

# Newsletter

Dezember 2018

▪ <i>Überblick über unsere Fonds</i>	2
▪ <i>Einige Anmerkungen zur Zusammensetzung des Portfolios</i>	4
▪ <i>LTIF Natural Resources</i>	8
▪ <i>LTIF Classic</i>	13
▪ <i>Anhang</i>	15

„Sei ängstlich, wenn alle gierig sind, und sei gierig, wenn alle ängstlich sind.“  
Warren Buffett

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

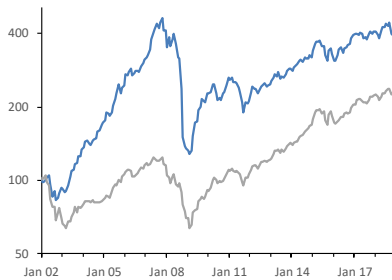


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR  
vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

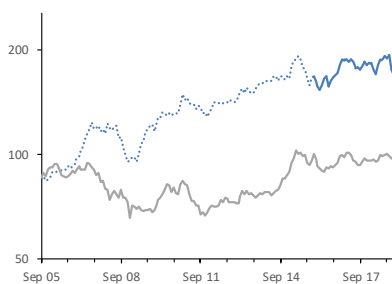
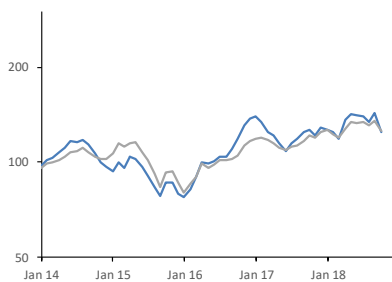


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR  
vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



## Überblick über unsere Fonds

Tabelle 1 und die Grafiken 1 bis 3 zeigen, wie sich der Nettoinventarwert unserer Fonds in den vergangenen Quartalen entwickelt hat.

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

December 31, 2018	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	348.20	-21.4%	-14.8%	7.7%	116
LTIF SRI (EUR)	82.80	-19.6%			10
LTIF Natural Resources [EUR]	93.58	-23.8%	-15.4%	-0.5%	14
LTIF Stability A Cap [EUR]	156.65	-19.4%	-14.9%	3.4%	8

Quelle: SIA Group

Diese jüngste Entwicklung war eindeutig negativ. Im letzten Quartal kam es zu einem starken Rückgang, ähnlich wie auf den meisten europäischen Märkten und noch stärker als auf den US-Märkten (die weltweiten Indizes sind in gewisser Weise deren Mittelwert).

Unsere Leser wissen inzwischen, dass der Grund für diesen Rückgang die Befürchtung der Anleger ist, die Welt stehe, u. a. bedingt durch Handelskriege, den Brexit und Defizitprobleme in Italien, vor einer Rezession. Dass eine Rezession die Unternehmensgewinne schmälert, ist weithin bekannt. Für die Aktienkurse sind dies natürlich schlechte Nachrichten. Die Aktienmärkte haben die Aufgabe, zukünftige Gewinne vorzusehen. Deshalb reicht die Angst vor einer Rezession völlig aus, um die Aktienkurse nach unten zu drücken.

Anleger sind jedoch von Natur aus ängstlich, oder wie Prof. Samuelson es ausdrückt: „Aktienmärkte haben neun der letzten fünf Rezessionen richtig vorhergesagt.“ Vor allem nach einer längeren Phase steigender Aktienkurse. Deshalb verkaufen sie relativ schnell, noch bevor es besonders viele Anzeichen dafür gibt, dass es tatsächlich zu der befürchteten Rezession kommt.

Angesichts des vorweggreifenden Charakters der Märkte ist es ziemlich nutzlos, auf Belege für eine Rezession zu warten, weil der Markt bereits grösstenteils in gleichem Masse nachgegeben hat, bevor ein solcher Beleg auftaucht.

Wir von SIA wissen nicht, ob eine Rezession bevorsteht. Wir machen uns jedoch Gedanken hierüber, wie wir weiter unten erläutern werden. Und wir wissen sicher nicht, was Anleger über die Gedanken anderer Anleger denken. Deshalb investieren wir wie Geschäftsleute, die ein gutes Unternehmen besitzen möchten, das alle Rezessionen mehr oder weniger problemlos überlebt und sich auf lange Sicht gut entwickelt. Deshalb sagen wir immer wieder: Wenn die Gewinne je Anteil steigen, werden die Aktienkurse dem letztendlich folgen.

Dies bringt uns wie gewohnt zu unserer Unterscheidung zwischen Signal und Lärm. Bei einem langfristigen Anleger sind die Gewinne der Portfoliounternehmen das Signal. Der Lärm sind die täglichen (oder vierteljährlichen) Aktienkursbewegungen. Typische langfristige Anleger wie Private-Equity-Fonds konzentrieren sich letzten Endes auf die Signale, da es (definitionsgemäss) keine täglichen Kurse gibt. Ein in den vergangenen zwei oder drei Jahren aufgelegter Private-Equity-Fonds, der jetzt zu welchem Preis auch immer verkaufen möchte, würde allerdings unabhängig von der zugrunde liegenden Rentabilität seiner Unternehmen schwere Verluste erzielen. Der Herr Markt war in den vergangenen drei Monaten in sehr schlechter Stimmung und möchte nicht für zukünftige Gewinne zahlen. Wenn eine Anlage hingegen vor drei Monaten gut war, dann ist sie jetzt höchstwahrscheinlich noch genauso gut. Zurzeit ist diese Anlage gleichwohl für 15-20% weniger zu haben. Leider müssen wir erneut ein bekanntes Beispiel anführen. Wenn ein *Rudel von Experten* zu Ihnen nach Hause käme und behaupten würde, Ihr Haus, in dem sie komfortabel leben, wäre 25% weniger wert als vor zwei Monaten, würden Sie es dann verkaufen und in ein Hotel ziehen? Natürlich nicht! Bei unseren Anlagen handelt es sich zwar nicht um Häuser, aber um etwas viel besseres: einen diversifizierten Korb mit guten Unternehmen, die mit der Zeit wachsen dürften.

