

# Newsletter

Juni 2019

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Entwicklung unseres Portfolios im zweiten Quartal 2019* 6
- *Veränderungen des Portfolios* 9
- *Anhang* 10

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

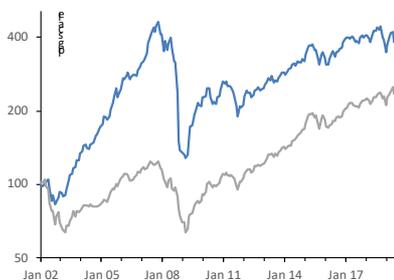


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR  
vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

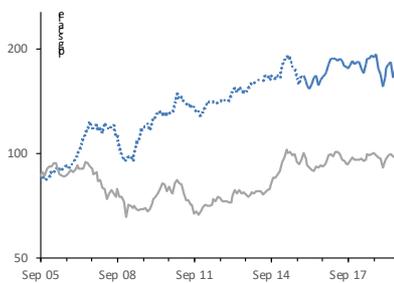


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR  
vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

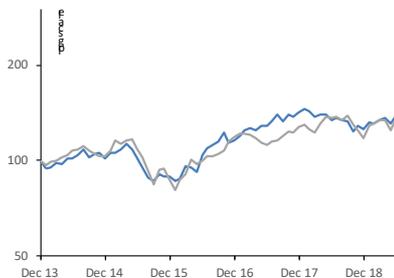
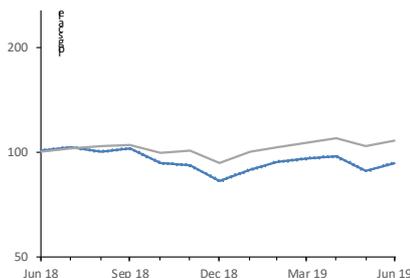


Abbildung 4: LTIF SRI EUR  
vs. MSCI Daily TR Net World Index EUR



Die Wolken ziehen wieder vorüber

Nike Run Club

### Überblick über unsere Fonds

Tabelle 1 und Abbildungen 1 bis 4 zeigen, wie sich der Nettoinventarwert unserer Fonds entwickelt hat. In den vergangenen drei Monaten entwickelte er sich etwas schlechter als die wichtigsten Indizes. Hierfür gibt es einen einfachen Grund: Wir besitzen Aktien von Unternehmen, die Öl und Kupfer fördern und die in diesem Zeitraum einbrachen. Der Rest entwickelte sich eigentlich ziemlich gut.

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

June 30, 2019	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	405.80	-2.5%	-5.0%	8.4%	124
LTIF SRI (EUR)	93.54	-2.4%	-7.4%	-6.4%	11
LTIF Natural Resources [EUR]	106.34	-6.5%	-12.3%	0.4%	19
LTIF Stability A Cap [EUR]	175.85	-3.3%	-6.7%	4.2%	8

Quelle: SIA Group

Neben Unternehmen wie California Resources (-24%), Premier Oil (-21%), First Quantum (-17%) oder Hudbay Minerals (-25%) haben wir aber auch andere Aktien, deren Kurse bedeutend zugelegt haben, etwas Lachszüchter (+15%), Prysmian (+12%), Metso (+15%), Visa (+10%), usw. Aber wir erwähnen dies in jedem Newsletter: Wichtig ist nicht die Entwicklung der Aktienkurse, sondern wie es den Unternehmen geht. Denn hieraus lässt sich am besten schliessen, wie sich die Aktien in Zukunft entwickeln werden.

In unserem stark diversifizierten Portfolio gibt es immer Unternehmen, die besser abschneiden als andere. Aber im Allgemeinen erzielen unsere Unternehmen weiterhin gute Ergebnisse. Bei einer Firma wie Prysmian, die über mehrere Quartale für schlechte Nachrichten sorgte, hat sich das Blatt schliesslich zum Guten gewendet; Mischkonzerne (Nestlé, Unilever, Reckitt...) setzen ihre gute Entwicklung fort; die Lachszüchter erzielen bessere Preise als vom Markt erwartet wurde und das Angebot kann wieder einmal nicht mit der Nachfrage Schritt halten...insgesamt steuern wir dieses Jahr eine bedeutende Gewinnsteigerung an.

