

# Newsletter

September 2020

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Covid19 nähert sich der Kontrolle, trotz der 2. Welle* 4
- *Die Weltwirtschaft is bereits in eine Erholungsphase eingetreten* 6
- *Sind wir wirklich wieder auf dem Höhepunkt angekommen?* 7
- *Houston, schauen Sie nicht mehr auf die Nachfrage, wir haben ein Versorgungsproblem* 11
- *Die Unsicherheit ist der Freund des Käufers langfristiger Werte* 13
- *Nachrichten von SIA: Telefonkonferenz am 12. November 2020* 13
- *Anhang* 14

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

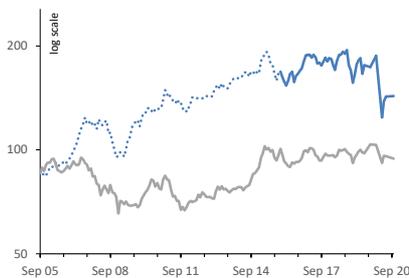


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

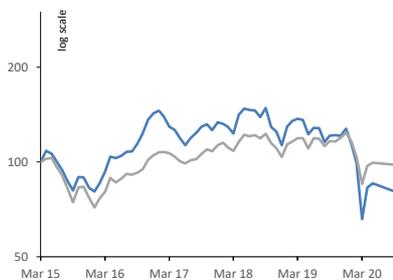
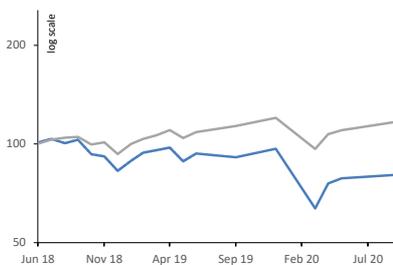


Abbildung 4: LTIF SRI EUR vs. MSCI Daily T R Net World Index EUR



## „Die Unsicherheit ist der Freund des Käufers langfristiger Werte“

Warren Buffett

### Überblick über unsere Fonds

#### Mitte Oktober liegt der Classic bei 358 EUR pro Aktie (minus 17% ytd.) ... im Erholungsmodus

Die Volatilität der Aktienkurse hat es in letzter Zeit ziemlich schwierig gemacht, über Leistung zu schreiben. Man beginnt zu schreiben, und innerhalb weniger Tage hat sich alles um +/-10% verändert, eine Volatilität, die viel, viel höher ist als in der realen/industriellen Welt.

Der Classic ist ein globaler Value-Fonds, der in Bezug auf Unternehmen und Geographie gut diversifiziert ist und ein begrenztes industrielles Risiko aufweist. Im Jahr 2020 war der Marktpreis des Fonds jedoch überall: Der NIW begann 2020 bei 434 EUR pro Anteil, stieg im Januar auf 450 EUR, fiel im März auf 235 EUR und liegt derzeit bei etwa 350-360 EUR (-17/18% yd.). Der Markt war im Jahr 2020 sicherlich weit davon entfernt, effizient zu sein.

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

Sept 30, 2020	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	337.47	-1.1%	-15.9%	6.7%	69
LTIF SRI (EUR)	80.46	-4.2%	-11.7%	-9.1%	1
LTIF Natural Resources [EUR]	80.67	-10.5%	-33.5%	-2.6%	19
LTIF Stability A Cap [EUR]	143.14	-2.3%	-17.6%	-4.3%	2

Quelle: SIA Group

2020 ist erneut ein schlechtes Jahr für den Wert, und der Classic schneidet schlechter ab als die breiteren Indizes (SPX500 plus 3% ytd., europäischer SXXP 600 Index minus 13%), obwohl er mehr mit Wertindizes wie dem Russell 1000 Value Index (minus 14%) oder dem MSCI World Value Index (minus 17%) übereinstimmt.

Vor dem Hintergrund einer wirtschaftlichen Rezession in Verbindung mit einer solchen Unsicherheit ist es normal, dass zyklische Aktien, kleine Unternehmen und Werte (kurzfristig) unterdurchschnittlich abschneiden, aber dieser Trend kehrt sich in der Regel in den folgenden Jahren um. Die Frage ist nicht, ob, sondern wann dies geschehen wird; Erzählungen wie "der Wert ist gestorben", "Technologieunternehmen sind die Zukunft und werden ewig zweistellig wachsen" oder "Warren Buffett ist überholt" sind ebenso wiederkehrend wie sie sich immer wieder als falsch erweisen.

Die Classic strebt einen Absolute Return an: 10% netto der Gebühren pro Jahr; d.h. Verdoppelung der Investition alle 6-7 Jahre. Die letzten 3-4 Jahre lagen jedoch weit unter den Erwartungen. Seit seiner Einführung im Jahr 2002 hat der Classic 7% pro Jahr erwirtschaftet (und 10% pro Jahr seit der Finanzkrise 2008/2009), aber in den letzten 5 Jahren nur mittelmässige 2% pro Jahr, was jedoch mit der Wertgruppe übereinstimmt.

Die Performance eines Value-Fonds über weniger als 5 Jahre zu messen, macht nicht viel Sinn, weil wir langfristige Investoren sind und dazu neigen, in Schwierigkeiten geratene (und daher billige) Unternehmen zu kaufen, die sich erst nach einigen Jahren erholen. In unserem Fall liegt die Hauptursache für die mangelnde Performance des Classic in unserem Engagement in Rohstoffen (insbesondere Öl und Kupfer), das im Durchschnitt 20% des Fonds ausmachte und uns sehr geschadet hat. Diese Investition besteht nach wie vor und ist eine der Triebfedern für die künftige Erholung des Classic, der derzeit eine erwartete IRR von 16% aufweist. Manchmal ist Geduld gefragt.

#### **Der aktualisierte IRR des Classic beträgt 16% mit einem intrinsic Value von 600 EUR**

Unsere Zahlen deuten darauf hin, dass der Classic einen intrinsic Value von 600 EUR pro Aktie und damit ein mittelfristiges Aufwärtspotenzial von 70% hat, bei einem entsprechenden IRR von 16%. Wir halten an unserem Ziel von 500 EUR bis Ende 2021 fest, mit einem Aufwärtspotenzial von 40% in 15 Monaten. Dieses Kurspotenzial ist für einen diversifizierten Value-Fonds nicht üblich, aber wir müssen den Rückgang von 2020 und die starke Underperformance sowohl bei *Value* als auch bei *Commodities* der letzten 5 Jahren wieder wettmachen.