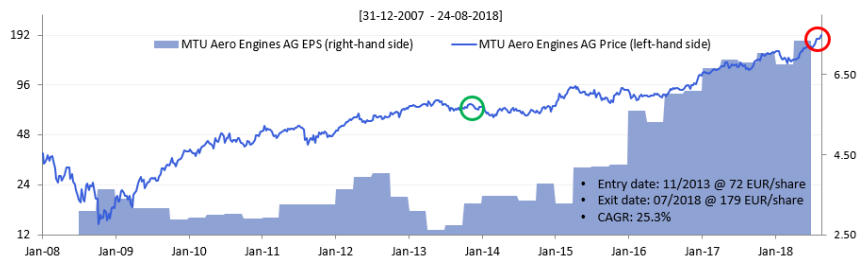
Wie haben sich unsere Unternehmen in diesem Jahr entwickelt? Alles in allem ziemlich gut. Im Durchschnitt stiegen die Gewinne je Anteil um 15% und die Dividenden um 9%. Die Aussichten für 2019 sind soweit absehbar nicht schlecht. Wenn es jedoch zu einer furchtbaren weltweiten Rezession käme, dann lägen wir falsch... für ein oder zwei Jahre. Unsere Unternehmen werden ihre Gewinne 2019 voraussichtlich um 10% steigern (darin sind sich die Analysten einig). Bei den meisten sind wir tatsächlich eher optimistisch (deshalb haben wir in sie investiert), aber es passieren auch Unfälle, es handelt sich also nur um Anhaltspunkte. Bei den derzeitigen Kursen liegt unser Kurs-Gewinn-Verhältnis bei 11, der Dividendenertrag bei 3% und die wichtigste Kennzahl, der erwartete Ertrag (die Jahresrendite der langfristigen Unternehmensbeteiligungen), bei atemberaubenden 17%. Einen so hohen erwarteten Ertrag (bzw. umgekehrt, so niedrige Kurse) haben wir schon seit mehreren Jahren nicht mehr erlebt. Dies gilt für den Classic Fund. Beim Natural Resources Fund dürften die zukünftigen Erträge unserer Ansicht nach noch besser ausfallen. Wir möchten einen Blick auf unsere Unternehmen werfen und uns ansehen, worin dieser Optimismus begründet ist.

## Das Signal des Portfolios

Zunächst einige Bemerkungen zur Zusammensetzung des Portfolios: Wie üblich gab es nur sehr geringfügige Portfoliobewegungen. Wir haben EasyJet, MTU, Viscofán und Deutsche Post verkauft. In einem früheren Newsletter erwähnten wir bereits, dass uns der Verkauf von EasyJet etwas Geld einbrachte, weil wir einen Grossteil der Position nach dem Brexit-Referendum zu einem sehr geringen Preis gekauft hatten. Wir finden, dass es sich um ein hervorragendes Unternehmen handelt, das sich langfristig gut entwickeln wird. Aber die Branche hat sehr schnell Flugzeuge aufgestockt, drückt die Preise und (im Gegensatz zu vielen anderen Menschen) erwarten wir, dass die Ölpreise in den kommenden Quartalen steigen werden (hierzu später mehr). Die mittelfristige Rentabilität von EasyJet ist zwar passabel, aber geringer als jene, die wir an anderer Stelle erzielen können.

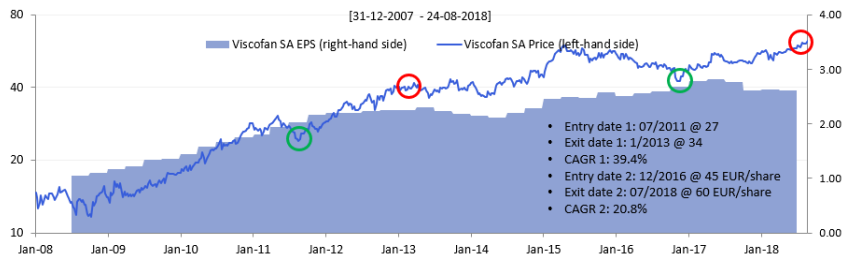
MTU war eine grossartige Anlage. Wir kauften das Unternehmen vor fünf Jahren in vollem Bewusstsein, dass wir etwas warten müssen, bis sich der Wert erhöht. Die Aktie bewegte sich einige Jahre lang tatsächlich kaum - für alle jene, die auf Benchmarks fixiert sind: sie entwickelte sich schlechter als die Indizes, denn diese stiegen. Daher war es eine „schlechte“ Anlage. Aber dann wurden neue Triebwerke eingeführt und es wurde deutlich, dass es in Zukunft einen gewaltigen stabilen Barmittelfluss geben wird. Innerhalb weniger Monate stiegen die Aktien drastisch an, bis zu einem Punkt (Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25), an dem wir dachten, dass wir anderswo besseren Wert finden könnten. Wie in vielen anderen Fällen auch werden wir MTU gerne wieder kaufen, wenn die Aktie erheblich sinkt.