Zwei grosse Positionen, Erdöl- und Kupferproduzenten, hängen natürlich stark von den zugrunde liegenden Rohstoffen ab. Beide Unternehmen gingen in diesem Quartal zurück und das schlechte Abschneiden ihrer Aktien lässt sich grösstenteils hierauf zurückführen. Wir sind aber weiterhin davon überzeugt, dass sich die Dynamik von Angebot und Nachfrage auf beiden Märkten in naher Zukunft positiv auswirken wird. Die Aktien werden zurzeit jedenfalls zu einem sehr niedrigen Kurs gehandelt, der nicht dem aktuellen Rohstoffpreis entspricht, geschweige denn einem angemesseneren langfristigen Preis. In dieser Hinsicht machen wir uns bei diesen Positionen keine Sorgen.

Dabei (und insbesondere beim schlechten Abschneiden der mit Rohstoffen in Verbindung stehenden Aktien) muss natürlich berücksichtigt werden, dass im Zuge des „Handelskrieges“ und der damit einhergehenden Rezessionsangst die Sorgen zunehmen. Viele Anleger machen sich hierüber Gedanken. Wir möchten diese Aspekte im Folgenden erörtern.

Wenn der Präsident der Vereinigten Staaten sagt, dass „Handelskriege gut und leicht zu gewinnen“ sind, dann trägt das natürlich nicht dazu bei, die „Marktstimmung“ zu heben. Und dabei geht es nicht nur um die „Stimmung“: den Umsatz und die Rentabilität eines deutschen Herstellers von Maschinen für die Produktion von Waren, der viele dieser Maschinen nach China verkauft, wird vermutlich schon beeinträchtigt, wenn Handelskriege lediglich erwähnt werden, geschweige denn, wenn sie tatsächlich stattfinden. Die chinesische Wirtschaft, das Hauptziel von Trumps Handelskrieg, ist seit vielen Jahren der wichtigste Antriebsfaktor des globalen Wachstums. Jegliche Beeinträchtigung dessen führt dazu, dass die Aktienmärkte nervös werden. Die Quartalsdaten, die in den meisten Volkswirtschaften auf eine Abschwächung der Konjunktur hindeuteten, verstärkten die Bedenken (und erklären die oben erwähnten Einbrüche bei Rohstoffproduzenten).

Aber wie so oft bei Marktbewegungen muss man hinter die Schlagzeilen und die sich selbst verstärkenden Reaktionen blicken und sich die langfristigen wirtschaftlichen Folgen dieser Nachrichten ansehen.

Auf mikroökonomischer Ebene können Zölle für ein bestimmtes Unternehmen eine verheerende Wirkung haben, wenn sie tatsächlich auf dessen wichtigstes Produkt abzielen und das Unternehmen auf die Schnelle keinen alternativen Vertriebskanal findet. Aber um einzuschätzen, wie sich Zölle auf den Gesamtmarkt auswirken, muss man sich die makroökonomischen Folgen ansehen. Den Umsatz, den dieses Unternehmen verliert, erzielen schliesslich sehr wahrscheinlich andere Unternehmen, die nicht von den Zöllen betroffen sind (denn darum geht es bei Zöllen ja eigentlich: den „Feinden“ das Geschäft zu nehmen, um es den „Freunden“ zu geben). Wenn dem so ist, wie sehen die wirtschaftlichen Folgen aus?

Zunächst sollte man bedenken, dass Zölle indirekte Steuern sind. Es ist in etwa wie eine Umsatzsteuer, die auf den Vorsteuerpreis von Waren und Dienstleistungen aufgeschlagen wird. Der Hauptunterschied besteht darin, dass eine Umsatzsteuer (zumindest prinzipiell) für alle Waren und Dienstleistungen gilt und Zölle nur für bestimmte Waren und Dienstleistungen gelten. Für einen amerikanischen Verbraucher steigen hierdurch die Preise für Waren, die aus China importiert werden und die Preise anderer Waren verändern sich nicht. Natürlich steigt auch der Preis von in den USA hergestellten Produkten, die mit den in China hergestellten Produkten konkurrieren (etwa Waschmaschinen), weil dessen Hersteller den Preisanstieg der Konkurrenz ausnutzen. Dabei wird aber lediglich Vermögen von amerikanischen Verbrauchern zu amerikanischen Herstellern verschoben.

Der Wirtschaft werden also eigentlich neue Steuern auferlegt, die gewisse Produkte benachteiligen. Wegen der nachteiligen Wirkung dieser Steuern ändern sich mit der Zeit die Produktionsmuster (wieder das, warum es bei Zöllen eigentlich geht) und die Produktion wird an einen anderen Ort verlagert. Auf makroökonomischer Ebene ist die Steuererhöhung jedoch auf kurze Sicht die einzige Folge. Wie hoch war dieser Anstieg?

