

Newsletter

Juni 2020

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Die Covid-19-Pandemie: Wo stehen wir?* 3
- *Die Weltwirtschaft geht wieder zur Tagesordnung über* 7
- *Überblick über den Classic-Fonds* 10
- *Zeit für wertorientierte Anlagen* 14
- *ESG-Aspekte im Blickfeld* 15
- *Anhang* 16

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

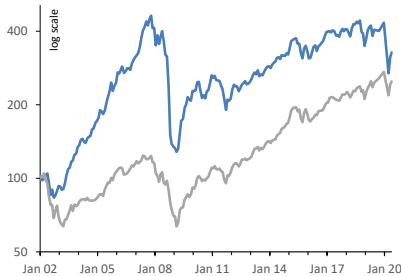


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

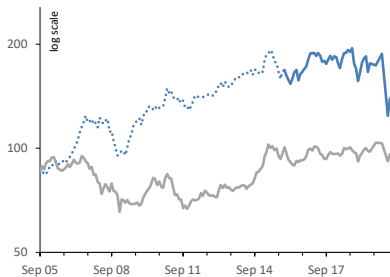


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

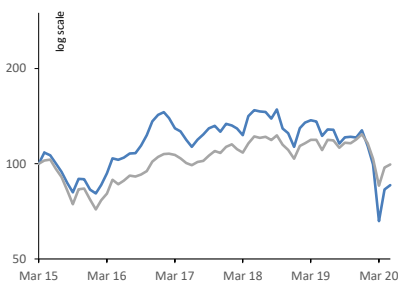
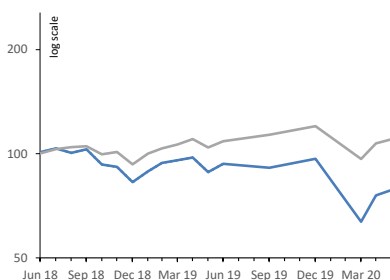


Abbildung 4: LTIF SRI EUR vs. MSCI Daily T R Net World Index EUR



„So lange ich lebe werden wir Jahr für Jahr Unternehmen kaufen. Angesichts dieses Ziels profitieren wir, wenn die Preise von Unternehmen sinken und leiden, wenn die Preise steigen.“

Warren Buffett

Überblick über unsere Fonds

Der LTIF Classic sank seit Jahresbeginn um 19 % auf einen NIW von 348 EUR (16. Juni)

Von den Tiefständen Mitte März (240-250 EUR je Anteil) hat sich der Classic-Fonds wieder gut 40-45 % erholt. Innerhalb von zwölf Wochen stieg er auf einen Stand von 340-360 EUR.

Seit Beginn der Krise (wir nennen sie GCK, die globale Covid-19-Krise) war der Aktienmarkt unglaublich volatil: Im März brach er ein und im zweiten Quartal kam es zu einer ebenso überraschenden Erholung. Was bedeutet das für die immer noch vorhandenen Anhänger der Markteffizienzhypothese? Es sei daran erinnert, dass der NIW des Classic-Fonds im Februar mit etwa 440 EUR je Anteil einen Höchststand erreichte. Es gibt also immer noch einiges aufzuholen.

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

May 31, 2020	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	328.34	-11.3%	-14.2%	6.7%	78
LTIF SRI (EUR)	78.60	-530.0%	-11.2%	-11.7%	4
LTIF Natural Resources [EUR]	70.86	-14.0%	-30.1%	-2.2%	16
LTIF Stability A Cap [EUR]	142.76	-22.9%	-14.1%	-3.6%	5

Quelle: SIA Group

Relativ gesehen liegt der Classic-Fonds etwas hinter den allgemeinen Indizes zurück (der Standard & Poor's 500 sank seit Jahresbeginn um 3 %, der europäische SXXP 600 Index um 13 %). Er stimmt aber immer noch mehr oder weniger überein mit wertorientierten Indizes. Der Russell 1000 sank seit Jahresbeginn um 15 % und der MSCI World Value Index um 17 %. Kurzfristig entwickeln sich zyklische Aktien, kleine Unternehmen und wertorientierte Titel in einer Rezession in der Regel schlechter als Werte mit hoher Kapitalisierung, defensive Titel und selbst Wachstumsaktien. In der Phase, in der sich die Wirtschaft wieder erholt, schliesst sich diese Lücke aber wieder.

Die besten Sektoren des Classic-Fonds waren bis Mitte Juni Technologie (+19 % seit Jahresbeginn) und Konsum (-4 % seit Jahresbeginn). Am schlechtesten entwickelten sich hingegen Energie (-50 %) und Rohstoffe/Bergbau (-20 %, ausser Northern Dynasty, das sich im Zuge des guten Fortschreitens des Genehmigungsverfahrens verdoppelte). Die restlichen Sektoren, also Industrie, Lachs, Gesundheit, Finanzen und Nicht-Basiskonsumgüter sanken um durchschnittlich 10 bis 20 %.

Mit Blick auf unsere Unternehmen legten zehn Aktien im bisherigen Jahresverlauf zu: VISA, Apple, Reckitt Beckinser, ASML, Viscofan, Devro, Pandora, Air Liquide, Nestle und Northern Dynasty. Folgende Aktien sanken um mehr als 10 %: Metso, Prysmian, Henkel, Leroy Seafood, Antofagasta und Unilever.

Besonders negativ entwickelten sich folgende Aktien, die um mehr als 25 % sanken: Grieg Seafood, ING, Sodexo, ISS, First Quantum, Hudbay Minerals, Wienerberger, Heidelberg Cement und alle Erdölunternehmen (Premier Oil, Suncor, Cenovus und California Resources).

Wie wir bereits in unserem letzten Newsletter erwähnten, **hat nach Durchführung verschiedener Stresstests bei unseren Unternehmen nur California Resources ein ernsthaftes Finanzproblem** (< 1 % des Fonds), wenn die Ölpreise weiter niedrig bleiben. Aber die restlichen Unternehmen, in die wir investiert haben, werden die Krise überwinden. Sie werden schnell und spätestens innerhalb von zwölf bis 18 Monaten zur Normalität zurückkehren.

Die Covid-19-Pandemie: Wo stehen wir?

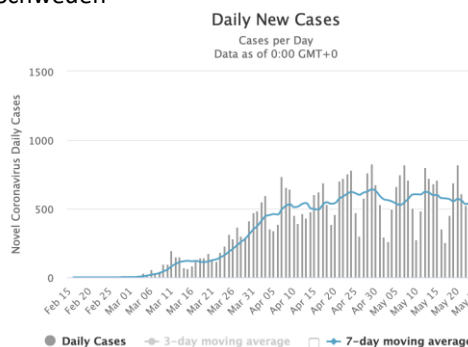
Die Ereignisse der vergangenen drei Monate haben gezeigt, wie schwerwiegend eine Pandemie für Anleger sein kann. Nicht nur die Aktienkurse können sinken, sondern die Pandemie wirkt sich auch auf die Realwirtschaft aus (langfristig preisen Aktien die zugrunde liegende Realität ein).

