausforderungen für die Kupferproduzenten weiter zuzunehmen.

Abbildung 2: Die Oyu Tolgoi Kupfermine in der Mongolei

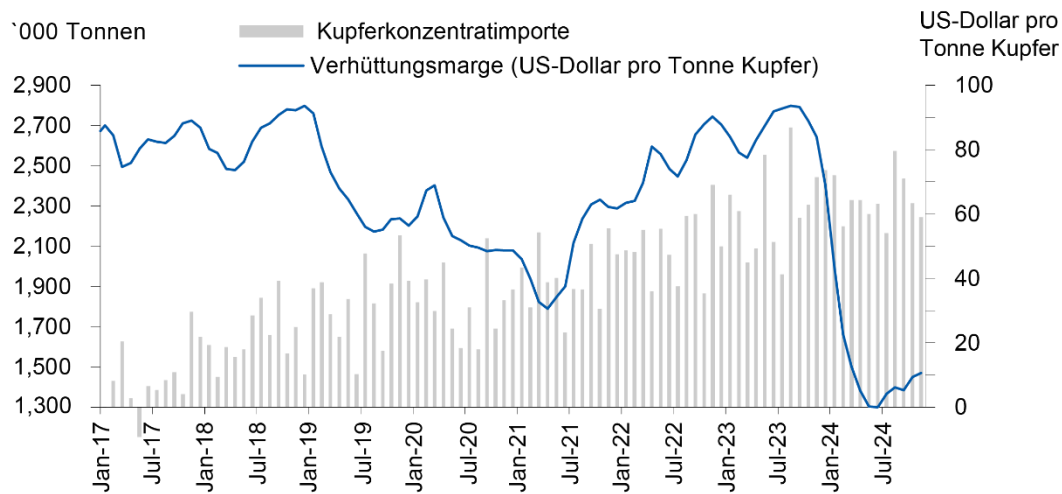


Quelle: ERI

Die Komplexität des Kupfermarkts wird durch die Entwicklung der Verhüttungsmargen, auch bekannt als «TC/RCs¹», untermauert, die im Laufe des Jahres auf ein rekordtiefes Niveau gefallen sind (siehe Abbildung 3). Dieser Absturz deutet auf einen signifikanten Rückgang des verfügbaren Kupferkonzentrats aus den Minen hin. Ein ähnliches Szenario findet im Zinkmarkt statt. Hier sind die Verhüttungsmargen ebenfalls drastisch gesunken, bedingt durch das fallende Angebot an Zink aus den Minen. Investitionen in neue Zinkminen sind nahezu zum Stillstand gekommen, was besorgniserregend ist, da Zink für die Herstellung von korrosionsbeständigem Stahl, der für die globale Infrastruktur unerlässlich ist, von absoluter Bedeutung ist.

¹ TC/RCs = Treatment and Refinery Charges

Abbildung 3: Chinesische Importe von Kupferkonzentraten pro Monat und die Verhüttungsmargen von chinesischen Kupferschmelzen.



Quelle: China Customs, Macquarie Strategy

Edelmetalle

Die Edelmetalle sowie die in Edelmetallaktien investierten Mittel haben im vergangenen Jahr eine bemerkenswerte Performance erzielt. Die fortwährenden Käufe durch Zentralbanken, die steigenden Verschuldungsquoten vieler Staaten, die De-Dollarisierung des globalen Handels und die Vielzahl an Konfliktherden weltweit scheinen eine stabile Grundlage für den Goldpreis geschaffen zu haben. Der Hebel der Gold- und Silberproduzenten gegenüber dem Goldpreis hat die Aktienperformance maßgeblich unterstützt, wobei die im Fonds gehaltenen Aktien teils beeindruckende Jahreszuwächse verzeichnen konnten. Goldproduzenten wie *Agnico Eagle* (+50,0 %), *Alamos Gold* (+55,6 %), *Oceana Gold* (+61,8 %) und *Dundee Precious Metals* (+59,2 %) haben den Goldpreis signifikant übertroffen. Auch Silberproduzenten wie *Coeur Mining* (+90,2 % (!)) konnten überzeugende Gewinne erzielen.