Die US-Regierung hat für chinesische Importe Zölle von maximal 20% auf Waren im Wert von 600 Mrd. USD angedroht. Hierdurch entstünden neue Steuern in Höhe von 120 Mrd. USD. Die US-Regierung hat Steuereinnahmen von insgesamt 7 Billionen USD (Bundessteuern, Steuern der Bundesstaaten und lokale Steuern). Die USA haben ein Bruttoinlandsprodukt von über 20 Billionen USD. Die neuen Steuern laufen also auf eine Verschärfung von weitaus weniger als 0,6% des BIP hinaus. Es lässt sich darüber streiten, ob dies für das Wachstum der USA von Bedeutung ist oder nicht. Aber in einem Land mit hoher Arbeitslosigkeit und einem ansehnlichen Haushaltsdefizit in Zeiten, in denen makroökonomische Vorsicht und ein Haushaltsüberschuss geboten scheinen, ist eine geringe Steuererhöhung keine grosse Katastrophe.

Steuern über Zölle zu erhöhen, ist wohl die schlechteste (und ineffizienteste) Möglichkeit, weil es zu wirtschaftlichen Verzerrungen führt: Investitions- und Kaufentscheidungen hängen nicht von wirtschaftlichen Leistungen ab, sondern von wechselnden Regierungsentscheidungen (wobei zudem auch Gerechtigkeitsaspekte aussen vor bleiben). Man muss jedoch bedenken, dass es hier aus makroökonomischer Sicht um recht geringe Beträge geht. Sind diese Handelskriege also schlecht für die Wirtschaft? Wahrscheinlich schon. Sehr schlecht? Nicht wirklich. Vergleichen Sie die hier genannten Grössenordnungen mit dem Rückgang des Marktwerts der westlichen Börsen in Höhe von 4 Mrd. USD.

Der Marktrückgang ist allerdings tatsächlich vorhanden: Kurzeithändler wissen, dass sie rohstoffabhängige Titel verkaufen müssen, wenn sich der Markt Sorgen über das Wachstum macht. Wenn man dabei zu den Ersten zählt, kann man als Händler Geld verdienen. Aber dies ändert nichts an der Bilanz aus Angebot und Nachfrage, von der die Rohstoffpreise abhängen und damit der Wert unserer Aktien.

Wird es zur einer Rezession kommen? Natürlich...irgendwann. Aber wir weisen immer wieder darauf hin, dass langfristiges Vermögen durch langjährige Investitionen in gute Unternehmen entsteht und nicht, indem man versucht, zu erraten, was der Markt als nächstes tun wird. Unsere Unternehmen entwickeln sich gut, werden dies in absehbarer Zukunft auch weiterhin tun und werden eine Rezession mit Sicherheit überleben. Viele konnten ihre Gewinne 2008 erhöhen. Und in der Zwischenzeit sammeln wir weiter unsere Dividenden (3%) und erhöhen den Wert unserer Anlagen, indem wir die Gewinne reinvestieren.

**Auf Regen folgt Sonnenschein Manchmal sehen wir nur Wolken. Aber jedes Mal ziehen die Wolken wieder vorüber.**

Der LTIF Classic beendete die erste Jahreshälfte 2019 mit einem Nettoinventarwert von 406 EUR je Anteil. Das ist ein Anstieg von 17% seit Jahresbeginn. Damit lag er in etwa im mittleren Bereich der vergangenen 12 Monate (450 EUR im ersten Quartal 2018 und 340 EUR im Dezember 2018). Für ein langfristig ausgerichtetes Portfolio mit soliden Unternehmen und begrenztem Risiko ist die Volatilität zu hoch. Zum Datum dieser Veröffentlichung war der Nettoinventarwert noch etwas mehr auf 412 EUR gestiegen (+19% seit Jahresbeginn). Wir befinden uns auf gutem Wege, bis Ende 2019 unser Ziel von 450 EUR zu erreichen.

Joggen hat oft eine beruhigende Wirkung und befreit das Denken. Die Trainingsapp Nike Run Club wies jüngst darauf hin, dass es beim Training häufig Probleme gibt (etwa Verletzungen), dass diese Wolken aber oft wieder vorüberziehen. Es mag seltsam erscheinen, aber dasselbe gilt auch für Investitionen: Auf kurze Sicht gibt es immer Probleme, etwa Handelskriege, echte Kriege, drohende und nicht oder tatsächlich eintretende Rezessionen (scheinbar weniger häufig, als man annehmen würde), usw. Aber diese Probleme verschwinden auch wieder und die Welt dreht sich weiter. Auf lange Sicht funktioniert das System.