Die Höhe des Schadens hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab: Die Dauer der Pandemie und was die Regierungen tun, um die negativen Folgen der gesellschaftlichen Zwangsmassnahmen abzuschwächen. Wir möchten uns nun den Stand der Dinge im Hinblick auf diese beiden Faktoren ansehen.

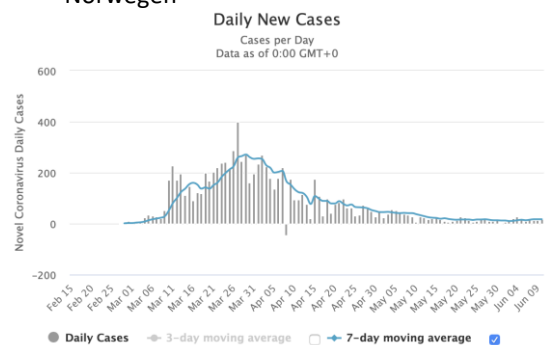
1. Das Schlimmste der Pandemie haben wir offensichtlich überstanden

In den vergangenen Monaten haben wir einiges gelernt. **Am allerwichtigsten** ist vielleicht, **dass die Einschränkung sozialer Kontakte die Wahrscheinlichkeit einer Infektion verringert**. Die nachstehenden Grafiken verdeutlichen die Entwicklung der Krankheit in vier äusserst gut vergleichbaren Ländern. Es wird ersichtlich, dass das Land, das geringe Massnahmen zur Einschränkung sozialer Kontakte (Schweden) einführte, völlig andere Ergebnisse erzielte als die anderen Länder.

Schweden

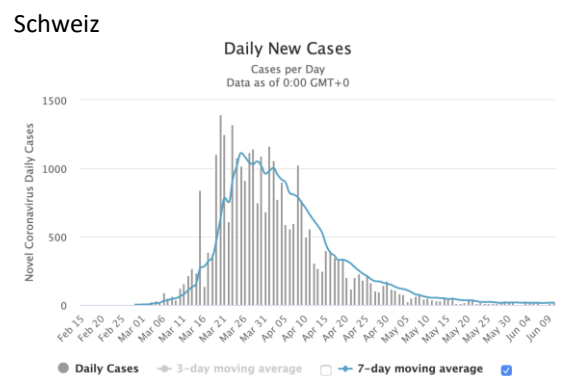
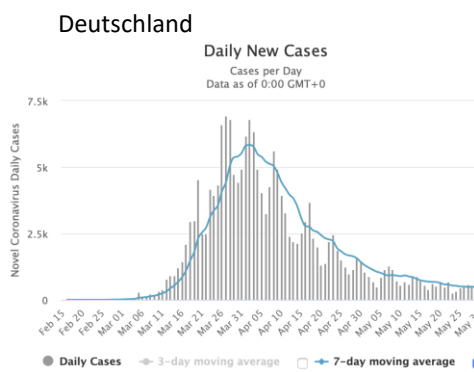


Norwegen

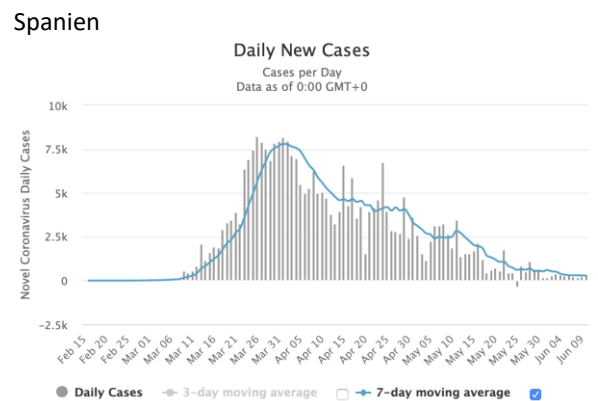
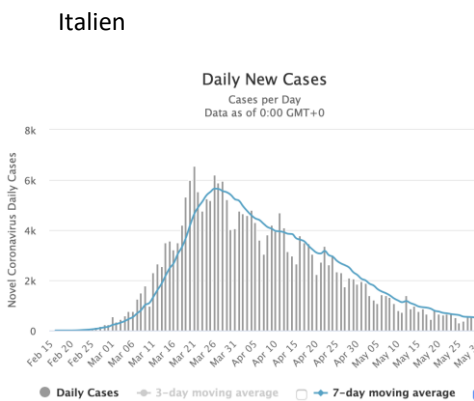


Tote pro 1 Mio. Einwohner: Schweden 475; Norwegen: 44; Finnland: 58; und Dänemark: 102

Wir haben auch gelernt, dass eine **Aufhebung der Massnahmen zur Einschränkung sozialer Kontakte nach einem starken Rückgang des Virus nicht unbedingt zu einer „zweiten Welle“ führt**, sofern diese Aufhebung gut umgesetzt wird:

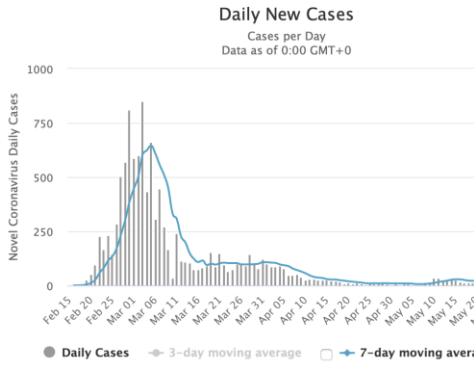


In folgenden Ländern war das Virus besonders aktiv:

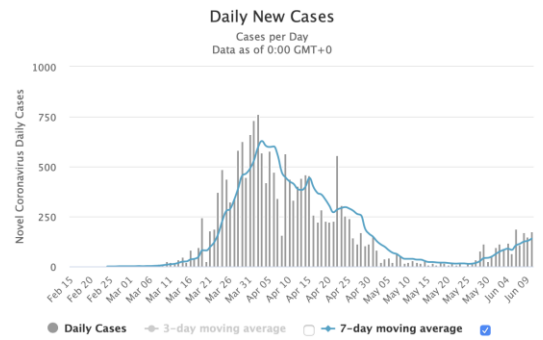


Sollte es hier erneut in gewissem Masse zu einem „Ausbruch“ kommen, könnte dieser jedoch ohne große Störungen kontrolliert werden.