Trotz unserer hauptsächlichlichen bottom-up Analyse (wir betrachten uns selbst als Stockpicker und gehen bei unseren Investitionen nicht von Themen oder Erzählungen aus) und obwohl wir in der Regel etwa 30-35 Unternehmen im Fonds haben, haben wir uns in einigen vielversprechenden Sektoren stark engagiert, von denen wir glauben, dass sie die Outperformance des Classic anführen werden. Diese Sektoren machen etwa 62% des Fonds aus:

- ⇒ Luft- und Raumfahrtindustrie (8% mit MTU Aeroengines, Raytheon und Thales)
- ⇒ Catering- und Reinigungsdienste (9% mit Sodexo, Compass und ISS)
- ⇒ Lachsfarmen (7% mit Leroy Seafood, Grieg Seafood und Mowi)
- ⇒ Gesundheitswesen (8% mit Grifols und Medtronic)
- ⇒ Baustoffe (10% mit Wienerberger und Heidelberg Cement)
- ⇒ Öl (8% mit Suncor, Cenovus, EOG, HESS, Premier Oil)
- ⇒ Kupfer (12% mit First Quantum, KAZ, Hudbay, Antofagasta und Northern Dynasty)

Die übrigen Investitionen sind spezifischer, wie z.B. Prysmian (Kabel), Pandora (erschwinglicher Schmuck), ING (Banken), VISA (Karten), ASML (Halbleitersausrüstung) und unsere "diskontierten" Verbraucher-Compounder, d.h. Henkel, Unilever, Coke und Reckitt. Diese Unternehmen machen den Rest des Classic oder 38% des Fonds aus.

Wir werden später auf die Marktgabelung in den letzten Jahren eingehen, wobei bestimmte Sektoren (hauptsächlich Technologie, Software und Grundnahrungsmittel) eine starke Anziehungskraft ausübten und andere Sektoren (Energie, Rohstoffe, Industrie und Banken) zurückgingen. Bei der Value-Strategie geht es nicht darum, Unternehmen billig zu kaufen, sondern darum, Qualitätsunternehmen mit einem Preisnachlass zu erwerben, und es gibt einige Sektoren, die derzeit gemieden werden sollten, wie z.B. Banken, deren Geschäftsmodell strukturellen Veränderungen unterworfen ist, oder die Automobilindustrie, die sich in der Elektrifizierung befindet und folglich enorme Herausforderungen vor sich hat.

Im Jahr 2020 waren die besten Classic Sektoren Technologie (+35%), Bergbau (+10%), Grundnahrungsmittel (-3%), Diskretionsgüter und Dienstleistungen (-2%) und die schlechtesten, Energie (-70%), gefolgt von Industrie, Baumaterial und Finanzen, die alle um ca. 20% zurückgingen. Unsere Ölgesellschaften haben grosse Rückschläge erlitten (Rückgänge zwischen 50% und 90%), gefolgt von unseren Investitionen in ING (-43%), Grieg Seafood (-45%), ISS (-47%), Raytheon (-37%), Thales (-30%) und Heidelberg Cement (-20%). Auf der positiven Seite heben wir Northern Dynasty (x2), Pandora (+65%), Apple (+50%), Carrier (+25%), Metso (+25%), Prysmian, ASML und Viscofan (alle drei mit +20%) hervor.

In diesem letzten Quartal haben wir uns von drei Langzeitmitreisenden verabschiedet. **Wir haben Apple und Nestlé** mit Tränen in den Augen **verkauft**, aber die Bewertung gab uns nicht mehr genügend Potenzial. Beide Namen hatten wir nun seit September 2011 im Portfolio, während dieser Zeit Nestlé (x1,1) und Apple (x10,7). Ein Marktfehler ermöglichte es uns, **California Resources** in letzter Minute **loszuwerden**, so dass wir nach der Insolvenz des Unternehmens mit einem geringeren Verlust verkaufen konnten. Trotzdem war California Resources eine Katastrophe, und wir haben den grössten Teil unserer Investitionen verloren. Das Unternehmen ist eine gute Ölgesellschaft mit hochwertigen Vermögenswerten, einem guten Managementteam und sehr grossen Reserven, aber es hatte zu viele finanzielle Schulden, und die beiden grossen Ölschocks (2015 und 2020) haben es ausgelöscht. Das war unser Fehler, und wir werden ihn nicht wiederholen: Man darf nie ein zyklisches Geschäft mit so viel Schulden kombinieren.

Wir begrüssen auch die Neuzugänge: **Compass Group** (Verpflegung) und **Hess** (Öl), sowie einen alten Freund **Mowi** (Lachs) im Classic, von dem wir hoffen, dass er uns in den kommenden Jahren grosse Freude bereiten wird.

#### **Covid19 nähert sich der Kontrolle, trotz der 2. Welle**

Die Leser dieses Newsletters erwarten hier keine Informationen über Covid-19. Wir kommen jedoch nicht umhin, ein paar Worte darüber zu sagen, wie wir die Entwicklung der Situation sehen, was bei der Erörterung von Investitionen wichtig ist. Lassen Sie uns einige Fakten und berechnete Erwartungen noch einmal Revue passieren.

**Wie erwartet, wirkt eine Behandlung auf der Basis monoklonaler Antikörper, die auf einige Schlüsselteile des Virus abzielen.** Während wir dies schreiben, haben zwei Pharmaunternehmen, Regeneron und Eli Lilly, den wissenschaftlichen Nachweis der Wirksamkeit erbracht. Die Medikamente sollten innerhalb weniger Wochen zugelassen werden. Einige Millionen Dosen werden noch vor Jahresende zur Verfügung stehen, und viele, viele weitere im Laufe des Jahres 2021. Dies sind Behandlungen, keine Impfstoffe. Aber indem sie die Sterblichkeit des Virus drastisch senken, machen sie die Pandemie zu einem viel weniger schwerwiegenden Problem. Gegenwärtig gibt es 70 weitere Unternehmen, die an ähnlichen Wirkstoffen arbeiten.