Die treibende Kraft hinter der positiven Entwicklung der Aktienkurse der Goldproduzenten sind in unseren Augen die signifikant gestiegenen operativen Margen, die diese Unternehmen bei den aktuellen Goldpreisen erzielen. Diese Margen sind in den letzten Quartalen stark angestiegen und liegen bei vielen Firmen über 60 %. Die Performance der mittelgroßen Produzenten, die über ein gesundes, organisches Wachstum verfügen, steht im starken Kontrast zu den großen Goldbergbaufirmen, die teils negative Entwicklungen aufwiesen (*Barrick* -3,9 %; *Newmont* -7,3 %). Wir betonen immer wieder unsere zentrale Botschaft: Die großen Bergbaukonzerne sind kaum in der Lage, organisch zu wachsen, während die kleineren und mittelgroßen Produzenten, die über eine vielversprechende Projektpipeline verfügen, erheblich besser von steigenden Rohstoffpreisen profitieren können. Darüber hinaus stellen sie attraktive Übernahmekandidaten dar. Historisch betrachtet bleiben Goldaktien im Vergleich zum Goldpreis attraktiv bewertet, was in Abbildung 4 verdeutlicht wird.

Grafik 4: Performance des NYSE Arca Gold Bugs Index (Goldminenaktien) relativ zum Goldpreis

Quelle:



Quelle: CapIQ

Erneuerbare Energien

Der Sektor der erneuerbaren Energien stand vor einem herausfordernden vierten Quartal 2024. Der *S&P Global Clean Energy Index* fiel um 21,9 % und hatte damit eines der schlechtesten Quartale der letzten Jahre. Das Jahr endete mit einem Rückgang des Index um 26,9 %. Der Sektor ist von Gesetzesänderungen und wirtschaftlichen Unsicherheiten geprägt, was zu einem besonders vorsichtigen Investitionsklima führt. Ein wichtiger Diskussionspunkt ist die mögliche Überarbeitung des *Inflation Reduction Act* (IRA) unter der wiedergewählten Trump-Regierung, um das erhebliche Haushaltsdefizit von US-Dollar 4,5 Billionen anzugehen. Es gibt Spekulationen, dass der IRA, der über mehrere Jahre hinweg 800 Milliarden US-Dollar kostet, Kürzungen bei kritischen Komponenten wie der Steuergutschrift für Elektrofahrzeuge, Energieeffizienzvorschriften für Regierungsgebäude und Subventionen für Offshore-Windprojekte vornehmen könnte. Angesichts dieser Herausforderungen scheint die unmittelbare Zukunft des Sektors der erneuerbaren Energien mit erheblichen Risiken behaftet zu sein. Aus diesem Grund werden wir von Investitionen im Bereich der erneuerbaren Energien absehen, bis sich deutliche Anzeichen für Stabilität und Wachstum abzeichnen.

Nachhaltigkeit

Die November 2024 veröffentlichte Studie des *British Geological Survey* in Großbritannien unterstreicht, dass ein Mineral als kritisch eingestuft wird, wenn es von erheblicher wirtschaftlicher Bedeutung ist und dem Risiko einer Versorgungsunterbrechung ausgesetzt ist. Mit dem Kohleausstieg in Großbritannien im Oktober, gepaart mit geopolitischen Versorgungsproblemen, technologischen Fortschritten und Dekarbonisierungsanforderungen, wurde die UK-Liste für 2024 auf 34 Mineralien erweitert, gegenüber 26 vor drei Jahren. Diese Entwicklung steht im Einklang mit ähnlichen Trends, die in der EU und der USA beobachtet werden und durch das jüngste Verbot des Exports einiger kritischer Mineralien in die USA durch Peking noch verschärft wurden. Im Dezember veröffentlichte die NATO ebenfalls eine Liste mit 12 kritischen Rohstoffen, die als essenziell für die Verteidigungsindustrie der Alliierten gelten. Die Liste enthält unter anderem Platin und Lithium. Diese Initiative ist Teil eines Fahrplans, der

im Juni 2024 von den NATO-Verteidigungsministern genehmigt wurde und darauf abzielt, die Lieferketten des Bündnisses vor Unterbrechungen zu schützen, die die Einsatzbereitschaft der NATO beeinträchtigen könnten.