Man muss sich auf die Langzeitentwicklung und die Auswahl guter Unternehmen konzentrieren. Dies dürfte für eine ausgezeichnete langfristige Rentabilität sorgen (historisch gesehen hatten die Aktienmärkte bislang eine

Jahresrendite von 6-7%). Es gibt viele kurzzeitige Probleme. Aber die Kombination aus langfristiger Perspektive, guten Unternehmen und Wert führt zu hervorragenden Ergebnissen und dürfte unserer Ansicht nach gegenüber dem Markt zusätzliche Rendite einbringen. Wir streben 10% pro Jahr an und sind nicht weit davon entfernt: Seit 2002, das Auflegungsjahr des Classic-Fonds, haben wir jährlich 9% erzielt.

Der Markt ist besessen vom kurzfristigen Lärm. In den letzten neun Monaten gab es zwei oder drei Monate, in denen sich die Lage etwas beruhigte. Der Rest war ein ständiger Kampf gegen Makroökonomie, Politik, Volatilität, Gefahren....also Wolken, Sturm, Blitz und Donner. Erst, als die USA und China vor einigen Wochen die Handelsgespräche wieder aufnahmen und die Fed und die EZB ihren Ton änderten, beruhigte sich die Lage.

Die meisten Aktienmärkte erholten sich im ersten Quartal 2019 etwas von den Verlusten des Vorjahres, weil sich der im vierten Quartal 2018 vom Markt befürchtete makroökonomische Sturm legte. Der MSCI World erzielte seit Jahresbeginn +16%, der S&P 500 +17% und der Eurostoxx 600 +14%, die meisten Schwellenmärkte lagen im positiven Bereich und der Index bei +9%. Die Börsen in China, Brasilien und Russland hatten in der ersten Jahreshälfte starke Kursanstiege zu verzeichnen und reagierten damit auf eine mögliche Stabilisierung/Erholung der dortigen Volkswirtschaften.

Es handelt sich wie gesagt nur scheinbar um ein hervorragendes Jahr, denn eigentlich ist es nichts anderes als eine teilweise Erholung vom Katastrophenjahr 2018.

**Der Himmel klart auf, obwohl sich die drei wesentlichen Risikofaktoren schlechter entwickelten, als wir erwartet hatten.**

Wir glauben immer noch, dass drei wesentliche Risikofaktoren eine globale Rezession verursachen können und dass sich die Lage seit Ende 2018 verschlechtert hat (auch wenn diese Entwicklung dynamisch ist und es stets eine lange Liste mit Risiken gibt, etwa ein Krieg im Iran und/oder Venezuela).

- 1. Die chinesische Wirtschaft stabilisiert sich scheinbar, dies dauert allerdings länger als erwartet.** Unser Grundszenario sieht für die zweite Jahreshälfte 2019 immer noch eine gewisse Stabilisierung vor und wir gehen davon aus, dass die Geld- und Steuerpolitik sowie direkte und indirekte staatliche Investitionen der chinesischen Regierung sich bemerkbar machen werden, obwohl dies aus den Daten noch nicht ersichtlich ist. Der Handelskrieg und das Problem mit Huawei haben zu einer gewissen Verzögerung geführt, aber eine Erholung im zweiten Halbjahr 2019 bzw. im ersten Halbjahr 2020 ist durchaus möglich. In beiden Fällen werden die Märkte dies 2019 vorwegnehmen.
- 2. Wiederaufnahme der Gespräche zwischen den USA und China.** Die von Trumps Regierung auferlegten Zölle und der Handelskrieg wären nicht so wichtig, wenn sich China nicht in einem Konjunkturrückgang befände. Aber dies ist der Fall. Die Wiederannäherung zwischen den USA und China nach dem G20-Gipfel ist ein Schritt in die richtige Richtung und wir gehen davon aus, dass sie sich am Ende einigen werden. Ein Teil des Schadens ist aber bereits entstanden und führt zu strukturellen Beeinträchtigungen: Viele Unternehmen, Investitionen, Lieferketten, usw. müssen ihr Engagement im Verhältnis zwischen den USA und China überdenken. Ohne tiefgreifende soziopolitische Veränderungen in China ist dies nahezu unmöglich. Einige positive Dinge blieben hingegen unbemerkt: Die erzielte Einigung zwischen der EU und dem Mercosur und die Erneuerung des nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA) verdeutlichen einen strukturellen Trend, an dem sich nichts ändern wird: die unvermeidliche Öffnung und Globalisierung der Märkte.