**Impfungen werden etwas länger dauern**, aus dem einfachen Grund, dass zwar zum Nachweis der Wirksamkeit einer Therapie ausreicht, einige bereits infizierte Personen zu finden, um zu sehen, ob sie zur Verbesserung der Situation beiträgt. Jedoch müssen viel mehr Menschen mit einem geeigneten Impfstoff geimpft werden (um statistische Validität zu gewährleisten), wonach Monate benötigt werden könnten, um zu sehen, ob die geimpften Personen die Krankheit entwickeln oder nicht. Da ohnehin nicht alle Menschen an der Krankheit erkranken, sind sehr viele Menschen und eine lange Zeit erforderlich, um eine vernünftige wissenschaftliche Einschätzung der Wirksamkeit des Impfstoffs zu erhalten.

Trotzdem sollten die ersten Impfstoffe in den westlichen Ländern noch vor Ende des Jahres verfügbar sein (einer davon wird in China bereits in grossem Umfang eingesetzt). **Auch hier ist mit einer massiven Produktion Anfang 2021 zu rechnen.**

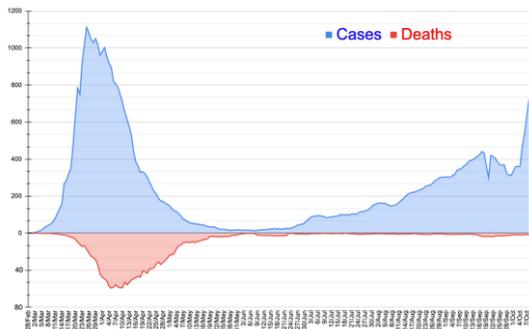
Auch wenn das Virus "unter Kontrolle" ist, wird nicht alles sofort wieder so sein, wie es vorher war. Viele Unternehmen werden in Konkurs gehen, viele werden enorme Schulden machen müssen, um das Jahr 2020 zu überleben, und viele werden die Positionen dauerhaft verwässert haben, um ihre Geschäftstätigkeit fortzusetzen. Aber aus makroökonomischer Sicht ist die vernünftigste Erwartung eine relativ rasche Erholung in den meisten Bereichen, so dass die Dinge schnell wieder "normal" aussehen werden.

Welche Auswirkungen hat dies für einen Investor? Einige Unternehmen sind offensichtlich schwer getroffen worden. Andere haben davon profitiert. Aber für die meisten wird es einer tiefen Rezession gleichkommen, die kürzer sein dürfte als die von 2008, wenn die Wirtschaftsbehörden diesmal die richtigen Massnahmen ergreifen, was sie anscheinend auch tun.

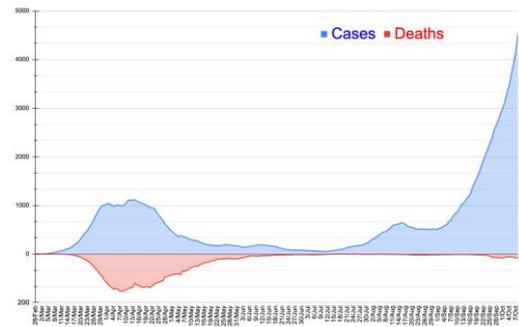
Letztlich kann man die Situation mit der eines Eigentümers eines normalerweise profitablen Unternehmens vergleichen, der ein paar schlechte Jahre erlebt - unangenehm, aber nicht tödlich. Es ist unvermeidlich, dass das Risiko (und die Realität) dieser periodischen Krisen das ist, was Eigenkapitalinvestitionen auf lange Sicht so rentabel macht.

Wir haben die folgenden Diagramme vorbereitet, um die Dinge ins rechte Licht zu rücken. Sie zeigen die täglich neuen Fälle und die täglichen Todesfälle in vier europäischen Ländern vom Beginn der Pandemie bis heute.

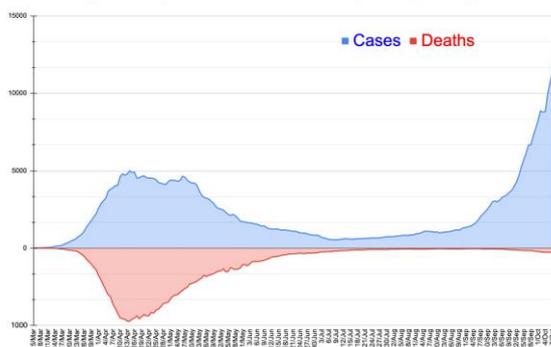
Switzerland Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



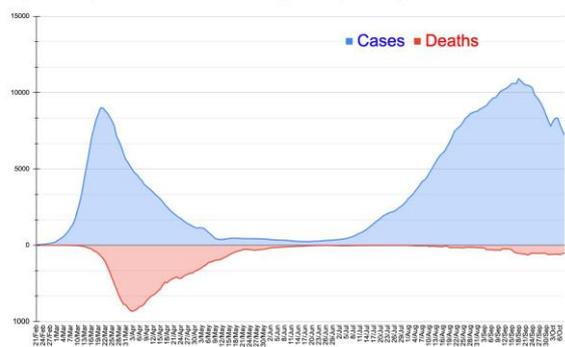
The Netherlands Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



United Kingdom Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



Spain Daily Cases vs. Deaths, 7-Day Rolling Average



Die meisten Länder weisen ein ähnliches Muster auf. Es ist offensichtlich, wenn man es so betrachtet:

1. **Der Lockdown funktioniert**, da die Menschen im Mai zu Hause geblieben sind; das Virus ist fast verschwunden
2. Reisen während der Ferienzeit und die anschließende Rückkehr zum normalen Leben trugen zur Verbreitung des Virus bei
3. **Die Sterblichkeitsrate ist derzeit sehr, sehr niedrig**