Südkorea



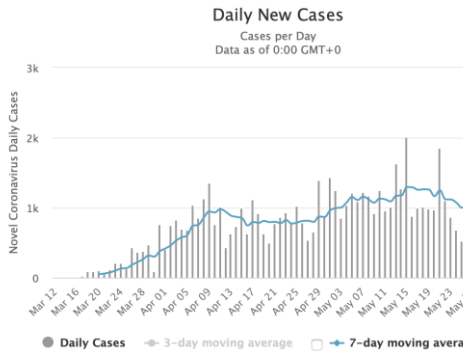
Israel



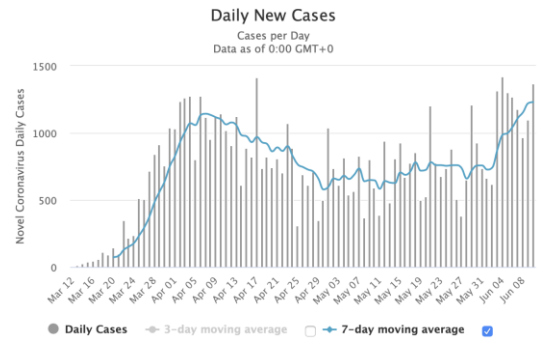
In den obenstehenden Ländern werden neue Vorfälle schnell erkannt und es werden schnell entsprechende Massnahmen ergriffen. Die absoluten Zahlen sind gering und überschaubar.

Wenn jedoch **nicht die geeigneten Massnahmen ergriffen werden, dauert es viel länger, bis sich das Virus abschwächt**. Es ist unklar, welche Antwort die Länder finden, die den Dingen mehr oder weniger ihren Lauf lassen:

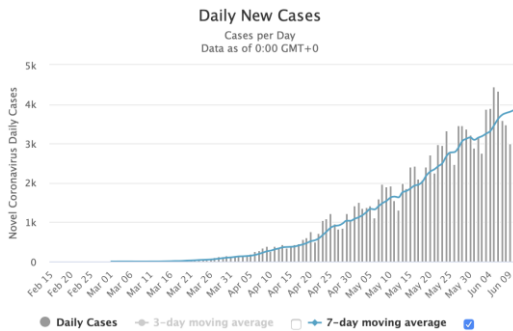
Texas



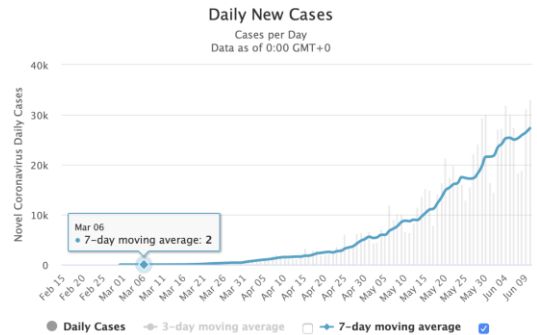
Florida



Brasilien



Mexiko



Als Fazit kann man feststellen: Wenn man richtig mit der Situation umgehen würde, hätte das Problem inzwischen grösstenteils gelöst werden können. Aber viele Länder tun dies nicht. Deshalb ist eine vollständige Rückkehr zur Normalität recht fragwürdig, da internationale Reisen ein wesentlicher Teil der Wirtschaftsaktivität sind.

Das Schlimmste haben wir offensichtlich überstanden. Aber vollständig gelöst wird das Problem erst, wenn ein Heilmittel oder Impfstoff entwickelt wird.

2. Die biomedizinische Forschung steht vor einer ungeheuren Aufgabe: Covid-19

Wir glauben, man kann dank der aussergewöhnlichen Anstrengungen der Regierungen, öffentlichen und privaten Institutionen und Pharmaunternehmen **davon ausgehen, dass in absehbarer Zukunft ein Medikament (oder mehrere) die Folgen des Virus nicht nur abschwächen sondern sogar dafür sorgen wird, dass es verschwindet..** Es gibt verschiedene Wege. Der wichtigste ist die Entwicklung spezieller monoklonaler Antikörper, die wahrscheinlich zu einer recht wirksamen Behandlung führen.

Natürlich werden auch Impfstoffe entwickelt. Zurzeit laufen über 120 ernst zu nehmende Projekte, die unterschiedliche Ansätze verfolgen. Einige (vielleicht die meisten) funktionieren nicht, aber einige werden wohl in den kommenden Monaten funktionieren. Es wird einige Zeit dauern, bis sich die Wirksamkeit bewährt und es müssen Milliarden von Dosen des Impfstoffs produziert werden. Aber es wird passieren.

Medikamente zur Behandlung werden wahrscheinlich früher verfügbar sein als Impfstoffe. Hierfür gibt es einen einfachen Grund: Man kann ihre Wirksamkeit besser testen. Lösungen dürften jedoch innerhalb von etwas sechs Monaten erhältlich sein.

Aber wenn die Wirtschaft mehrere Monate brach liegt und dann für ein weiteres Jahr „gelähmt“ ist, ist das immer noch ein entsetzliches Umfeld, das vielen Unternehmen dauerhaft schaden kann. Eine Abwärtsspirale durch fehlende Produktion/Nachfrage, die zu einem noch größeren Mangel an Produktion oder Nachfrage führt, kann man sich allzu leicht vorstellen. **Hinsichtlich der Dauer dieser Wirtschaftsphase ist daher die zweite Variable von besonderer Bedeutung: die Reaktion der weltweiten Regierungen.**

3. Die beispiellose Reaktion der Regierungen

Im Nachhinein kann man den weltweiten Erfahrungen mit der Krise des Jahres 2008 ironischerweise etwas Positives abgewinnen. Gesellschaften lernen, auch wenn dies manchmal schwer zu glauben ist. Die Reaktion der USA auf die Krise des Jahres 2008 war kaum ausreichend und Europa scheiterte kläglich, mit sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Folgen. Die meisten Politiker haben dies inzwischen gut verstanden. Deshalb haben Sie dieses Mal besser reagiert.

Bei einem großen Nachfrageschock besteht das Risiko, dass dies eine Abwärtsspirale auslöst. Wenn viele Menschen ihren Arbeitsplatz verlieren, egal warum, schränken sie ihren Konsum ein. Aber dieser Konsum ist die Nachfrage der anderen, die wiederum selbst arbeitslos werden, sodass sich die Lage weiter verschlechtert.