- 3. Ein harter Brexit ist inzwischen wahrscheinlicher.** Alle Umfragen deuten darauf hin, dass der nächste britische Premierminister Boris Johnson heisst. Ein harter Brexit wird also immer wahrscheinlicher. Wir glauben immer noch, dass es einen vereinbarten Austritt geben wird (langfristig wäre dies dasselbe wie kein Austritt, angesichts dessen, dass man die Inseln nicht ans andere Ende der Welt verschieben kann). Andernfalls sind wir aber davon überzeugt, dass ein harter Brexit keine globale Rezession verursachen wird und lediglich ein Zwischenstopp ist. Ausserdem muss man bedenken, dass die Laborpartei angekündigt hat, im Falle eines vereinbarten oder nicht vereinbarten Brexit eine Konsultation der Bevölkerung zu unterstützen und dass das Parlament darauf hinarbeitet, bei dieser Entscheidung ein Wörtchen mitzureden. Daher bleibt die Lage voraussichtlich bis spätestens Ende Oktober unsicher. Abgesehen davon beschränkt sich unser Engagement im Vereinigten Königreich lediglich auf Devro, Reckitt Beckinser und Premier Oil, die hiervon nicht wirklich betroffen sein dürften.

Trotz dieser Risikofaktoren und der schlechteren globalen Wirtschaftsentwicklung im zweiten Quartal bleiben wir bei **unserem Grundszenario einer Verlangsamung in der Mitte des Zyklus**. Die Fed und die EZB arbeiten bereits an einer Ankurbelung der Konjunktur, um die Erholung gegebenenfalls zu unterstützen. Deshalb glauben wir nicht, dass eine Rezession die Märkte erschüttern wird und erwarten die Endphase eines in der Regel mehrere Jahre andauernden Bullenzyklus.

Unsere Analyse stützt sich vornehmlich auf die Tatsache, dass wir keine Anzeichen von Stress erkennen können: Es gibt keine Bewertungsblasen (geringfügig im Hochzinsbereich, ein wenig bei Anleihen, Premiumimmobilien und in einigen kleinen Ländern...) und es gibt keine grossen Blasen/Spannungen mit Korrekturbedarf, wie etwa 2000/2001 oder 2008/2009.

Die Lage in China ist natürlich offen. Aber die Regierung hat eine hervorragende Erfolgsbilanz bei der Steuerung von Zyklen und beginnt mit neuen Wohnungsbeständen am Ende des Zyklus.

**Unser Ziel ist weiterhin ein Nettoinventarwert von 450 EUR je Anteil mit einem Anstieg von 29% im Vergleich zum Vorjahr.**

Der Classic-Fonds hat immer noch ein ausgeglichenes Engagement: Ein Drittel diversifizierte Mischkonzerne bzw. „Wachstum zu angemessenem Preis“, ein Drittel diversifizierte Wertorientierung und ein Drittel Ideen aus Überzeugung, bestehend aus Lachs, Energie (Erdöl) und Rohstoffen (Kupfer). Je nach Preisen und Handelsgeschäften ändern sich die Gewichtungen im Laufe des Jahres, aber die Struktur bleibt unverändert.

Der Classic-Fonds ist immer noch wertorientiert, d. h. wir versuchen, alle Kategorien/Segmente/Sektoren/Unternehmen günstig zu kaufen. Aber Wert ist relativ...Nestlé ist bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15x eine wertorientierte Anlage. Es gibt aber auch schlechte Unternehmen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 6x, die Wertfallen sind.

Der theoretische Nettoinventarwert des Classic-Fonds (die Summe der Substanzwerte aller Portfolioaktien) hat sich nicht verändert, er liegt bei 660 Euro je Anteil. Mittelfristig steigt er um etwa 60% und hat einen entsprechenden internen Zinsfuss von etwas mehr als 14%. Auch beim Kurs-Gewinn-Verhältnis des Classic-Fonds gab es 2019E mit 14x und 2020E mit 12x keine grösseren Bewegungen.

Ausser bei einer Rezession, einer globalen Krise oder einem unvorhersehbaren Ereignis (etwa ein Krieg) erwarten wir mit Blick auf 2019 einen Nettoinventarwert von 450 EUR. Dieser Anstieg von 30% gegenüber dem

Nettoinventarwert Ende 2018 scheint sehr hoch gegriffen. Aber grösstenteils kompensiert diese Wertentwicklung lediglich die Verluste von 2018.