Abbildung 4: MTU Aero Engines AG



Viscofán haben wir ebenfalls verkauft. Im Laufe der Jahre haben wir immer wieder erläutert, dass wir dieses Unternehmen sehr mögen. Aber trotz des äusserst stabilen Geschäfts ist sein Aktienkurs sehr volatil. Deshalb konnten wir bereits mehrfach mit hohem Gewinn und sehr geringem Risiko kaufen und verkaufen.

Abbildung 5: Viscofán SA



Deutsche Post war als Anlage weniger erfolgreich. Wir haben damit sogar etwas Geld verloren, aber zum Glück war die Position nie besonders gross. Wir haben das Unternehmen mehrere Quartale beobachtet und kamen zu dem Schluss, dass wir mit unserer ursprünglichen Einschätzung richtig lagen: das durch elektronischen Handel angetriebene Paketgeschäft ist attraktiv. Zu viele Altlasten und Mitarbeiter belasten das Unternehmen jedoch. Die Anteile sind bei ihrem derzeitigen Kurs sicher nicht überbewertet. Aber unserer Ansicht nach gibt es anderswo bessere Chancen (viele andere Aktien, die wir besser kennen, sind sogar noch stärker unterbewertet).

Den Kursrückgang des vergangenen Quartals nutzten wir zum Kauf von Industrieunternehmen, die wir seit langem verfolgen. In den nächsten Newslettern werden wir sie vorstellen.

Wir möchten nun die Rentabilität des dauerhaften Portfolios erörtern.

In unserem langfristigen Bestand gibt es einige verbraucherorientierte Unternehmen: Unilever, Nestlé, Henkel, Coca-Cola, Reckitt-Benckiser und Devro. Ihre Gewinne sind dieses Jahr leicht gestiegen, sie zahlen Dividenden von über 3% und für 2019 erwarten wir Gewinnwachstum und Dividenden. Besonders bemerkenswert ist Devro, der einzige bedeutende Konkurrent von Viscofán. Das Unternehmen wird zu einem unglaublich niedrigen Kurs gehandelt und hat ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10, Viscofán hingegen hat ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18. Das Unternehmen ist kleiner und kaum ein Börsenmakler verfolgt es. Insider kaufen seine Aktien, und wir tun es auch.

Lachszüchter haben sich weiterhin gut entwickelt, aus denselben Gründen wie in der Vergangenheit und auch in Zukunft: die Nachfrage nach Lachs steigt jedes Jahr stark an, während die geographischen Gegebenheiten die Grundversorgung beeinträchtigen. Diese langfristige Situation sorgt kurzfristig für hohe Volatilität. Wie schnell Lachs wächst, hängt beispielsweise in bedeutendem Masse von der Wassertemperatur ab, auf kurze Sicht beeinflusst sie daher das Angebot. Aber niemand weiss, wie viel es im nächsten Winter schneien wird oder wie warm der Sommer sein wird. Das gleiche gilt für Krankheiten und Algen im Wasser. Die Aktienkurse des Unternehmens spiegeln diese kurzfristige Volatilität. Dies nutzen wir, indem wir neben unserem Grundbestand ein wenig damit handeln. Wie auch immer, der durchschnittliche Gewinn je Aktie stieg 2018 um mehr als 40% und für 2019 erwarten wir, dass die Aktie noch besser abschneidet. Die Dividenden dürften

4% übersteigen. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen bei etwas mehr als 10. Interessanterweise kündigte das chinesische Unternehmen Joyvio Group gerade den Kauf des chilenischen Lachszüchters Australis für 880 Mio. USD an. Dieser Preis ist deutlich höher als der, zu dem unsere Unternehmen gehandelt werden.

United Technologies ist ein weltweit führender Anbieter von Aufzügen, Klimaanlage und Flugzeugtriebwerken (es ist der Hauptpartner von MTU). Die Gewinne stiegen um 7% und wir gehen davon aus, dass sie 2019 um weitere 7-8% zulegen werden. Das Unternehmen kündigte an, dass es plant, sich in verschiedene Teile aufzuspalten, um Anleger besser auf eine bestimmte „Geschichte“ zu fokussieren. Fusionen und Abspaltungen des operativen Geschäfts wirken sich in der Regel wertmindernd aus (mit Ausnahme der Investmentbank), aber bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 für eine Kapitalrendite von 16% sind die Aktien sehr preiswert und wir halten die Position.

Im Bereich der industriellen Dienstleistungen besitzen wir zwei Unternehmen, die sich schlechter als erwartet entwickelten: ISS und Sodexo. Die Gewinne von Sodexo sanken dieses Jahr wegen Problemen auf dem US-amerikanischen Markt sogar um 10%. 2019 dürfte sich das Unternehmen aber wieder erholen, auch wenn die Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17 gehandelt werden. ISS erzielte dieses Jahr gleich bleibende Gewinne und auch hier erwarten wir 2019 eine Verbesserung. Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12 und ein Dividendenertrag von 4,7% geben uns Anlass genug, um abzuwarten.