Die Regierungen bemühen sich nun hauptsächlich darum, die fehlende Nachfrage auszugleichen, um zu gewährleisten, dass sich die fehlende Wirtschaftsaktivität in ihrem Land nicht zu einer tiefgreifenden Krise ausweitet. Und die Reaktion hat dramatische Ausmasse: Die Staatshilfen in den USA und Europa sind zwar geringer als der Rückgang der „normalen“ Nachfrage. **Dennoch sind sie beispiellos und gleichen mehr als die Hälfte des erwarteten Ausfalls aus.** Deshalb wird sich die derzeitige Rezession nicht zu einer tiefgreifenden Krise ausweiten und dürfte je nach den oben erwähnten medizinischen Fortschritten nicht viel länger dauern als ein Jahr.

Natürlich gibt es auch andere Risiken. Wer konnte schliesslich vor sechs Monaten mit dieser Situation rechnen? Das Vereinigte Königreich ist ein bedeutender Wirtschaftsakteur und der Brexit wird mit zunehmender Wahrscheinlichkeit alles andere als problemlos ablaufen. Die Lage in Hongkong ist angespannt und dies kann dazu führen, dass sich die Beziehungen des Westens zu China verschlechtern, usw. Risiken gibt es aber immer und wir müssen weiterhin investieren und produzieren.

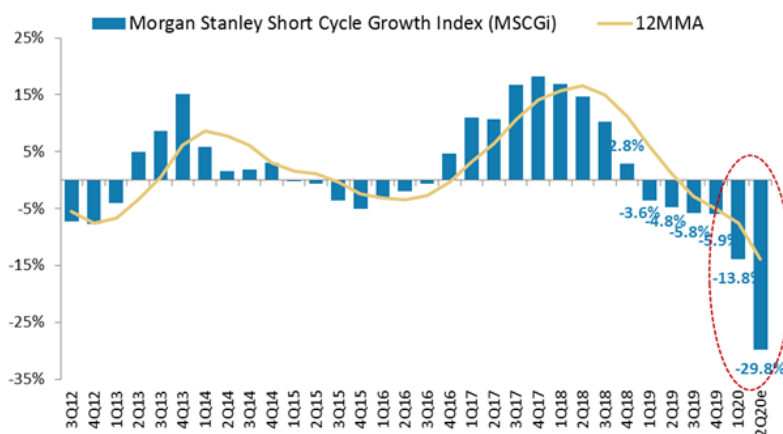
Am Himmel hängt zwar eine Sorgenwolke, man kann zurzeit dennoch viele Unternehmensaktien zu sehr attraktiven Preisen kaufen. Aber genau deshalb sind die Preise attraktiv.

Die Weltwirtschaft geht wieder zur Tagesordnung über

An unserem Grundszenario ändert sich nichts, auch wenn sich die Weltwirtschaft etwas besser entwickelt als vor einigen Monaten. Kurz gesagt: **Wir erwarten, dass die Weltwirtschaft im zweiten Quartal 2020 einbricht, das BIP in vielen Volkswirtschaften zweistellig zurückgeht und die Erholung im dritten Quartal 2020 beginnt, wobei die aktuellen Daten nahelegen, dass sie bereits im Mai/Juni begonnen hat.** Die Aktienmärkte haben dies eingepreist.

Seit Jahren verfolgen wir den Leitindikator der industriellen Konjunkturzyklen. Industrielle Konjunkturzyklen dauern in der Regel sechs bis acht Jahre. Wir gehen davon aus, dass der letzte Zyklus Ende 2019 seinen Tiefpunkt erreichte und sich die Industrie 2020 und 2021 wieder erholt. Industrielle Konjunkturzyklen verliefen bisher normalerweise im Einklang mit der Verbesserung der Fundamentaldaten: Die Verbesserung der Handelsbeziehungen zwischen den USA und China, ein weicher Brexit und eine schrittweise Erholung der chinesischen Wirtschaft. All dies nahm bis Ende 2019 konkrete Formen an.

Statt der von uns erwarteten Erholung kam es jedoch zum Ausbruch von Covid-19 und der globalen Rezession. Die folgenden beiden Quartale waren entsetzlich und der Abwärtszyklus erstreckte sich über zehn Quartale.



Das Positive an der jüngsten Industrieentwicklung ist, dass wir zwei wenig offensichtliche Ereignisse mit grosser Sicherheit voraussagen können: 1) der vierteljährliche **Tiefstand wird im zweiten Quartal 2020 erreicht** und 2) der jährliche Tiefstand wird 2020 erreicht. Aus leicht ersichtlichen Gründen stimmt dies in der Regel mit dem Tiefstand des Aktienmarkts überein. Den Tiefstand des Aktienmarkts haben wir also bereits überwunden und 2021 dürfte besser werden als 2020, es sei denn, es kommt zu unvorhersehbaren Ereignissen.

Es gibt zwar immer noch die erwähnten Risiken: eine zweite Covid-19-Welle in der zweiten Jahreshälfte, ein fehlende Vereinbarung bei den Brexit-Verhandlungen, das problematische Verhältnis zwischen China und Hongkong und die Spannungen zwischen den USA und China. All dies könnte schwerwiegende Folgen haben. Ausserdem ist das Tempo der Erholung immer noch sehr ungewiss. Am Beginn einer Krise ist dies normal.

Wir glauben nicht, dass Covid-19 die Welt verändern wird

Bei zwei GCK-Aspekten weichen wir vom Grundkonsens ab: Unserer Ansicht nach kommt die Erholung schneller als erwartet und Covid-19 wird an den wichtigsten weltweiten strukturellen Trends nichts ändern.

Neben den Entwicklungen in China gibt es vier Faktoren, weshalb wir bei der Geschwindigkeit der Erholung optimistisch sind:

- 1) **Die staatlichen Hilfsmaßnahmen**, die sich auf durchschnittlich 5-15 % des BIP belaufen, sind enorm und ersetzen wie bereits erwähnt den Verlust der Nachfrage von Privathaushalten.
- 2) Die meisten Länder haben Hilfspläne für **Konzerne, grosse Unternehmen oder KMUs** sowie zur Unterstützung der Beschäftigung eingeführt. Ein Grossteil der derzeitigen Arbeitsplatzverluste kann unserer Ansicht nach im zweiten Halbjahr 2020 wieder wettgemacht werden.
- 3) Dank der Regierungen und Zentralbanken **fliessen weiter Kredite**. Dies funktioniert weitaus besser als während der globalen Finanzkrise 2008/09.
- 4) Wir ebenfalls bereits erwähnt, kommen viele Projekte zur Entwicklung von Medikamenten und Impfstoffen gegen Covid-19 gut voran und viele sind schon weit fortgeschritten, Angesichts der eingeführten Massnahmen und des gesellschaftlichen Lernfortschritts glauben wir auch nicht, dass Covid-19 im zweiten Halbjahr wieder aufleben wird (abgesehen von vereinzelt Ausbrüchen).