In unserem Szenario einer makroökonomischen Stabilisierung wäre es äusserst normal, wenn wir wieder Boden gutmachen und die Niveaus von Oktober 2018 erreichen (440 EUR). Dabei nähert sich die Bilanz des LTIF Classic den von uns angestrebten 10% pro Jahr. Das Portfolio ist so aufgebaut, dass dies erreicht werden kann.

### Entwicklung unseres Portfolios im zweiten Quartal 2019

Den Grossteil seiner Verluste aus dem vierten Quartal 2018 konnte das Portfolio des LTIF Classic wieder kompensieren. Aber in den Sektoren, die im ersten Quartal 2019 an der Spitze standen, hat die Dynamik nachgelassen. Im ersten Halbjahr 2019 hatten alle Classic-Sektoren Anstiege im zweistelligen Bereich zu verzeichnen. Die Bereiche Energie (+14%, +50% im ersten Quartal 2019) und Bergbau (+1%, +30% im ersten Quartal 2019) verloren allerdings an Schwung.

Allgemein betrachtet entwickelte sich der Classic-Fonds im ersten Halbjahr 2019 gut. Folgende Aktien waren die einzigen, die nicht gestiegen sind: Leroy Seafood (schlechte Quartalsergebnisse, wir haben hinzugekauft), Henkel (schwache Ergebnisse, schlechtere Entwicklung von Waschmitteln in den USA, höhere Werbekosten und Angst vor der zyklischen Komponente von Klebstoffen) und Pandora (neuer CEO und geschäftliche Umstrukturierung).

Zusammenfassend kann man sagen, dass sich der Classic-Fonds im ersten Halbjahr 2019 im Durchschnitt wie von uns erwartet gut entwickelt hat. Überraschend ist allerdings, dass von unseren drei Fondsanlagen mit hoher Überzeugung (Erdöl, Kupfer und Lachs) nur Lachs funktioniert hat. Das ist gut. Es bedeutet, dass ein Grossteil des Fonds immer noch stark herabgesetzte Preise hat und bewertet wird, als ob wir uns mitten in einer globalen Rezession befänden, wobei die Fed per Twitter unter direkter Leitung von US-Präsident Donald Trump steht.

### Diversifizierte Mischkonzerne (ein Drittel des Portfolios) haben wieder das gleiche Niveau wie vor der Korrektur und entwickeln sich im Durchschnitt positiv

Im Bereich der Mischkonzerne haben wir im Wesentlichen folgende Anlagen: Unilever (+15% im ersten Halbjahr), Visa (+37%), Nestlé (+30%), ING (+9%), Henkel (-5%), UTX (+25%), Sodexo (+13%), Grifols (+20%), Medtronic (+11%), Reckitt Beckinser (+7%).

Dieser Teil des Portfolios basiert hauptsächlich auf einer strategischen Analyse. Nach einer umfassenden Analyse der Branche und der Konkurrenten investieren wir nur in hervorragende Bereiche mit hohen Eintrittsbarrieren.

Gelegentlich haben diese gut positionierten Unternehmen schlechte Phasen. An dieser Stelle kaufen wir, denn wir wissen: Das Unternehmen ist so gut, dass sich die Lage irgendwann wieder normalisiert. Auf unserer Beobachtungsliste stehen etwa 300 Unternehmen, die wir verfolgen. Viele davon sind Mischkonzerne, die wir kaufen, wenn es nicht so gut läuft.

### Diversifizierte Wertorientierung (ausser Erdöl, Bergbau und Lachs): Ein Drittel des Portfolios

Der von uns als diversifizierte Wertorientierung bezeichnete Teil des Portfolios besteht aus günstigen wertorientierten Anlagen jeglicher Art. Dies können, aber müssen nicht unbedingt Mischkonzerne sein und einige Unternehmen sind zyklisch, andere sind es nicht. Im vierten Quartal 2018 hatten sie einen starken Rückgang zu verzeichnen und im ersten Halbjahr 2019 erholten sie sich wieder.

Der Kauf hängt in erster Linie davon ab, ob es sich um akzeptable Unternehmen mit hohen Abschlägen handelt. Hierzu zählen etwa Devro (ein Konkurrent von Viscofan), HeidelbergCement, Wienerberger (Ziegel), Pandora (Schmuck), Apple, Metso (Bergbaugeräte und -dienstleistungen) oder Prysmian (Kabel). Es handelt sich um wechselnde Unternehmen, die unserer Ansicht nach mit einem hohen Abschlag auf den Substanzwert notiert werden. So gehen wir schlechten Unternehmen aus dem Weg, egal, wie günstig sie sind.