Wen man den Aktienkurs betrachtet, war Pandora eine furchtbare Anlage: wir kauften das Unternehmen vor einigen Jahren und seine Aktien werden zu einem Preis gehandelt, der 55% niedriger ist als der Kaufpreis. Das Unternehmen wandelt sich. Seine bislang überaus schnell wachsende und äusserst profitable Tätigkeit ist inzwischen stärker gesättigt. Wir halten seine strategische Position jedoch für solide und zukunftsträchtig. Wir gehen davon aus, dass es eine ein bis zwei Jahre dauernde Übergangsphase geben wird, aber mit einer Rendite der frei verfügbaren Barmittel von derzeit 15% macht das Unternehmen einen ziemlich preisgünstigen Eindruck. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt bei 5,7, die Kapitalrendite bei unglaublichen 70% und der Dividendenertrag bei 6,4%, und dies alles bei geringen Schulden. Der Verwaltungsrat prüft das Interesse verschiedener Private-Equity-Fonds und ist auf der Suche nach einem neuen Vorstandsvorsitzenden, der den Übergangszeitraum leiten soll.

Im Gesundheitssektor entwickeln sich Grifols und Medtronic gut. Die Gewinne in US-Dollar von Medtronic stiegen um 5% und wir erwarten, dass sich die Entwicklung 2019 weiter verbessert. Das Unternehmen ist ein echter „Compounder“. Es steigert die Gewinne jedes Jahr ungeachtet der wirtschaftlichen Bedingungen und der Handelsaktivitäten und sein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17 ist sehr angemessen. Grifols befindet sich immer noch in der Investitionsphase, aber wenn die Investitionen 2020/2021 reif werden,

erwarten wir Gewinne von 1,50 Euro je Anteil. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis läge dann bei 13, bei einem äusserst stabilen, nicht-zyklischen, schnell wachsenden Unternehmen mit einem Multiplikator von nahezu 20. Ähnlich verhält es sich mit MTU. Alle wissen, dass das Unternehmen in zwei bis drei Jahren sehr profitabel sein wird, aber die Anleger warten ab, bis der Zeitpunkt näher rückt. Wenn sie dann loslegen, wird sich der Kurs schnell anpassen. Diesen Punkt haben wir fast erreicht.

Apple war die grosse Neuigkeit der vergangenen Monate und dem, was bisher hierzu geschrieben wurde, haben wir nichts hinzuzufügen. Wir sind der Ansicht, dass das Unternehmen sehr stark positioniert ist. Seine Gewinne steigen jedes Jahr, 2018 um unglaubliche 30% im Vergleich zum Vorjahr. Mit einem bescheidenen Gewinnwachstum im Jahr 2019 sollte man leben können. Die Rentabilität ist gewaltig: Die Kapitalrendite beträgt 40%, das Unternehmen generiert pro Quartal über 20 Mrd. US-Dollar an frei verfügbaren Barmitteln und verfügt über Nettobarmittel von über 100 Mrd. US-Dollar, die es an die Aktieninhaber zurück gibt. Die Nutzerbasis des Unternehmens ist sein wichtigstes Kapital. Sie wächst weiter und dies erhöht die Umsatzerlöse aus Dienstleistungen (2018 stiegen sie um mehr als 19%), während das Unternehmen in wichtigen Ländern wie den USA und Deutschland weiter Umsatzrekorde bricht. Das Wachstum wird sich abschwächen oder mitunter wie etwa in China Konjunkturschwächen begegnen, aber das Unternehmen wird mit einem unglaublichen barmittelbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11 gehandelt. Bei diesem Kurs werden wir in den kommenden Jahren wohl gut verdienen.

Im Finanzsektor besitzen wir Visa und die niederländische Bank ING. Wir erwähnten bereits zu einem früheren Zeitpunkt, dass Visa wohl in einem der weltweit besten Geschäfte tätig ist. Nach der Übernahme von Visa Europe stiegen seine Gewinne je Anteil 2018 um 30% und wir erwarten, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren weiter kräftig wachsen wird. Diese Qualität kommt in seinem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25 zum Ausdruck, wir halten den Preis für ein derart aussergewöhnliches Unternehmen jedoch immer noch für angemessen.

Bei ING ist es genau umgekehrt. Sein Geschäft wächst nur geringfügig, aber das Unternehmen ist sehr stabil, wird gut geführt, ist preiswert, hat ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 7 und einen dicken Dividendenenertrag von 7,2%.

Im Bereich der Baustoffe besitzen wir drei auf ihrem Gebiet führende Unternehmen: Air Liquide, HeidelbergCement und Wienerberger. Sie sind preiswert, profitabel und wachsen. Air Liquide ist sehr stabil und weniger abhängig vom Geschäftszyklus als die anderen beiden, aber HeidelbergCement ist geografisch gut diversifiziert und Wienerberger ist nach Jahren geringer Bautätigkeit in Mittel- und Osteuropa immer noch dabei, „aufzuholen“. Ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse reichen von 19 bei Air Liquide bis 8,6 bei HeidelbergCement, das darüber hinaus eine hohe Dividende von 4,4% hat.

Weiter unten erörtern wir die Erdöl- und Kupferpositionen unseres Natural Resources Fund.

Unsere Beteiligungen haben also ein profitables Jahr hinter sich, die Handelsvorgänge waren grösstenteils gewinnbringend, wobei es auch einige Fragezeichen gab.