GCK ist eine aussergewöhnliche, noch nie dagewesene Krise. Regierungen beschliessen, ihre Wirtschaft zwei Monate lang herunterzufahren und dann durch einen Liquiditätsschock und einen kräftigen Schuss Geld- und Fiskalpolitik wieder zu aktivieren.

Die Anpassungsfähigkeit der Menschen an vorhandene Bedingungen sollte unserer Ansicht nach ebenfalls nicht unterschätzt werden. **Daher sind wir fest davon überzeugt, dass sich abgesehen von zwei oder drei Sektoren das Blatt innerhalb der kommenden zwölf bis 18 Monate wenden wird.** Normalerweise wird gerne von den aktuellen wirtschaftlichen Verhältnissen auf die mittel- bis langfristige Lage geschlossen. In Wirklichkeit erholt sich die Weltwirtschaft aber schon jetzt und die Saat für ein Anziehen der Konjunktur wurde gesät.

Ausserdem sind wir völlig anderer Meinung als diejenigen, die denken, dass Covid-19 die Welt dramatisch verändern wird. **Wir glauben immer noch, dass wir hinsichtlich Globalisierung, Tourismus, Bildung, Geschäftsreisen, Gastronomie, usw. mit einigen geringfügigen Änderungen zur Normalität zurückkehren werden.** Zudem werden wir bis Ende des Jahres höchstwahrscheinlich über einen Impfstoff verfügen. Die Kehrseite der Medaille ist, dass einige Länder hohe Defizite und öffentliche Schulden anhäufen. Nach der Erholung werden sie sich um dieses Problem kümmern müssen.

Wenn man sich als Referenz die globale Finanzkrise 2008/09 ansieht und mit dem Tiefpunkt im März 2009 beginnt (als man einen Zusammenbruch der Banken erwartete und Unternehmen mit halsbrecherischer Geschwindigkeit ihren Betrieb einstellten), brauchte der Aktienmarkt sieben Quartale, um sich zu erholen und den Stand von vor der Krise zu erreichen. GCK 2020 ist sicherlich eine schwerwiegendere Krise. Sie ist aber auch viel kürzer, weshalb wir uns wohl sehr viel früher davon erholen werden.

Bei den aktuellen Preisen ist der Classic-Fonds günstig und hat eine erwartete Rendite von 16/17 % und einen aktualisierten Inventarwert von 680 EUR.

Nach jahrelanger Bewertung zahlreicher Unternehmen haben wir gelernt, dass ein erwarteter interner Zinsfuss von 20 % in etwa darauf hinausläuft, dass die Unternehmen ihren Wert in drei bis vier Jahren verdoppeln. Der Classic-Fonds bringt zurzeit eine Rendite von 17 %. Das ist nicht weit entfernt von diesen 20 %. Wenn die Erholung so ablaufen sollte, wie wir uns das vorstellen, dürfte der NIW in zwei Jahren - Ende 2021 - bei etwa 500 EUR liegen und sich mittelfristig auf 680 EUR zubewegen.

Im Newsletter des ersten Quartals haben wir unser Ziel für den NIW wegen GCK und geringerer Vorhersehbarkeit zurückgezogen. Stattdessen haben wir ein 500 EUR Ziel für Dezember 2021 festgelegt, an dem wir weiter festhalten (*dies geschah, bevor die chinesische Regierung ihr angestrebtes BIP-Wachstum für 2020 zurückzog!*). Wenn die Weltwirtschaft 2022 wieder zur Normalität zurückkehrt, wird der Markt dies schon im kommenden Jahr vorwegnehmen und der Classic-Fonds wird zu einer normalen Rendite von 11-13 % zurückkehren.

SIA findet es wichtig, für die von uns gekauften Unternehmen und die von uns verwalteten Fonds Bewertungsziele festzulegen. Erstens, weil wir Erträge und den Eigenwert berechnen müssen, damit wir Aktien zum richtigen Zeitpunkt kaufen (und weil wir Stresstests für Verlustszenarien durchführen müssen). Zweitens, weil man wissen muss, wann ein Fonds günstig ist und wann nicht, um seine Positionierung zu verbessern. Und schließlich weil wir so dazu gezwungen sind, härter zu arbeiten, diszipliniert zu sein und die Unternehmen und das Portfolio zu kennen, damit sich unsere Anlagen insgesamt besser entwickeln.

Dies ist sogar eines der wenigen Dinge, bei dem wir anderer Meinung sind als das Orakel von Omaha, das nie Ziele oder Bewertungen veröffentlicht und normalerweise sagt, dass die Zukunft ungewiss ist. Wir respektieren diese Ansicht. Aber wenn wir ein Basisfallszenario festlegen, mit Annahmen gestützt auf gesunden Menschenverstand und Erfahrung, haben wir eindeutige Ziele für das Abschneiden der einzelnen Unternehmen und des Fonds. Für uns und hoffentlich auch für unsere Anleger ist dies äusserst hilfreich.

Überblick über den Classic-Fonds

Der Classic-Fonds verfügt über ein Rückgrat aus Compoundern bzw. Qualitätstiteln oder Wachstumstiteln mit angemessenem Preis (WAP). Sie umfassen etwa 40 % des Fonds. Dies sind stark diversifizierte Unternehmen wie VISA, ASML, Unilever, Viscofan, Apple, Medtronic, Grifols, usw. Sie verfügen alle über Geschäftsmodelle, bei denen man sich wenig Sorgen machen muss, da es sich um hervorragende Betriebe mit äusserst soliden strategischen Positionen (Wettbewerbsvorteilen) handelt. Bei der Auswahl dieser Unternehmen versuchen wir, einen zusätzlichen Nutzen zu bieten. Dies geschieht durch eine strategische Geschäftsanalyse und indem wir uns darum bemühen, sie zu kaufen, wenn sie sich in einer schwierigen Phase befinden und dadurch etwas billiger werden.

60 % des Fonds ist in eher traditionellen, wertorientierten Aktien angelegt, und zwar in Sektoren und Unternehmen, die unserer Ansicht nach im Vergleich zu ihrem Eigenwert sehr günstig sind (diesen Teil des Fonds erhöhen wir während des Abschwungs beharrlich). Infolge unserer grundlegenden Analyse konzentrieren wir uns auf fünf Sektoren, bei denen wir von einem hohen Wertpotenzial ausgehen: **Erdöl/Energie (9 %), Luftfahrt (7 %), Lachs (7 %), Baustoffe (7 %), Kupfer/Bergbau (10 %) und unternehmensbezogene Dienstleistungen (8 %).** Diese machen 40-45 % des Fonds aus. Die restlichen 15% sind in verschiedenen Sektoren/Geschäftsbereichen angelegt wie etwa ING (Bank), Pandora (günstiger Schmuck) und Prysmian (Elektro-/Telekommunikationskabel).