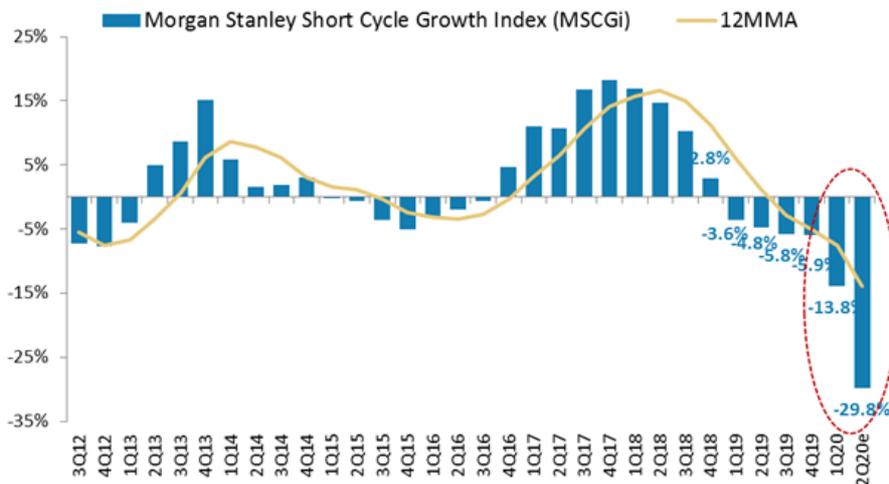
Es gibt offensichtlich viele mögliche Gründe für diesen drastischen Rückgang der Sterblichkeit, aber es ist klar, **dass die Situation derzeit ganz anders ist als im April**. Zusammen mit den oben beschriebenen wissenschaftlichen Entwicklungen lässt sie uns glauben, dass die Märkte nicht so falsch liegen, wenn sie bereits einen Ausweg aus der Krise berücksichtigen. Dies ist besonders wichtig für jene Sektoren (beispielsweise den Energiesektor) die stark betroffen sind, sich aber schnell erholen sollten.

### Die Weltwirtschaft ist bereits in eine Erholungsphase eingetreten

Wir haben unser Basisszenario nicht geändert, das seit Q220 eines der wirtschaftlichen und industriellen Erholung bleibt. Wir werden nicht im Detail auf die makroökonomischen Details eingehen, aber es gibt drei Hauptfaktoren für eine Normalisierung im Jahr 2021:

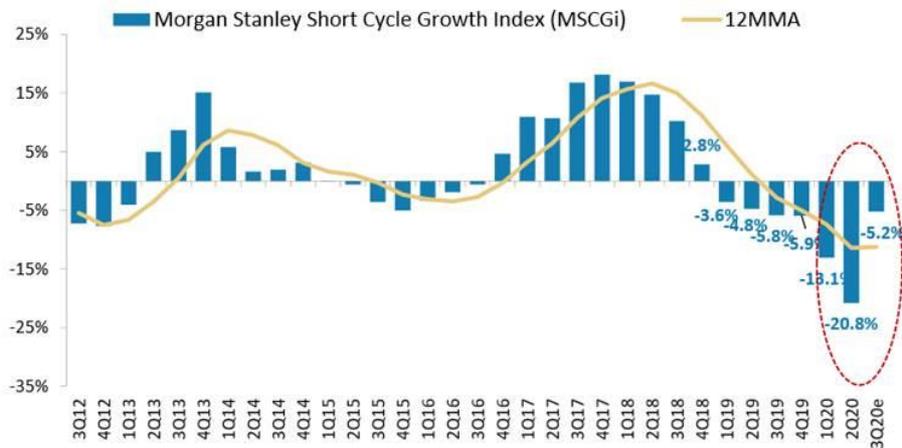
- 1) Herstellung von Impfstoffen gegen und Medikamenten für Covid19 im 2021
- 2) Sowohl die Geld- als auch die Finanzpolitik in den meisten betroffenen Ländern
- 3) Chinesische Führungsrolle sowohl im Gesundheitswesen als auch bei der wirtschaftlichen Erholung

Dies ist die Grafik, die wir in unserem Newsletter Q220 veröffentlicht haben, in dem wir den Tiefpunkt des Industriezyklus vorhergesagt haben:



Quelle: Morgan Stanley

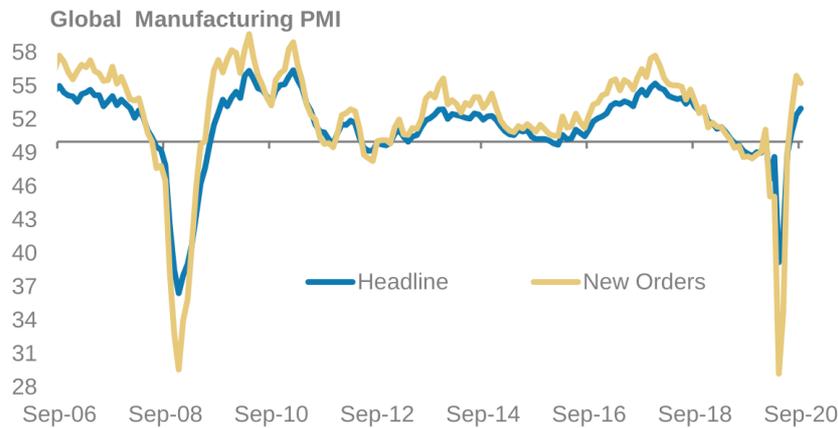
Die folgende Tabelle ist die Aktualisierung zu Q3, wo in der Tat zwei Dinge verifiziert sind: 1) der Tiefpunkt der Krise war im 2. Quartal; und 2) die weltweite Industrie begann sich im 3. Quartal zu erholen. Normalerweise dauern Industriezyklen vom Höhepunkt bis zum Tiefpunkt etwa zwei Jahre. Denken Sie daran, dass wir bereits ab Q1 2020 mit einer industriellen Erholung rechneten, als die Covid19-Krise auftrat, wodurch sich der Zyklus um mindestens zwei Quartale verzögerte und die Erholung langsamer und allmählicher vonstatten ging.



Quelle: Morgan Stanley

Die Industrieproduktionsindikatoren (PMIs) haben bereits ein positives Aktivitätsniveau verzeichnet, was darauf hindeutet, dass wir allmählich zu dem seit 2009 geltenden Wirtschaftszyklus zurückkehren werden.