## **NATURAL RESOURCES**

Wir haben zwar zahlreiche Veränderungen erlebt, aber in der Erdölbranche bleibt alles beim Alten. Im Oktober begann die OPEC, Rekordmengen zu fördern (33 Mio. Barrel pro Tag), um, wie wir glauben, den absehbaren Rückgang der iranischen Produktion wegen der US-Sanktionen zu kompensieren. Die Trump-Regierung beschloss, die Sanktionen um sechs Monate zu verschieben. Das Ergebnis: eine Zunahme des Angebots um 1,5 Mio. Barrel pro Tag (überwiegend aus Saudi-Arabien) und eine umfassende Preiskorrektur, angetrieben durch technische Aspekte, darunter umfangreiche Long-Positionen im Ölhandel bzw. Short-Positionen im Gashandel (was langfristig sinnvoll ist), die abgewickelt werden mussten, sowie durch das Bedürfnis der Banken, die an Ölproduzenten verkaufte Deckung des Jahres 2019 abzuschern.

Nach der Drosselung der OPEC+-Länder (im Wesentlichen Saudi-Arabien sowie Russland) im Dezember kommt der Markt wieder ins Gleichgewicht. Inzwischen waren bereits vier Wochen mit Bestandsrückgängen zu verzeichnen. Es wird zwar noch einige Wochen dauern, die Preise werden sich jedoch schrittweise in Richtung 70/80 US-Dollar pro Barrel bewegen, ein Preis, den die Branche benötigt, um wieder zu investieren. Interventionismus, Kartelle, usw. lehnen wir zwar ab, aber wir glauben, dass die OPEC+-Länder der Weltwirtschaft einen Gefallen tun, wenn sie das Angebot beschränken und die Preise in erforderlicher Masse erhöhen, sodass eine Investition in neue Förderung gerechtfertigt ist. Die Branche hat seit 2014 äusserst wenig investiert (ausser bei „Schieferöl“) und ab 2019/20 wird sich dies deutlich bemerkbar machen. Die Welt muss sehr viel mehr in Erdöl investieren (besonders in Tiefseeöl), um den in den kommenden Jahren erwarteten Bedarf zu decken, und hierfür benötigt man attraktive Ölpreise.

Darüber hinaus erreicht Schieferöl seinen Sättigungspunkt. Aufgrund von Aspekten wie der zunehmenden Erschöpfung (alleine für eine gleich bleibende Förderung sind mehr Investitionen nötig), der nachlassenden Produktivität (über 50% der Bohrlöcher in den wichtigsten Fördergebieten sind bereits angrenzende Bohrlöcher, so genannte „child wells“, usw.) und Logistikproblemen (Pipelines, Sand, Fahrer, usw.) glauben wir, dass Schiefer nicht die einzige zukünftige Quelle wachsender Ölvorräte sein kann.

Aber was vielleicht noch wichtiger ist: Die Menge des vorhandenen Schiefers ist nicht so relevant, weil unsere Zahlen darauf hindeuten, dass Schieferöl



den gleichen Preis benötigt wie Tiefseeöl oder Ölsand, um Anreize zu schaffen oder profitabel zu sein - dies ist ab dem Bereich von 65/75 US-Dollar pro Barrel der Fall.

Man muss die richtigen Berechnungen anstellen und die Erschöpfung und verschiedene andere Kosten (Transport, Preisnachlässe, Betriebskosten, usw.) berücksichtigen, um zu ermitteln, wie rentabel das Geschäft wirklich ist. Ein kleines Detail: Bisher haben Schieferölförderer noch nie frei verfügbare Barmittel generiert, auch nicht, als der Ölpreis bei über 100 US-Dollar pro Barrel lag.

Während dieser Marktkorrektur haben wir unsere Erdölanlagen erhöht und wir hatten vorübergehend Schwierigkeiten, aber es besteht sehr hohes Potenzial, dass Anfang 2019 hoffentlich konkrete Formen annehmen wird.

Kupfer: Der Markt ist unterversorgt und unüblicherweise ist der Preis gefallen.

2018 gab es bei Kupfer nach unseren Berechnungen eine bereinigte Unterversorgung von etwa 150.000-200.000 Tonnen. Dieses Jahr sanken die Vorräte, was die Zahlen bekräftigt. Makroökonomische Sorgen (Rezession/China) führten nicht zu einem Anstieg der Kupferpreise, stattdessen kehrten sie zurück auf ein Niveau (2,7 US-Dollar je Pfund) deutlich unterhalb der Preise, die einen Investitionsanreiz bieten würden. Wir prüften erneut unsere Zahlen für Angebot und Nachfrage, mit dem Ergebnis, dass der Markt 2019, 2020 und 2021 nach wie vor unterversorgt sein wird. Nur wenige grosse Projekte kommen in Gang, 2019/20 (Cobre Panama) und 2022/23 (Oyu Tolgoi und die Grasberg-Blockhöhlen). Deshalb muss die Knappheit in den Preisen zum Ausdruck kommen, um Investitionen anzulocken und wenn die makroökonomischen Sorgen fortbestehen, dürften wir gut daran verdienen.

Eine weitere grosse Position des Natural Resources Fund sind Lachszüchter. Sie machen etwa 17% des Portfolios aus und wurden weiter oben bereits erörtert.

Wir haben den kasachischen Uranförderer Kazatomprom hinzugefügt. Dies ist der „andere“ Förderer neben Cameco (das wir ebenfalls besitzen). Das Unternehmen hat gerade den Börsengang hinter sich und weckte bei Anlegern kaum Interesse. Wenn sich der Uranpreis in den kommenden Jahren normalisiert, wird der jährliche Dividendenenertrag höher sein als 25%.