Wir glauben, dass dem Luftfahrtsektor eine glänzende Zukunft bevorsteht, wenn die Folgen von Covid-19 verdaut sind. **Deshalb haben wir MTU Aeroengines zurückgekauft.** Dieser alte Bekannte war während der Krise stark rückläufig, wird sich in einigen Jahren aber problemlos erholen. In diesem Sektor besitzen wir bereits Thales und Raytheon (ehemals United Technologies), zwei starke Unternehmen, die es 2020 schwer haben werden.

Im breiten Sektor der Nicht-Basiskonsumgüter, der natürlich zyklisch ist, **haben wir die beiden grossen Positionen Sodexo (Gastronomie) und ISS (Reinigung).** Diese beiden Unternehmen fielen während der Krise um einiges. Wir sehen hier jedoch keine Liquiditäts- oder Solvenzprobleme. Beide werden 2021 sowohl in geschäftlicher Hinsicht als auch mit Blick auf den Aktienmarkt wieder zur Normalität zurückkehren. Einen Aspekt in Bezug auf ISS hat der Markt bisher noch nicht eingepreist: Das Unternehmen dürfte von den Hygienemassnahmen profitieren, die nahezu alle Unternehmen und öffentlichen Behörden einführen müssen.

Der LTIF Natural Resources stieg nach Tiefständen um 50 %, ist aber immer noch unglaublich günstig

Nach Tiefständen im März stieg der Natural Resources-Fonds wieder um 50 % und erreichte einen NIW von 75 EUR je Anteil, bzw. -29% seit Jahresbeginn. Der Eigenwert des Fonds liegt bei über 183 EUR je Anteil und beim aktuellen Stand hat er einen internen Zinsfuss von 22 %.

Wir haben die starken Marktkorrekturen seit März genutzt, um unsere Anlagen in Nahrungsmittel (vor allem Lachs) zu verkaufen. Stattdessen investieren wir stärker in die Bereiche Energie und Bergbau, die zum Basispreis gehandelt werden. **Mitte Juni sind 40 % des Fonds im Bereich Energie/Erdöl und weitere 40 % im Bergbau angelegt. Nur 20 % sind im Agrarsektor und in Infrastruktur angelegt.** Normalerweise versuchen wir, eine stärkere Balance mit einem Drittel pro Sektor (Energie, Bergbau und Agrarsektor/Infrastruktur) zu erzielen. Angesichts der aktuellen Bewertungen haben wir jedoch die Gewichtung von Energie und Bergbau erhöht.

1. Erdöl. Covid-19 ist nur eine Pause im Aufwärtszyklus

Bei Erdöl sind wir in einer komfortablen Lage, weil sich der Markt nach den OPEC+-Kürzungen, dem Einbruch bei Schieferöl und den durch niedrige Ölpreise verursachten Schliessungen von Bohrlöchern **schneller als erwartet in einer Situation befindet, in der es eine Unterversorgung gibt**. Nach der Entscheidung der OPEC++, die Förderung weiter zu kürzen, sind die Lagerbestände auf einem Höchststand und die Ölpreise erreichten die betrieblichen Grenzkosten (etwa 40 USD bei Brent).

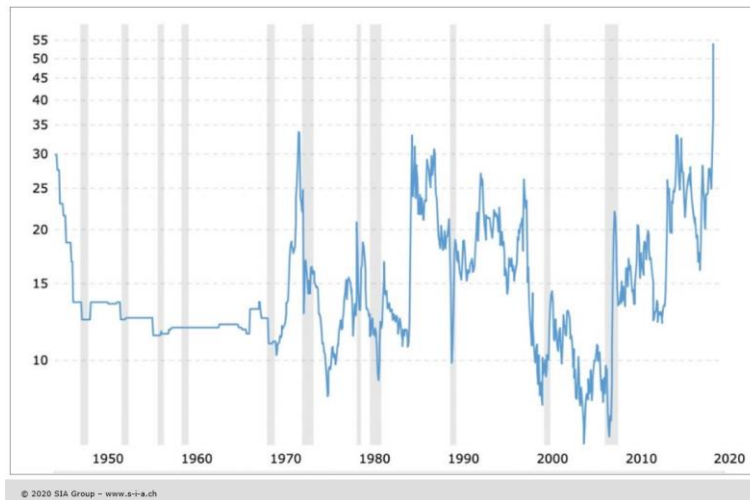
Vor dem Hintergrund der Unterversorgung bei zugleich hohen Lagerbeständen steigen die Ölpreise grundsätzlich langsam (ausgehend von den betrieblichen Grenzkosten, aber unterhalb des Anreizpreises), bis sich die Lagerbestände wieder normalisieren. Unseren Zahlen zufolge dürften sich die Lagerbestände im zweiten Quartal 2021 wieder normalisieren. Aber einige Experten gehen bereits vom vierten Quartal 2020 aus, weil sich die Entwicklung der Nachfrage verbessert. Normalerweise werden die Anreizpreise für Erdöl erreicht (etwa 70 USD bei Brent), wenn sich die Lagerbestände wieder normalisieren, weil dann die Förderung erhöht werden muss, um den Bedarf zu decken. **Unser Modell geht davon aus, dass der Ölpreis pro Brent-Barrel Ende 2020 (dank der OPEC+-Kürzungen) bei etwa 50 USD liegen und sich 2021 in Richtung Anreizpreis entwickeln dürfte.**

In wenigen Sätzen lässt sich die Lage des Sektors folgendermassen zusammenfassen: Wir glauben, 1) dass Schieferöl unterhalb von 60 USD für Brent nicht funktioniert, d. h. dass die Schieferölförderung um 3 Mio. Barrel pro Tag sinken könnte, es sei denn, die Ölpreise gehen stark nach oben; 2) dass OPEC+ mit seinen weitaus geringeren Kosten diese 3 Mio. schrittweise ersetzen und weitere 1-2 Mio. Barrel pro Tag hinzufügen wird, was global höhere Preise erforderlich macht; 3) dass OPEC+ versuchen wird, die Preise und Lagerbestände innerhalb einer Preisspanne von 60-75 USD zu steuern.

Abgesehen von einer Erhöhung des vorhandenen Erdölengagements haben wir auch begonnen, in einige neue Namen zu investieren. **Pioneer und EOG, zwei führende US-amerikanische Explorations- und Produktionsunternehmen, sind nun Bestandteil des Portfolios.** Die beiden Unternehmen werden gut bewertet, haben hervorragende Führungsmannschaften, eine nachweisliche Erfolgsbilanz und ein solides Engagement im Permian-Gebiet.