Obwohl der Fokus der Investoren auf den US-Wahlen lag, haben 2024 70 Länder eine neue Führung gewählt. Das Bild unten zeigt die Minen in diesen Ländern, z. B. auch Panama. Die Wirtschaftsorganisation CoNEP hat berechnet, dass Panamas Wirtschaft durch die Schließung der *Cobre Panama Mine* durch den scheidenden Präsidenten einen Rückgang des BIP um 5 % erlitten hat. Das *Mining Journal* stellt fest, dass 38.000 Menschen ihre Arbeit verloren haben und der illegale Bergbau zu florieren begann. Im Jahr 2017 war El Salvador das erste Land weltweit, das den Abbau von Metallen verbot, was auch industrielle, kleine und handwerkliche Betriebe umfasst. Im Dezember wurde dieses Verbot aufgehoben. Präsident Nayib Bukele betonte, dass die Wiederaufnahme des Bergbaus unter bestimmten Bedingungen – wie der Gewährung der ausschließlichen Kontrolle über den Bergbau durch die Regierung, dem Verbot der Verwendung von Quecksilber und der Ausweisung bestimmter Gebiete als unvereinbar mit dem Bergbau – dem Land wirtschaftlich zugutekäme. Eine Trump-Regierung wird im Allgemeinen als bergbaufreundlich angesehen, da sie sich auf die Abkopplung von China und die Unterstützung innenpolitischer Interessen konzentriert. Wie jedoch im Juli-Newsletter erwähnt, ergab eine Studie von S&P, dass es vom ersten Bohrloch bis zur Produktion etwa 29 Jahre dauert, um eine Mine zu bauen. Vor diesem Hintergrund haben die Vereinigten Staaten gegen Ende Jahr eine Absichtserklärung unterzeichnet, um die Zusammenarbeit bei kritischen Mineralien mit Peru und Argentinien zu stärken. Darüber hinaus ist Präsident Biden nach Angola gereist, um den Lobito-Korridor zu unterstützen, der darauf abzielt, eine Eisenbahnlinie zu modernisieren und die *Demokratische Republik Kongo*, *Sambia* und *Angola* mit den globalen Handelsmärkten zu verbinden. Diese Initiative soll die Abhängigkeit des Westens von China bei kritischen Metallen aus infrastruktureller Sicht verringern.

Portfolio und Ausblick

Im Dezember wurden einige Anpassungen am Portfolio vorgenommen. Mit *Alamos Gold* und *Greatland Gold* gab es Neuzugänge. *Alamos Gold* ist ein ausgewiesener Leader im kanadischen Goldbergbau. *Greatland* nutzt mit der jüngsten Übernahme der Telfer Mine von Newmont eine bestehende Infrastruktur, um das grosse *Haverion Gold-Kupfer-Projekt* in Australien weiter voranzutreiben. Während des Quartals wurde die Position von *Marimaca Copper* weiter aufgestockt. Auch wurde die Position in *Boliden* wieder erhöht nach der guten Akquirierung von zwei grossen Zink-Kupferminen in Schweden und Portugal von *Lundin Mining*. Wir kennen beide Operationen sehr gut.

Rohstoffaktien bleiben aus unserer Sicht weiterhin unterbewertet. Die Energiewende und der massive Ausbau alternativer Energiequellen und der dazu benötigten Infrastruktur (Stromnetze, Ladestationen für EVs) wird die Nachfrage nach Rohstoffen ansteigen lassen, bei einem sich gleichzeitig weiter verschärfenden Angebotsdefizit. Folglich sehen wir dem Jahr 2025 positiv entgegen. Der Fonds fokussiert sich auf Aktien von aus Sicht des Portfoliomanagements gut positionierten Kupfer- und Industriemetallproduzenten und mittelgroße, diversifizierte und integrierte Minenfirmen mit gutem Wachstumspotenzial und gesunder Kostenstruktur. Ausgewählte wachstumsstarke Goldproduzenten komplementieren das Portfolio, wenn sie den hohen Investitions- und Nachhaltigkeitsanforderungen des Portfoliomanagements entsprechen. In volatile Nischenmetalle und -rohstoffe wie Lithium und Grafit soll aktuell nicht investiert werden. Der Fonds soll weiterhin voll investiert bleiben.