Unsere anfängliche Hypothese einer tiefen Krise, gefolgt von einer schnelleren Erholung als in einem normalen Wirtschaftszyklus, wird bestätigt. Der Schlüssel dazu wird jedoch sein, wie die Regierungen die massive fiskalische Hilfe handhaben werden, die für den Rest des Jahres 2020 und 2021 erforderlich ist, da einige Sektoren stark betroffen sind (Tourismus, Hotels, Restaurants, Fluggesellschaften, Luft- und Raumfahrt, Banken, Versicherungen usw.) und die Volkswirtschaften grosse negative Auswirkungen auf Arbeitslosigkeit, Konsum und Investitionen erleben.



Quelle: Morgan Stanley

**Aber was ist mit dem Aktienmarkt? Sind wir wirklich wieder auf dem Höchststand? Es gibt eine extreme Schere**

Die aktuelle Börsenlage ist etwas komplizierter als üblich, was auf die extreme Schere der Bewertungen zurückzuführen ist. Auf der positiven Seite haben wir Technologie und Software (angeführt von den grössten Marktkapitalisierungen wie Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google oder FAAMGs), aber

auch das Gesundheitswesen/Grundnahrungsmittel. Diese Unternehmen werden mit hohen Multiplikatoren gehandelt, und aufgrund ihrer Grösse haben sie einen enormen Einfluss auf Indizes und ETFs.

Auf der anderen Seite haben wir Sektoren, die stark heruntergestuft wurden: Energie, Rohstoffe, Banken, Autos, Materialien und einige industrielle Teilsektoren. Es besteht auch ein gewisser geographischer Unterschied, da die grossen Kapitalisierungen überwiegend amerikanischer Herkunft sind.

Die folgende Grafik veranschaulicht, wie die zehn grossen amerikanischen Börsenkapitalisierungen die Indizes auf Höchststände bringen, aber wenn wir dies bereinigen, wäre die Performance des amerikanischen Aktienmarktes weniger brilliant und ähnlich wie die Europas (-13% ytd.). Die FAAMGs sind für einen bedeutenden Teil der Outperformance der Indizes verantwortlich (und für *Growth* über *Value*), aber dieser Trend ist langfristig weder nachhaltig noch kann er es sein.

Figure 1: Outside of 10 mega-cap growth stocks, the S&P 500 market cap tracks much closer to the Stoxx 600 in USD terms



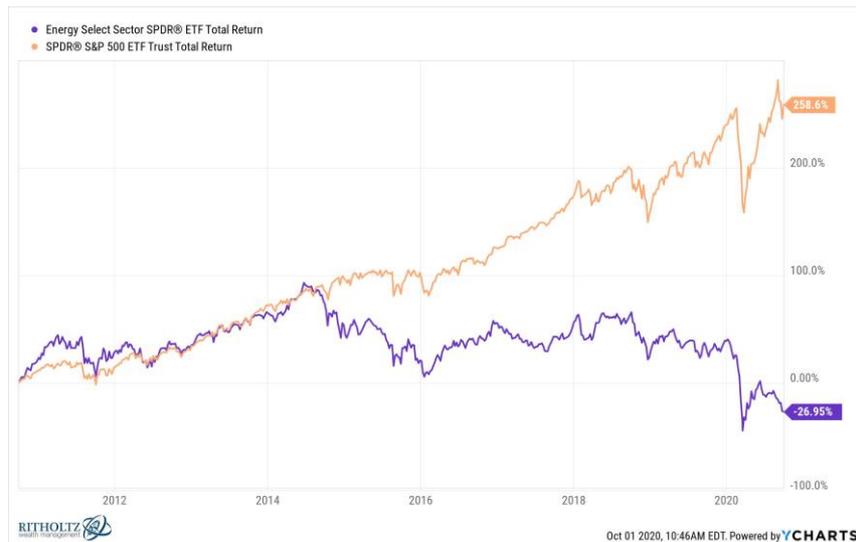
Wir glauben, dass ein sektoraler Ansatz etwas Licht ins Dunkel bringen kann. Auf der einen Seite haben wir den Star-Sektor (Technologie im weitesten Sinne), der derzeit mit dem 8-fachen des Buchwerts gehandelt wird. Dies entspricht dem Doppelten seines historischen Durchschnitts von 3,5-4x und ist nicht weit von der Spitze der Technologieblase im Jahr 2000 von 10-12x entfernt mit Bewertungen, die sich Extremwerten nähern.

Dies bedeutet nicht, dass der Sektor morgen zusammenbrechen wird, Es bedeutet, dass die erwarteten zukünftigen Renditen viel niedriger sein werden als die in den letzten Jahren erzielten, natürlich im Durchschnitt, da eine weitere Beschleunigung des Umsatzwachstums, der Margen und der Renditen von den derzeitigen hohen Niveaus aus sehr schwierig erscheint.

Apple ist ein klares Beispiel: Als wir es 2011 kauften, notierte es bei 6x PE (bereinigt um Bargeld), weil Herr Market eine Wiederholung der Geschichte von Nokia befürchtete. Jetzt, 9 Jahre später, wird die Aktie zu einem PE 2021 von 35x gehandelt. Apple ist ein exzellentes Unternehmen, aber die Hälfte seines Geschäfts ist vollentwickelt, seine Margen/Renditen sind bereits sehr hoch, und der erwartete IRR hat sich umgekehrt zum Aktienkurs auf einen einstelligen Bereich hinunterbewegt. Oder um es anders auszudrücken, diese sehr anspruchsvolle Bewertung könnte nur mit einem Gewinnwachstum von +20% gerechtfertigt werden, aber wenn das in den kommenden Jahren der Fall wäre, dann würde Apple aufgrund seiner Grösse ziemlich bald die ganze Welt besitzen, ähnlich wie Microsoft im Jahr 2000.

Auf der anderen Seite haben wir den Energie-/Öl-Sektor, der derzeit mit dem 0,9-fachen des Buchwerts gegenüber seinem historischen Durchschnitt von 2,1-fach (innerhalb einer historischen Spanne von 1,3-fach bis 3-fach) gehandelt wird, was bedeutet, dass der Sektor sogar weit unter dem historischen Tiefstand liegt. Ausgehend von unseren Annahmen, dass sich Angebot und Nachfrage in den nächsten zwei Jahren wieder ins Gleichgewicht bringen und somit die Ölpreise steigen werden, sehen wir in diesem Sektor eine einzigartige Investitionsmöglichkeit.