Dieser Teil des Portfolios hat im ersten Halbjahr 2019 erheblich zugelegt. Alle Titel stiegen im zweistelligen Bereich, ausser Prysmian (+8%), Thales (+1%), ISS (+5%) und Pandora (-5%).

**Es gibt eine Unterversorgung mit Erdöl und der Brent-Preis geht in Richtung 70 USD. Notierte Erdölunternehmen denken aber nur an den Makro-Sturm (die Nachfrageseite) und den Schieferöl-Sturm (die Angebotsseite).**

Es ist scheinbar egal, dass der Brent-Preis bei 67/68 USD pro Barrel liegt und seit Jahresbeginn um 25% gestiegen ist, Tendenz weiter steigend. Es kräht kein Hahn danach, dass die OPEC die Förderung bis März 2020 weiter drosselt, Iran in praktisch kein Land mehr exportiert, Venezuela rapide zurückgeht...der Markt befürchtet, dass die Rezession die Nachfrage abwürgt und sich das Angebot durch Schieferöl vervielfacht.

In operativer Hinsicht sollte man zwei wichtige Dinge beachten: 2019 stieg die Nachfrage bei einer Durchlaufzeit von 1,2 Mio. Barrel pro Tag (in China +600.000 Barrel pro Tag) und seit Oktober 2018 sinkt die Zahl der genutzten Bohranlagen in Amerika. Dies deutet auf ein weitaus geringeres Wachstum von Schieferöl hin. Unseren Zahlen zufolge liegt die Durchlaufzeit auf Grundlage der auf das Jahr hochgerechneten Förderung im Mai und Juni im Moment bei +800.000 Barrel pro Tag.

Unser Modell deutet (im Einklang mit der OPEC) für die zweite Jahreshälfte 2019 auf eine Unterversorgung des Marktes mit etwa 500.000 Barrel pro Tag hin. In so einem Fall sinkt in der Regel der Vorrat und der Erdölpreis tendiert zur Anreizbildung (Brent-Preis von 75/80 USD). Bis dahin ist es nicht mehr weit hin, und die Fahrzeit hat gerade erst begonnen.

Wir müssen zugeben, dass SIA einen schweren Fehler begangen hat: Wir haben unterschätzt, wie viel Schieferöl gefördert wird. Angesichts der geringen Absehbarkeit kamen wir allerdings vor einiger Zeit zu folgendem Schluss: die Fördermenge ist egal, denn um rentabel zu sein, sind mehr als 70 USD erforderlich. Tatsächlich bestätigt sich unsere These: Bei einem Preis von unter 60 USD sinkt die Zahl der genutzten Bohranlagen, bei 60 bis 70 USD bleibt sie gleich und bei einem Preis von mehr als 70 USD steigt sie (nicht für immer, Vorsicht vor künftigen Förderungsrückgangskurven). Bei einem Ölpreis von über 70 USD wird sich der Wert unserer Unternehmen mehr als verdoppeln und dieses Szenario wird irgendwann eintreten (unserer Ansicht nach 2019-20).

Ausserdem sind wir in gewisser Weise abgesichert: Saudi-Arabien hat offen mitgeteilt, dass es einen Preis von 75 USD pro Barrel anstrebt und entschlossen eingreifen wird, wenn der Preis unter 60 USD fällt. Das ergibt Sinn.

Und vergessen sollte man auch nicht den wichtigsten Faktor: die Investitionskosten. Seit 2014 verringerten sich die jährlichen Upstream-Investitionskosten um 50% und dies wird sich ab 2019/20 bemerkbar machen. Wir

zehren von bis 2014 erfolgten Investitionen in Bohrlöcher, hauptsächlich Tiefseebohrungen, deren Öl immer noch auf den Markt gelangt (ab der Genehmigung eines Projekts dauert es etwa fünf bis sechs Jahre). Damit wird es bald vorbei sein.

### **Bei Kupfer besteht immer noch eine Unterversorgung, aber auch hiernach kräht kein Hahn**

Wir sehen uns immer wieder Angebot und Nachfrage an, neue entstehende Bergwerke, usw.... aber wir verstehen nicht, warum der Kupferpreis so niedrig ist. Bereits 2018 hatten wir es mit einem unterversorgten Markt zu tun. Unsere Zahlen deuten auch für 2019E, 2020E und 2021E auf eine Unterversorgung hin, weil es 2019 (Cobre Panama) bzw. 2022/23 (Oyu Tolgoi und die Grasberg-Blockhöhle) nur drei bis vier neue grosse Projekte geben wird. Aber der Kupferpreis bewegt sich nicht. Unserer Ansicht nach werden dem Makro-Sturm/der Nachfrage zu starke Bedeutung beigemessen und angesichts guter Fundamentaldaten vermissen wir eine optimistischere Sichtweise.