Noch eine letzte Bemerkung zu den Rohstoffpreisen: Interessanterweise entwickeln sich die Rohstoffe ohne Finanzmärkte (Eisenerz, Kohle, usw.) besser als die Rohstoffe mit Finanzmärkten (Erdöl, Kupfer, usw.). Anders ausgedrückt: Die Realwirtschaft bewertet Rohstoffe auf Grundlage des tatsächlichen Angebots und der tatsächlichen Nachfrage, nicht anhand von makroökonomischen Aussichten. Dieser Unterschied hat natürlich nur Bestand, so lange Vorräte vorhanden sind. Wenn ein Rohstoff knapp wird,

steigt sein Preis, wie etwa bei Eisenerz oder Kohle in den vergangenen Quartalen, unabhängig von den makroökonomischen Einschätzungen der Anleger.

#### **Einige Anmerkungen zum wirtschaftlichen Umfeld, oder wie sich das Umfeld in nur wenigen Monaten geändert hat.**

Ende September stieg der LTIF Classic im bisherigen Jahresverlauf um 8% und der Nettoinventarwert betrug etwa 443 Euro. Am Jahresende war ein Rückgang von 15% zu verzeichnen und der Nettoinventarwert lag bei 350 Euro. Wie bereits erwähnt, entspricht dieser Rückgang in etwa dem der europäischen Indizes und ist geringer als im Energie- und Rohstoffsektor, in die wir hauptsächlich investiert haben.

Das Wirtschaftswachstum war gleichwohl recht ordentlich. In den USA stieg das BIP um 3,5%, in Europa um 2%, in China um 6% und weltweit leicht über dem Durchschnitt. Eigentlich entspricht dies nicht der rasanten Korrektur, die wir erleben.

Wir glauben, dass der Markt begonnen hat, eine Rezession einzukalkulieren, vor allem aus den folgenden drei Gründen: 1) Der zu aggressive Straffungszyklus der Fed; 2) Die harte konjunkturelle Landung Chinas, verstärkt durch einen möglichen Handelskrieg; 3) Der Brexit und seine Auswirkungen auf das Wachstum in Europa. Zudem muss man die Zunahme des computergesteuerten algorithmischen Handels berücksichtigen, der tendenziell „prozyklisch“ ist: Maschinen kaufen, wenn die Märkte steigen und verkaufen wenn sie fallen. Dies verschärft die Marktbewegungen.

Was wir erleben, ist zweifellos eine „Verlangsamung in der Mitte des Konjunkturzyklus“. Die Konjunktur ist schwächer als zuvor und zwei Probleme haben sich ein Stück weit verschärft: Die chinesische Wirtschaft drosselt ihr Tempo (unter dem Einfluss eines Handelskriegs) und der Brexit erweist sich als chaotisch. Wir sind der Meinung, dass die Fed die Zinskurve in vernünftiger Weise steuert.

- Rezessionen sind 2019 oder 2020 unserer Ansicht nach nirgendwo in Sicht.

Laut makroökonomischen Prognosen wird das BIP weiter wachsen, in den USA 2019/20 um ungefähr 2,7%, in Europa um etwa 1,5-1,7% und in China um etwa 6%. Wir befinden uns zwar in der Mitte dieses Konjunkturzyklus, aber nach der grossen Finanzkrise 2008/09 begannen wir auf viel geringerem Niveau und es wird noch einige Jahre dauern, bis wir den Höhepunkt erreichen. Auf dem Kreditmarkt gibt es zwar teilweise Probleme, die Industrieländer haben aber noch keine grösseren Kredit-, Lohn- oder Investitionsüberschüsse, die auf eine bevorstehende Rezession hindeuten würden. Da sich die Kerninflation in Grenzen hält, können sich die Zentralbanken erlauben, das Tempo ihrer geldpolitischen Normalisierung zu drosseln, falls es notwendig sein

sollte, das Wachstum zu stützen. Wenn die Welt die grössten politischen Risiken übersteht, dürfte 2019 besser werden, als es von den Märkten zurzeit eingepreist wird. Die chinesische Wirtschaft, deren Grösse, Komplexität und Daten nur schwer zu erfassen sind, könnte ein Joker sein. Die Geld- und Fiskalpolitik verleitet uns allerdings zu der Annahme, dass es 2H2019 eine weiche Landung mit einer Erholung geben wird. Die Leistungsbilanz der chinesischen Wirtschaftsbehörden war in den letzten zehn Jahren recht gut und unsere Berechnungen legen nahe, dass dies auch in den nächsten zehn Jahren der Fall sein wird.

Die nahezu inverse Zinskurve macht uns nicht allzu grosse Sorgen, da abgesehen von Vollbeschäftigung und dem Beginn einer etwas verstärkten Inflationstendenz nur wenige Indikatoren auf ein Risiko hindeuten und wir keine relevanten Blasen finden konnten. Die Zinsen, die uns im Laufe dieses Zyklus die grössten Sorgen bereiteten, normalisieren sich bereits in den USA und auch in Europa wird dies in einigen Jahren der Fall sein.

- Ein Handelsabkommen zwischen China und den USA scheint möglich zu sein.