Seit 2014 ist die Entwicklung des Energiesektors eine Katastrophe, wie die folgende Grafik zeigt:

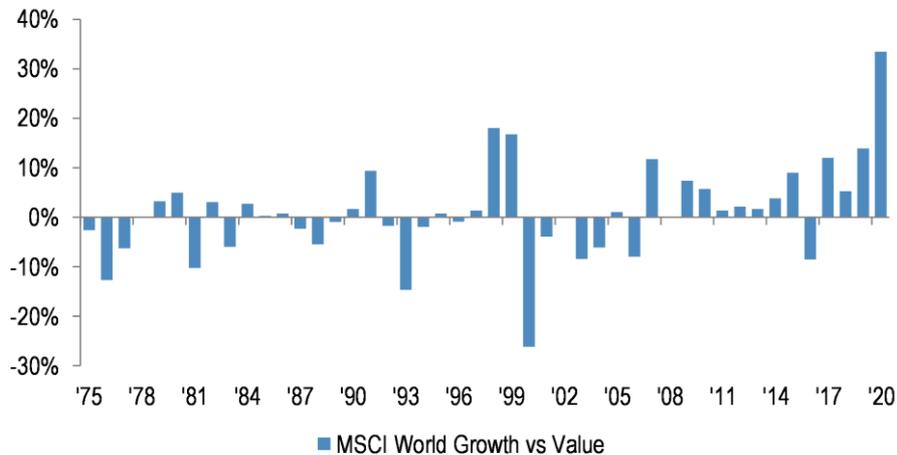


Die Bewertungen sind offensichtlich den Fundamentaldaten beider Sektoren gefolgt. Auf der Technologieseite hat sich die Eigenkapitalrendite vom historischen Durchschnitt der letzten 25 Jahre (15%) entfernt und ist in den letzten 5 Jahren auf 19/20% und im Jahr 2020E auf 25% angestiegen. Sind diese Renditen nachhaltig? Können sie sich verbessern? Nun, wer weiss, aber 1) die Kombination von himmelhohen Bewertungen und himmelhohen Renditen ist gefährlich, wobei die Wirtschaft eine Rückkehr zu Mittelwerten fordert. 2) Hohe Renditen ziehen Wettbewerb (und rechtliche/regulatorische Prüfungen) an, was das Risiko von Misserfolgen erhöht.

Das Gegenteil ist im Energiebereich eingetreten, wo die Eigenkapitalrendite im Jahr 2020 möglicherweise negativ sein wird, aber wir wissen, dass diese Situation nicht nachhaltig ist und innerhalb der nächsten 2-3 Jahre zum Mittelwert zurückkehren wird (siehe den Ölteil).

### Value ist eine langfristig erfolgreiche Strategie und sollte verlorenes Terrain wettmachen

Während des grössten Teils des letzten Jahrzehnts hat *Value* ein massiv unterdurchschnittliches *Wachstum* verzeichnet (siehe Grafik unten). Für die meisten Investoren ist dies eine lange Zeit, und es herrscht ein wachsendes Gefühl der Verzweiflung (wir sehen einige Kapitulationen von Value-Investoren, Managern, Analysten, Medien usw., die die Gültigkeit der Strategie in Frage stellen), aber Value und Wachstum konvergieren immer auf sehr lange Sicht, was bedeutet, dass sich die Value-Strategie einer Periode der Erholung nähert.



Die Classic ist ein Valuefonds und wird daher von diesem Trend negativ beeinflusst, aber wie der Ökonom Herbert Stein schrieb, *"was nicht ewig so weitergehen kann, muss enden"*. Wir sind überzeugt, dass die nächsten Jahre *Value*-Jahre sein werden.

Nach der aktuellen Krise sollte die Value-Strategie aufholen, da die zyklischen Aktien von niedrigen Bewertungen/Gewinnen ausgehen und eine Outperformance erzielen werden, sobald sich die Wirtschaft stabilisiert. Umgekehrt werden es die FAAMGs, die im Durchschnitt ausgezeichnete Unternehmen sind, sehr schwer haben, ihren Superzyklus aufrechtzuerhalten, denn sie beginnen mit himmelhohen Bewertungen, Marktanteilen und Wachstumsraten ..., die sich nicht viel mehr beschleunigen können, während Wettbewerb und Regulierung auf der Lauer liegen.

#### Der LTIF Natural Resources ist um 50% von Tiefstand gestiegen, aber immer noch ausserordentlich günstig

Der LTIF Natural Resources hat sich von den Tiefstständen im März um fast 50% erholt und liegt mit einem NAV von EUR 65-70 pro Aktie immer noch deutlich unter dem Niveau von EUR 100 pro Aktie zu Beginn des Jahres 2020. Unseren Zahlen zufolge hat der Fonds einen intrinsic Value von über 150 EUR pro Aktie, was bei den aktuellen Preisen einen IRR von 23% ergibt. Denken Sie daran, dass unsere intrinsic Values unter Anwendung konvergierender Modelle (Rohstoffpreise in der Mitte des Zyklus, Erträge und Renditen) berechnet werden, was bedeutet, dass das Aufwärtspotenzial viel höher sein kann, wenn wir uns auf Spitzenwerte bei Rohstoffpreisen, Erträgen und Bewertungen zubewegen.

Ende September hält der Fonds immer noch 40% der Investitionen im Bereich Energie/Öl und weitere 40% im Bereich Bergbau, wobei nur 20% auf Agrarnahrungsmittel und Infrastruktur entfallen. Wie bereits erwähnt, versuchen wir im Allgemeinen, den Anteil etwas mehr auszugleichen, mit 1/3 in jedem Sektor, aber angesichts der aktuellen Bewertungen ist die Beibehaltung der starken Gewichtung von Energie und Bergbau, insbesondere Energie, konsequenter.