Kurzfristig gesehen ist der Aktienmarkt eine Wahlmaschine. Auf lange Sicht ist er eine Bewertungsmaschine. Irgendwann entsteht ein Bruch ....entweder es kommt zu einer globalen Rezession und wir erreichen betriebliche Grenzkosten (2,2 USD/Pfund bei Kupfer) oder eine Rezession bleibt aus und wir erreichen 3,3 USD je Pfund. Unsere Unternehmen werden ihren Wert verdoppeln.

### **Lachs (10% des Classic-Fonds): +16% gegenüber dem ersten Halbjahr 2019, in etwa wie der Classic-Fonds**

Aus Sicht der Börse geht es der Lachsbranche gut, denn aus Branchenperspektive ist wieder einmal klar ersichtlich, wie schwierig es ist, das Angebot zu vergrössern. In Chile nahm das Angebot zwei Jahre lang stark zu (zurzeit etwa 700.000 Tonnen pro Jahr, 30% des gesamten Angebots), aber wir gingen davon aus, dass es dort biologisch-hygienische Probleme geben würde.

Und schon haben wir ein Hygieneproblem...aber in Norwegen. Algenblüte. 40.000 Tonnen Lachs gingen verloren (Angebotssteigerung um 2% für 2019E). Es ist immer dasselbe: Das Angebot steigt um 4% und die Nachfrage um 7-8%. Ergebnis: Der Preis steigt.

Bakkafrost, Leroy Seafood und GriegSeafood machen 10% unseres Portfolios aus. In Wirklichkeit ist die Branche nicht teuer, die letzten beiden Unternehmen hatten 2019 ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10-11x. Bakkafrost ist bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16-17x etwas teurer, wächst jedoch stark und ist rentabler.

Mittel- bis langfristig macht die Branche einen gesunden Eindruck und kann sehr einfach resümiert werden: Es gibt nicht genug Lachs, um den Bedarf zu decken.

## Veränderungen des Portfolios

Nach dem Verkauf von Draegerwerk, PremierFoods, Easyjet und Deutsche Post Ende 2018/Anfang 2019 (infolge einer Überprüfung unserer strategischen Analyse) hat sich unser Portfolio im verbleibenden Halbjahr nicht bedeutend verändert. Die Veränderungen beschränkten sich auf durch Kursänderungen bedingte Zukäufe und Verkäufe in geringem Ausmass. Wir kauften etwas Lachs (Bakkafrost), fügten Devro hinzu und es gab einige kleinere Käufe und Transaktionen. Nichts von Bedeutung. Laut Warren Buffet findet durch den Handel zwischen Spekulanten und geduldgigen Anlegern ein kontinuierlicher Werttransfer statt.

Ausser bei Erdöl, Kupfer und Lachs (die drei grössten Positionen unseres Classic-Fonds) haben wir im Laufe der Jahre ohne Dividenden nur bei drei Aktien „verloren“. Bei der niederländischen Bank ING, beim dänischen Reinigungsunternehmen ISS (wobei in beiden Fällen hohe Dividenden den Verlust bei den Aktien kompensieren) und beim Schmuckhersteller Pandora, der sich bislang als grosses Klotz am Bein unseres Portfolios erwiesen hat.

Wir haben Pandora nicht verkauft, aber auch nicht mehr hinzugekauft, weil wir nicht depressiv werden wollen (eine vorherrschende Anlageidee bei einem sich schlecht entwickelnden Portfolio) und wegen seiner schlechten Entwicklung hat das Unternehmen an Gewicht verloren (zurzeit 3%). Wir wissen, dass Pandora unglaublich günstig ist und wir warten ab, bis der CEO das Unternehmen strategisch neu ausrichtet. Letztlich gibt es wohl ein „Modeproblem“ mit Amuletten und Armbändern, das gelöst werden muss. Das ist zwar nicht das einzige Problem. Aber die restlichen sind unserer Ansicht nach mittelfristig lösbar.

Auch wenn wir uns wiederholen: Im Allgemeinen möchten wir diese Fehler soweit wie möglich vermeiden, sorgfältiger arbeiten und konservativer sein, wenn wir dem Portfolio neue (weniger bekannte) Unternehmen hinzufügen, in Anbetracht dessen, dass die Gewichtung/der Zeitpunkt oft wichtiger sind als die Position selbst.

## 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: LTIFSR1

### 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: LTIFGEL 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