Die wirtschaftliche Logik gibt Grund zur Annahme, dass die USA und China letztlich irgend eine Art von Vereinbarung treffen werden. Beide Volkswirtschaften benötigen dies mehr denn je (denken Sie an den berühmten Satz des ehemaligen Präsidenten Clinton: „It’s the economy, stupid!“). Man sollte die Leistungsbilanz der Trump-Regierung zur Kenntnis nehmen. Nach aggressiven Drohungen schloss sie Abkommen mit Mexiko, Kanada, Nordkorea und der EU. Wenn sich der Handelskonflikt zwischen China und den USA fortsetzen sollte, sind dessen Auswirkungen jedenfalls nicht gross genug, um den Konjunkturzyklus zu beeinträchtigen - sie sind zu bewältigen.

- Ein harter Brexit könnte wirklich schmerzhaft für die Wirtschaft sein.

SIA hat die Auswirkungen eines Brexit womöglich unterschätzt, wir halten das Ganze für grossen Unsinn. Wir waren der Ansicht, dass ein Austritt leichter vonstatten ginge und erkannten zu spät, dass ein Anleger aus Amerika, Asien und sogar aus Europa angesichts dieser Gefahr eigentlich nicht in Europa investieren kann. Das Hauptszenario ist unserer Meinung nach immer noch ein weicher Brexit ohne grössere langfristige Auswirkungen auf die Struktur Europas. Ein harter Brexit hingegen würde nach unserer Ansicht über mehrere Quartale hinweg zu einer Rezession im Vereinigten Königreich und zu einem weitaus gedämpfteren Wachstum im restlichen Europa führen.

Wir gehen allerdings immer noch von folgendem Hauptszenario aus: 1) keine weltweite Rezession, 2) ein weicher Brexit und 3) ein Abkommen zwischen den USA und China. Vor diesem Hintergrund ist der Aktienmarkt inzwischen sehr preiswert, eigentlich sogar unglaublich preiswert. Es gibt viele

Anlagechancen, besonders bei allen konjunktur- und zyklusabhängigen Sektoren/Unternehmen.

Europa wird zum zwölffachen der Gewinne für 2019E gehandelt, die USA zum vierzehnfachen der Gewinne für 2019E, und die Schwellenmärkte werden grösstenteils auf sehr attraktivem Niveau gehandelt. Vielfach gab es bereits Gewinnwarnungen wegen einer gedämpfteren Konjunktur (vor allem bei Finanz-, Automobil- und Industrierwerten sowie Unternehmen für Halbleitertechnik). Andere grosse Branchen machen einen recht guten Eindruck (Gesundheit, Verbraucher, andere Technologiewerte, Energie und Rohstoffe). Natürlich glauben wir nicht, dass eine weltweite Rezession bevorsteht. Die folgenden Schätzungen der OECD bieten einen guten Überblick über unser Ausgangsszenario, also die Rückkehr von Wachstum und danach einige solide Jahre.

Globale Volkswirtschaften. Schwächere Dynamik. Wachstum folgt wieder dem Trend.

*Year-on-year, %. Arrows indicate the direction of revisions since May 2018.*

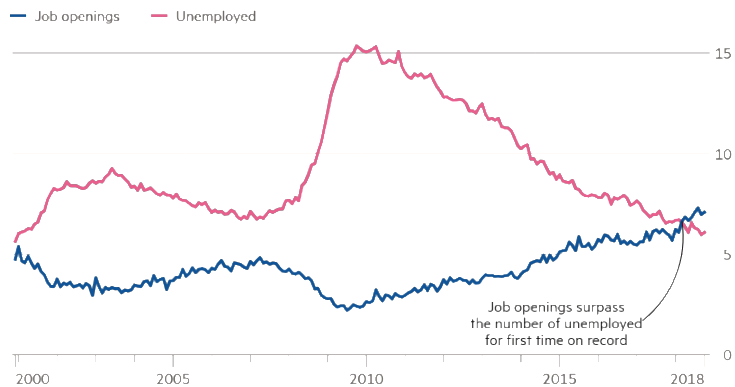
	2017	2018	2019		2017	2018	2019
World	3.6	3.7	3.7	G-20	3.8	3.9	3.8
Australia	2.2	2.9	3.0	Argentina	2.9	-1.9	0.1
Canada	3.0	2.1	2.0	Brazil	1.0	1.2	2.5
Euro area	2.5	2.0	1.9	China	6.9	6.7	6.4
Germany	2.5	1.9	1.8	India <sup>1</sup>	6.7	7.6	7.4
France	2.3	1.6	1.8	Indonesia	5.1	5.2	5.3
Italy	1.6	1.2	1.1	Mexico	2.3	2.2	2.5
Japan	1.7	1.2	1.2	Russia	1.5	1.8	1.5
Korea	3.1	2.7	2.8	Saudi Arabia	-0.7	1.7	2.6
United Kingdom	1.7	1.3	1.2	South Africa	1.2	0.9	1.8
United States	2.2	2.9	2.7	Turkey	7.4	3.2	0.5

*Quelle: OECD*

Die Makroübersicht dieser Grafik verdeutlicht unserer Ansicht nach einen interessanten Aspekt: Sie zeigt, dass es in den USA zurzeit mehr offene Stellen gibt als Menschen, die einen Job suchen. Die Grafik lässt sich jedoch auf zweierlei Weise interpretieren: Es ist positiv, dass sich die Wirtschaft äusserst gut entwickelt und wenn die Menschen Arbeit finden, kann es keine Rezession geben. Negativ ist jedoch, dass die Wirtschaft offensichtlich nicht mehr viel Spielraum hat, sich zu verbessern, auch wenn in den USA (und erst recht in Europa) viele Menschen, welche die Jobsuche zuvor aufgegeben hatten, wieder einen Job haben. Insgesamt glauben wir, dass es mittelfristig nicht allzu viele Probleme geben wird.