Im dritten Quartal haben wir nur marginale Anpassungen der Investitionen des Fonds vorgenommen. Wir verkauften einen Teil von **Prysmian** nach einem deutlichen Anstieg und nutzten die Zeichnungen, um unser Exposure im Energiebereich wieder auszugleichen.

### **Houston, schauen Sie nicht mehr auf die Nachfrage, wir haben ein Versorgungsproblem**

Während sich die Wirtschaft/Nachfrage in den Jahren 2020 und 2021 weiter normalisiert, breiten sich viele Fragen der Versorgung mit Rohstoffen und Grundprodukten aus. Aufgrund eines Jahrzehnts der Unterinvestition wird dies bald zu einem strukturellen Problem werden.

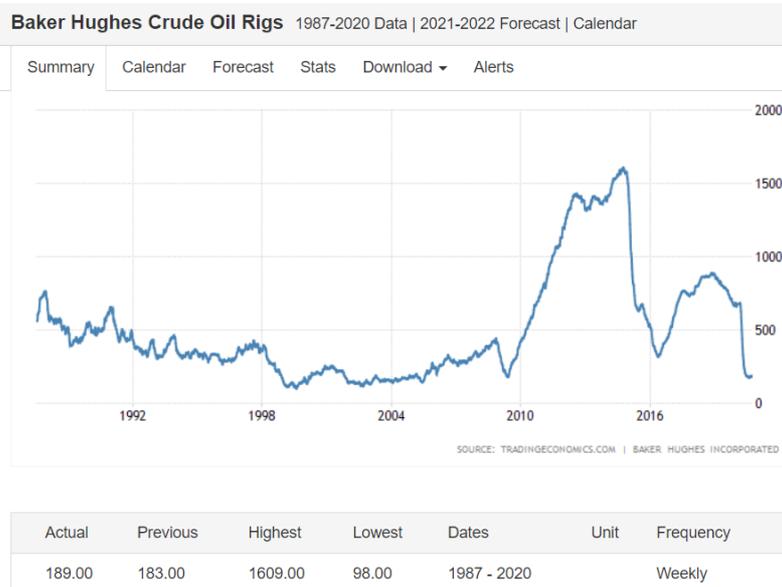
Lassen Sie uns ein zweites Mal auf März-April 2020 zurückkommen, als geschätzt wurde, dass der Nachfrageschock, der durch die Covid19-Krise ausgelöst wurde, den weltweiten Ölverbrauch um 25-30% reduzieren würde. Jetzt, einige Monate später, sehen wir, dass die Auswirkungen näher bei 10% lagen und der Verbrauch derzeit bei etwa 95-96 Millionen Barrel pro Tag liegt (ausgehend von einem Rekordverbrauch von 101 Millionen b/d Ende 2019, vor Covid19).

Dies war zweifellos der grösste Nachfrageschock in der Geschichte (und ein guter Indikator für das Welt-BIP, da der Ölverbrauch eng mit dem Verkehr und damit der Wirtschaftstätigkeit korreliert), aber das Angebot hat sich rasch angepasst. Die im zweiten Quartal entstandene Überangebotsituation hat sich normalisiert (der steile Contango ist vorbei), und die Öllagerung ist kein gutes Geschäft mehr, wie es der Rückgang bei den Frachtraten für grosse Tanker anzeigen.

Frontline ist der grösste Rohöltransporter der Welt und hat daher ein gutes Verständnis für die tatsächliche Entwicklung in Bezug auf Lagerung/Transport. Nach seinen Schätzungen liegt die Ölförderung derzeit bei ca. 91 Mio. b/d, was zu einem täglichen Rückgang von ca. 4/5 Mio. bbl. im Weltbestand führt, verglichen mit einem geschätzten Überschussbestand von 400-500 Mio. Barrel. Die Vorräte gehen rasch zurück und werden sich innerhalb von zwei bis drei Quartalen normalisiert haben. Saudi-Arabien, der Iran und Russland verfügen über einige Kapazitätsreserven, aber ansonsten ist das Angebotsbild düster.

Die konventionelle Produktion wird bald 10 Jahre lang unterinvestiert sein, was zu geringeren Reserven und verstärkten Rückgängen führt. Bei der SIA haben wir das amerikanische Schieferwunder, das nie einen positiven Cashflow oder Ertrag brachte und jetzt zusammenbricht, aufmerksam verfolgt. Es steht kein Kapital zur Verfügung, und die Unternehmen sind nun gezwungen, von ihren eignen Cashflows zu leben. Die effizientesten Unternehmen, wie EOG und Pioneer, sowie die grossen, wie Chevron und Exxon, werden überleben, aber sie machen nur einen kleinen Teil der Schieferproduktion aus. Etwa die Hälfte dieser Schieferunternehmen sind private Unternehmen.

Viele Analysten erwarten eine stabile Ölversorgung aus den USA, aber angesichts des Mangels an Kapital und Bohrungen ist es schwierig zu erkennen, wie dies geschehen soll. Die Zahl der Bohranlagen ist von 800 im Jahr 2016 auf weniger als 200 zusammengebrochen. Dieses Geschäft hat einen kurzen Zyklus, die Produktion folgt der Anzahl Bohranlagen mit der Verzögerung von einigen Monaten. Es darf nicht vergessen werden, dass die Schieferproduktion mit 9 Millionen b/d (9% der Weltversorgung!) eine Rekordmenge verzeichnete, die in etwa dem Volumen entspricht, das Saudi-Arabien 2018 exportierte, obwohl die Exporte Saudi-Arabiens bis 2019 bereits auf 8,3 Millionen b/d zurückgegangen waren.



Auf der Ölseite fühlen wir uns recht wohl, da der Markt nach den OPEC+-Kürzungen, dem Zusammenbruch des Schiefergesteins und den durch die niedrigen Ölpreise verursachten marginalen Bohrlochschliessungen in ein Unterversorgungsgleichgewicht geraten ist. Dank der OPEC+ haben sich die Preise schnell wieder auf ein marginales Cash-Kosten-Niveau erholt (etwa 40 Mrd. USD nach unseren Zahlen), und durch das Produktionsdefizit werden die im April 2020 in die Höhe geschossenen Lagerbestände allmählich aufgebraucht.