Zudem haben wir eine Position von Surgutneftegaz gekauft. Es handelt sich um den drittgrössten russischen Erdölproduzenten nach den staatlichen Unternehmen Rosneft und Lukoil (USA, Saudi-Arabien und Russland sind die drei grössten erdölproduzierenden Länder, die jeweils etwa 10 % des Gesamtangebots ausmachen). Das Unternehmen ist der am besten geführte russische Erdölproduzent mit einer doppelt so hohen Erlösquote als seine Konkurrenten. In den vergangenen Jahren hatte es eine (vollständig organische) Reserven-Erneuerungsrate von 120 %. Sein Anteil stillgelegter Bohrlöcher ist der niedrigste der Branche und seine zugehörige Gasproduktion hat einen Auslastungsgrad von nahezu 100 %

Surgutneftegas wird zum Dreifachen seines Barmittelflusses gehandelt und hat eine riesige Nettoliquidität. Wir können keinen Unternehmensmultiplikator (EV/EBITDA) angeben, **da das Unternehmen liquide Mittel in Höhe von über 50 Mrd. USD hat, das doppelte der Marktkapitalisierung.**

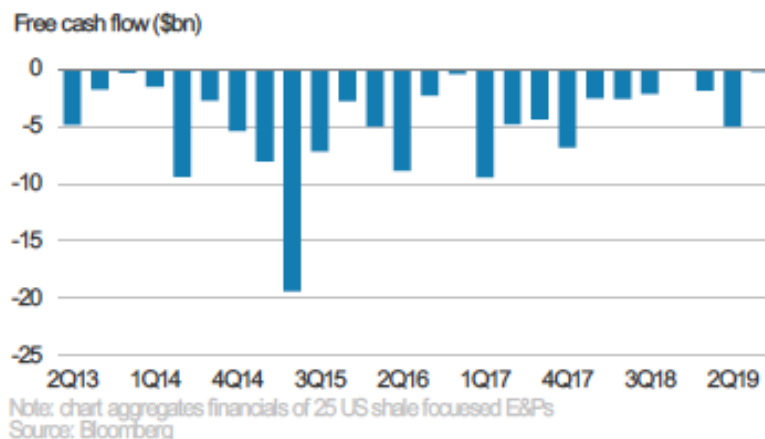


Gold-Öl-Ratio, die Chance des Jahrhunderts?

2. Bei Schieferöl erwarten wir eine strukturelle Veränderung

Schieferöl steht vor einer strukturellen Veränderung. Nach einem unkontrollierten Wachstum mit unbegrenzter Finanzierung **kommt es zunächst zu einer Rückkehr auf ein geringeres Niveau (nach unserer Schätzung 5-6 Mio. Barrel pro Tag) und danach zu einer Konsolidierung und einer Zunahme des Bar-mittelflusses, der Kapitalrendite, des Kapitals und der Disziplin.**

Schieferöl funktioniert, aber auf kontrolliertere Weise, um die Darstellung der nachstehenden Grafik zu invertieren, gewürzt mit Schulden von mehr als 200 Mrd. USD.



Es sei daran erinnert, dass die Zahl der Förderanlagen schon lange vor GCK rückläufig war. Unterhalb von 60 USD für Brent waren viele Bohrlöcher also ausser Betrieb. Die Finanzmärkte haben sich die Finger verbrannt und werden Schieferölproduzenten ohne Finanzdisziplin genau beobachten. Die Situation und das Ergebnis könnte man sogar mit den Athabasca-Ölsanden vergleichen. Die dortige Extraktion unterscheidet sich ebenfalls grundlegend von einer Förderung flüssiger Stoffe aus einem unterirdischen Speicher.

Teersande werden vor Ort in einem grossen Tagebau oder unterirdisch direkt an der Lagerstätte gefördert. Die direkte Förderung vor Ort wird bei Lagerstätten verwendet, die für den herkömmlichen Untertagebergbau zu tief liegen oder zu dünn sind (ein Grossteil des weltweiten Urans wird per Untertagebergbau gefördert). Dies geschieht unter ganz anderen wirtschaftlichen Gegebenheiten als bei der konventionellen Erdölförderung.

Vor 15 Jahren gab es einen grossen Rummel um das Thema Ölsande. **Niemand interessierte sich für angemessene Berechnungen der Rendite. Angesichts hoher Ölpreise konzentrierten sich die Akteure auf ein organisches Wachstum oder die Erneuerung der Reserven. Auf der ganzen Welt investierten Energieunternehmen in solche Projekte.** Ein Zentrum dieser Entwicklung war Fort McMurray. Die dortigen Immobilienpreise und Starbucks-Stundenlöhne zählten zu den höchsten in Nordamerika. Dies führte zu einer typischen Goldrauschsituation (man sollte beachten, dass die jährliche Durchschnittstemperatur 0,5 C° beträgt und wenn das Eis schmilzt, kommen die Mücken). Mit dem Einbruch des Ölpreises 2008 fand dieser Aufschwung ein plötzliches Ende. Die meisten Projekte kamen zum Stillstand, wurden veräussert. usw.

Die meisten europäischen Erdölunternehmen agieren sehr prozyklisch. Bei einem Ölpreis von 100 USD investieren sie daher Milliarden von Dollar und bei einem Stand von 30 USD bereiten sie sich darauf vor, dass der Ölpreis immer weiter fällt. Suncor förderte Erdöl aus Ölsanden erstmals in den 1970er Jahren. Für erfahrene Betreiber sind die meisten Ölsandprojekte bei Betriebskosten von etwa 35 USD pro Barrel ein gutes Geschäft. Obwohl der Aufschwung endete, produzierten grosse Unternehmen wie Syncrude und Albion Sands weiter oder weiteten ihre Produktion aus und wurden effizienter. Führende Unternehmen wie Suncor und CNQ nutzten die Chance und beteiligten sich an Unternehmen wie Royal Dutch, mit einem Verkauf am Tiefpunkt, nachdem auf dem Höchststand Milliarden investiert worden waren. CNQ und Suncor kontrollieren heute einen Grossteil der Ölsandproduktion. Chevron, Imperial (eine Tochtergesellschaft von Exxon) und die chinesischen Staatsunternehmen CNOOC und Sinopec halten immer noch Minderheitsanteile.