### A tightening US labour market in one chart

The number of job openings outnumber the jobless (m)



Sources: Refinitiv, Federal Reserve Bank of St. Louis, US Bureau of Labor Statistics, Oppenheimer Funds  
© FT

Matthew Rocco DECEMBER 21, 2018

Man darf auch nicht vergessen, dass die Welt gegenwärtig sehr viel mehr ist als nur die USA und erst recht sehr viel mehr als das Vereinigte Königreich. Die allerschlimmste aller möglichen Brexit-Optionen wäre (naturgemäss) schlecht für das Vereinigte Königreich, aber in der Realwirtschaft würde sich dies kaum bemerkbar machen.

Wir möchten allerdings noch einmal wiederholen, dass wir kein „Makro-fonds“ sind. Wir investieren nicht anhand von makroökonomischen Prognosen oder versuchen, Marktentscheidungen zeitlich abzustimmen. Am Anfang dieses Newsletters erwähnten wir bereits, dass die Märkte häufig überreagieren und wir wissen ganz sicher nicht, wie wir den Märkten bei Spekulationsbewegungen zuvorkommen können. Wir wissen jedoch, wie man die langfristigen Aussichten von Unternehmen analysiert und wie man gute Anlagen findet, die zwangsläufig auch schwierige Phasen durchlaufen. Wenn Anleger glauben, dass sie investieren können, wenn es gut läuft und dass sie ihre Anlagen zurückziehen können, wenn es schlecht läuft, werden sie merken, dass sie teuer kaufen und billig verkaufen. Tolle Unternehmen und grossartige Portfolios entstehen erst mit der Zeit und müssen die Hochs und Tiefs moderner Volkswirtschaften ertragen. Sehr gute Anlagen tätigt man, wenn die Dinge schlecht laufen, in guten Zeiten hingegen zahlt man zu viel. Lesen Sie noch einmal das berühmte Zitat von Warren Buffet am Anfang dieses Newsletters.

### VERGlichen mit früheren Kennzahlen erscheint der Classic Fund wirklich preiswert

Der theoretische Substanzwert des LTIF Classic (die Summe der Substanzwerte aller Portfolioaktien) hat sich kaum verändert, er liegt bei 625 Euro je Anteil. Mittelfristig steigt er um 70% und hat einen internen Zinsfuss von 17%.

Einen Grossteil unserer Schätzungen haben wir bereits aktualisiert und die Gewinne je Anteil und die Substanzwerte haben sich kaum verändert. Unseren angestrebten Nettoinventarwert haben wir 2018 nicht erreicht. Berechnet wird dieser auf Grundlage der Prognosen und des normalisierten Anteils der Portfoliounternehmen, und er lag bei 440/450 Euro.

Mit Blick auf das Jahr 2019 erhöht sich der angestrebte Nettoinventarwert ausser bei einer schweren Rezession im Vergleich zum aktuellen Preis um 30% auf 475 Euro, da wir unserer Verluste des Jahres 2018 wieder gut machen müssen, um uns unserer langfristigen Leistungsbilanz (9% pro Jahr seit Beginn) und unserem Ziel einer jährlichen Nettorendite von 10% anzunähern. Wir vergleichen uns absichtlich mit den globalen Indizes, aber unsere Anleger wissen sehr wohl, dass wir eine jährliche Rendite von 10% mit geringem Branchenrisiko anstreben.

Der Natural Resources Fund ist natürlich noch preiswerter, da er von den Panikverkäufen der vergangenen Monate doppelt betroffen war. Er hat jedoch sehr gute Aussichten, denn das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ist nun mal, wie es ist, und ändert sich nur langsam. Für Förderer von Erdöl und Kupfer sind die Aussichten zurzeit äusserst günstig (und in geringerem Masse gilt dies auch für Förderer anderer Metalle).

Erfahrene Aktienanleger wissen, dass die Märkte im Durchschnitt alle zehn Monate um 5%, alle eineinhalb Jahre um 10% und alle fünf Jahre um 20% sinken. Trotzdem können sie natürlich auf lange Sicht um 6-7% pro Jahr steigen. Mit unseren konkreten Anlagen und indem wir von Rückgängen profitieren, werden wir ein solches Ergebnis sogar noch übertreffen.

## 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: LTIFFCLA LX

### LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: 3'101'820  
Bloomberg: LTIFFCLU LX

### LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: 3'101'817  
Bloomberg: LTIFFCLC LX

### LTIF – Classic GBP

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

### LTIF – Classic EUR-D

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

### LTIF – SRI EUR

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

### LTIF – SRI USD

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

### LTIF – SRI EUR-D

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

### LTIF – Natural Resources EUR

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2'432'575  
Bloomberg: LTIFFGEV LX

### LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3'101'839  
Bloomberg: LTIFFGEU LX

### LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3'101'836  
Bloomberg: LTIFFGEC LX

### LTIF – Natural Resources GBP

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

### LTIF – Stability A Cap EUR

ISIN: LU1128810261  
Telekurs: 25'840'496  
Bloomberg: LTIISTA E LX

### LTIF – Stability A Cap EUR

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

### LTIF – Stability A Cap CHF

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

### 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