Im Allgemeinen und basierend auf unserer Erfahrung und in einem Kontext von Defiziten, aber hohen Lagerbeständen, erholen sich die Ölpreise allmählich, bis sich die Lagerbestände normalisieren (Q221 in unserem Modell). Danach erscheinen Anreizpreise am Horizont, da eine Produktionssteigerung erforderlich sein wird. Nach unserem Szenario sollten wir das Jahr 2020 bei etwa 50 USD pro Barrel Brent beenden (wiederum dank der OPEC+) und uns bis 2021 den Anreizniveaus nähern, die in unseren Modellen bei über 60 USD Brent für die Ersthelfer, Schiefer, liegen.

Wie sieht das mittelfristige Szenario aus? Wir glauben, dass Schiefer unterhalb von 60 \$ nicht rentabel ist und dass die Schieferproduktion zwischen 3-4 Mio. b/d sinken wird, wenn die Preise nicht steigen. Die OPEC+, die wesentlich niedrigere Kosten hat, wird diese 3-4 Mio. plus 1,5-2 Mio. b/d Margen weltweit ersetzen. Dieses Szenario sieht vor, dass die OPEC die Produktion in den Jahren 2020 und 2021 langsam erhöht, um die Lagerbestände zu reduzieren und die Preise innerhalb der angestrebten Spanne von 60 bis 75 USD zu halten.

Die Ölsituation mag die extremste sein, aber sie unterscheidet sich nicht wesentlich von vielen anderen Rohstoffen. Angesichts eines Jahrzehnts, in dem zu wenig investiert wurde, die Ressourcen langsam erschöpft sind, die Fördermengen zurückgehen usw., beginnen die Produktionschwierigkeiten, **und wir glauben, dass Covid19 diese Situation noch beschleunigen wird.**

### Wir dürfen auch nicht die 3 Milliarden Menschen in Asien aus den Augen verlieren

Während sich China seinem ersten hundertjährigen Ziel nähert, bis Ende 2020 eine Gesellschaft mit mässigem Wohlstand aufzubauen, wird der bevorstehende 14. Fünfjahresplan (2021-2025) nationale und internationale Aufmerksamkeit erregen, da er einen Paradigmenwechsel darstellt.

Vor dem Hintergrund der immer komplizierter werdenden Beziehungen zwischen China und den Vereinigten Staaten sowie eines externen Umfelds, das durch zunehmenden Protektionismus in Verbindung mit einer globalen Wirtschaftsrezession gekennzeichnet ist, hat China deutliche Anzeichen dafür gegeben, dass es mehr Gewicht auf politische Massnahmen legen wird, die seine Wirtschaft weiterhin unterstützen, sowie auf seinen Massenverbrauchermarkt, um mit den sich rasch entwickelnden externen Risiken fertig zu werden.

China wird den verstärkten Konsum, lokale Investitionen, die Seidenstrasse (entlang derer etwa fünf Milliarden Menschen leben), reduzierte Sparquoten usw. fördern. Gegenwärtig verbraucht China im Vergleich zur westlichen Welt nur etwa ein Drittel seiner Ressourcen pro Kopf.

Indien, das demnächst eine grössere Bevölkerung als China haben wird, macht derzeit gemessen am Pro-Kopf-BIP einen Bruchteil von China aus. Der strategische Wandel der BRICS-Länder von einer reinen Exportwirtschaft hin zu einer ausgewogeneren Wirtschaft wird tiefgreifende Auswirkungen haben: Sie werden ihren inländischen Verbrauch an Ressourcen, Gütern und Dienstleistungen erhöhen. Sie müssen jedoch ihre Handelsbilanz anpassen, ihre Devisenreserven, deren Zusammensetzung und ihre Wechselkurse verringern. China rechnet mit Unterbrechungen der Handelsströme mit dem Westen; folglich wird sein nächster Fünfjahresplan eine Erhöhung seiner staatlichen Reserven an Rohöl, wichtigen Industriemetallen und landwirtschaftlichen Produkten erfordern. Den an der Ausarbeitung des nächsten Fünfjahresplans beteiligten Beamten zufolge ist Peking bereit, die Lehren aus der Corona-Virus-Krise und aus der Verschlechterung seiner Beziehungen zu den Vereinigten Staaten und seinen Verbündeten zu ziehen.

Die Diskussionen und Entwicklungen im Zusammenhang mit der De-Dollarisierung und der Internationalisierung des Yuan, die eine neue Reservewährung erfordern, werden sich intensivieren und weitreichende Konsequenzen für alle beteiligten Parteien haben (der BRICS-Handelsüberschuss ermöglichte es den USA, ihre Defizite auszugleichen).

#### **Die Unsicherheit ist der Freund des Käufers langfristiger Werte**

Lassen Sie mich den September-Newsletter beenden, indem ich mich erneut an Buffett wende, um uns daran zu erinnern, dass die besten Anlagemöglichkeiten in Zeiten hoher Unsicherheit entstehen, wenn der Aktienmarkt (oder zumindest ein Teil davon) fällt. Der Classic ist voll investiert, um von der Normalisierung zu profitieren, die im Jahr 2021 eintreten wird.

Dessen ungeachtet werden viele Anleger und Finanzprofis wieder einmal von der Strahlkraft der jüngsten Outperformance gefesselt sein, und sehr wahrscheinlich wird weiterhin Kapital in Indizes, ETFs und in die besten Fonds der letzten Monate (Technologie, Gesundheitswesen, Grundnahrungsmittel, SPX...) fliessen, ohne daran zu denken, dass auf starke Neubewertungen oft Abwärtskorrekturen folgen und auf eine Underperformance meist eine interessante Aufwärtsbewegung folgt.

#### **Nachrichten von SIA: Telefonkonferenz am 12. November 2020**

Wir freuen uns, Sie zu unserer nächsten Telefonkonferenz am 12. November 2020 um 10:00 Uhr einzuladen. Zweck dieser Telefonkonferenz ist es, Sie über die Entwicklung unserer Fonds seit Anfang des Jahres zu informieren. Einzelheiten werden folgen.

**Marcos Hernández  
J. Carlos Jarillo  
Urs Marti  
SIA Team  
26. Oktober 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](http://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 EUR

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