Schieferöl aus den USA ist möglicherweise in einer vergleichbaren Situation. Der Aufschwung ist vorbei. Investitionen und die nachfolgende Produktion verringern sich nach und nach. Nachdem man angemessene wirtschaftliche Berechnungen jahrelang ignorierte, sieht man nun der Realität ins Auge. Viele Akteure werden verschwinden und der Markt wird sich konsolidieren. EOG und Pioneer sind die effizientesten Unternehmen. Es sind die einzigen, die jemals Geld verdienten. In einigen Jahren sind sie womöglich in einer ähnlichen Situation wie CNQ/Suncor bei Teersand.

Rezessionen und Krisen bieten Chancen, günstig zu investieren

Solange wir keine unerzwingenen Fehler begehen (hauptsächlich ein schlechtes Geschäft und Schulden), sollten Rückgänge des Aktienmarktes für uns und unsere Anleger Investitionschancen sein, da wir die gleichen Anlagen zu einem sehr viel geringeren Preis kaufen können. Und genau das tun wir. **Wir bauen unsere Positionen bei Unternehmen aus, die wir bereits besitzen (z. B. Wienerberger und Heidelberg Cement) oder wir kaufen neue Unternehmen, die auf unserer Beobachtungsliste stehen (z. B. MTU Aeroengines und EOG).**

Warren Buffett sagte verschiedentlich, dass er viele Krisen und Rezessionen erleben möchte. Für einen Long-Only-Fonds mit täglicher Liquidität ist es schwierig, damit umzugehen. Aber Buffett hat recht. Der Classic-Fonds als Instrument und wir selbst und unsere Kunden als Endanleger verfolgen das Ziel, unsere Ersparnisse zu investieren und unsere Gewinne zu reinvestieren. Für den Classic-Fonds und seine Anleger ist es daher am besten, wenn der Aktienmarkt fällt, weil wir dann günstiger kaufen und mittel- bis langfristig höhere Renditen erzielen können.

Wir haben direkt miterlebt, in den Genuss von zwei der schlimmsten Rezessionen überhaupt zu kommen. Die globale Finanzkrise 2008/09 und GCK 2020. Aber es ist schwierig, unglaublich schwierig. Wir möchten uns an Warren Buffett halten und uns über die aktuelle Krise freuen, kreativ sein, wenn der Aktienmarkt fällt, sich die Wirtschaftslage verschlechtert und etwas schief geht, weil Aktien sehr günstig werden. Denn das ist die Grundlage wertorientierter Anlagen.

Ein zentraler Erfolgsfaktor ist, schon vor Beginn einer Krise über einen hochwertigen Fonds zu verfügen. Kurz-, mittel- und langfristig werden wir dies langsam, aber sicher weiter verfolgen.

Zeit für wertorientierte Anlagen

Aus der Grafik wird ersichtlich, dass die wertorientierte Strategie in den vergangenen drei Jahren äusserst schwach abgeschnitten hat. Hierfür gibt es hauptsächlich zwei Gründe: 1) die Entwicklung der FAANG (und der Unternehmen mit sehr grossen Marktkapitalisierungen) und 2) die Covid-19-Krise, die zyklische Aktien und wertorientierte Titel im Allgemeinen kurzfristig beeinträchtigt.



Ausgehend von der aktuell niedrigen Bewertung zyklischer Aktien (äusserst normal bei einer schwachen Konjunktur, angeführt von Rohstoffen, Industrierwerten, Autos, Banken und Versicherungen) und der sehr hohen Bewertung der meisten FAANG und Gesundheitsaktien gehen wir davon aus, dass die wertorientierte Strategie die Verluste der vergangenen Jahre wieder wettmachen wird. Die meisten FAANG sind zweifellos hervorragende Unternehmen. Sie werden es jedoch schwer haben, das hohe Wachstumstempo der letzten Zeit langfristig beizubehalten.

Der Classic-Fonds hat die Indizes seit 2002 übertroffen, seit 2009 entwickelte er sich jedoch etwas schlechter. In den kommenden Jahren wird es unserer Ansicht nach in gewisser Hinsicht zu einer „Rückkehr zum Mittelwert“ kommen. Wertorientierte Anlagen können dann wieder Boden gutmachen und der Classic-Fonds kann wieder überragend abschneiden. Wir werden sehen, was passiert.

ESG-Aspekte im Blickfeld

Vor vielen Monaten beschlossen wir, zu einem nachhaltigeren Anlagemodell überzugehen und strengere ökologische und soziale Aspekte und Aspekte der Unternehmensführung zu berücksichtigen.

Ab jetzt werden wir ESG-Aspekte der einzelnen Unternehmen sorgfältig prüfen und anhand einer Klassifizierung einstufen. Wir wollen drei ESG-Kategorien einführen (in der Vergangenheit haben wir in ähnlicher Weise vier Risikokategorien eingeführt). Jedes Unternehmen erhält entweder die Kategorie A (hohe ESG-Konformität), B (mittlere ESG-Konformität) oder C (geringe ESG-Konformität). Auf diese Weise können wir stufenweise ermitteln, welche Unternehmen an der Spitze stehen und welche den erforderlichen Übergang nicht hinbekommen und werden entsprechend investieren.

Für uns ist das eigentlich nichts Neues, da der Classic-Fonds von MSCI bei ESG-Aspekten bereits mit AA bewertet wird. Wir wollen uns aber verbessern und unsere Verfahren besser gestalten. Wir sind davon überzeugt, dass hohe ESG-Standards im Anlagebereich immer wichtiger werden. Deshalb bewegen wir uns stetig in diese Richtung.

Marcos Hernández Aguado
Urs Marti
Das Team von SIA
23. Juni 2020

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, Stability A Cap 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 GBP

ISIN: LU0750886714
Telekurs: 18'032'305
Bloomberg: LTIFCLS LX

LTIF – Classic EUR-D

ISIN: LU1449969846
Telekurs: 33'180'015
Bloomberg: LTIFCLD LX

LTIF – SRI EUR

ISIN: LU1790109257
Telekurs: 40'678'982
Bloomberg: LTIFSRI

LTIF – SRI USD

ISIN: LU1790109331
Telekurs: 40'678'984
Bloomberg: LTIFSRU

LTIF – SRI EUR-D

ISIN: LU1790109414
Telekurs: 40'678'985
Bloomberg: LTIFSRD

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

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTIFGEG LX

LTIF – Stability A Cap EUR

ISIN: LU1128810261
Telekurs: 25'840'496
Bloomberg: LTISTAE LX

LTIF – Stability A Cap USD

ISIN: LU1132799310
Telekurs: 25'906'913
Bloomberg: LTISTAU LX

LTIF – Stability A Cap CHF

ISIN: LU1589813515
Telekurs: 36'183'892
Bloomberg: LTISTAC

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