

Newsletter

Dezember 2019

- *Überblick über unsere Fonds* 2
- *Übersicht über das Portfolio 2019* 6
- *Änderungen des Portfolios* 7
- *Anmerkungen zum LTIF Natural Resources Fund* 9
- *Fünf Prognosen für 2020* 11
- *Änderungen bei SIA* 11
- *Anhang* 12

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

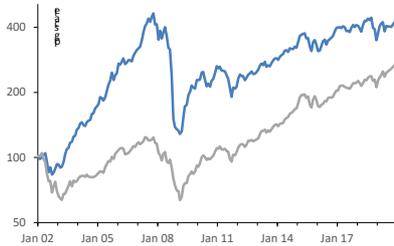


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

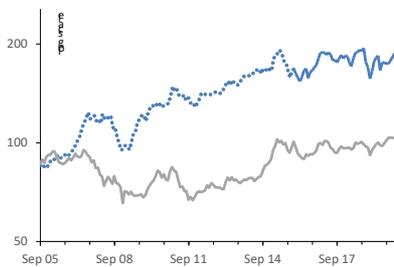


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

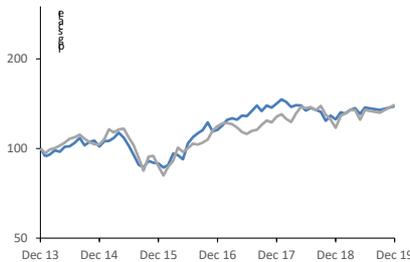
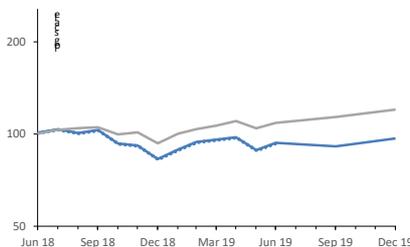


Abbildung 4: LTIF SRI EUR vs. MSCI Daily T R Net World Index EUR



Volkswirtschaftler sind unglaublich schlecht darin, Ereignisse vorherzusagen. Es wird nicht bloss vereinfacht. Es ist wie die Medizin des Mittelalters.

Nassim Nicholas Taleb

Überblick über unsere Fonds

2019 war ein gutes Jahr für den Aktienmarkt. Classic-Fonds steigt um 25%.

2019 war ein gutes Jahr für den LTIF Classic (Classic-Fonds). Mit einem Anstieg von 25% lag er nicht weit entfernt von den wichtigsten weltweiten Indizes. Ende 2019 hatte der Classic-Fonds einen NIW von 434 EUR je Anteil. Damit lag er in der Nähe der Höchststände, die wir Mitte 2018 erreichten, es dauerte also über ein Jahr, bis er sich erholt hat.

Da wir in unserem Szenario nicht von einer Rezession ausgingen, erwarteten wir dies bereits Anfang 2019. Die Verluste des Jahres 2018 sollten 2019 wettgemacht werden. So ist es dann auch gekommen.

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

| December 31, 2019 | NAV | Δ 3m | Δ 12m | Annualized return (s.i.) | AUM (in mio) |
|------------------------------|--------|------|-------|--------------------------|--------------|
| LTIF Classic [EUR] | 434.21 | 8.2% | 24.7% | 8.5% | 136 |
| LTIF SRI (EUR) | 96.73 | 6.2% | 16.8% | -2.2% | 10 |
| LTIF Natural Resources [EUR] | 105.68 | 5.2% | 12.9% | 0.4% | 21 |
| LTIF Stability A Cap [EUR] | 187.39 | 7.8% | 19.6% | 1.3% | 9 |

Quelle: SIA Group

Unser angestrebter NIW für 2019E lag bei 450 EUR je Anteil. Am Ende lagen wir nicht weit davon entfernt (nur 3% darunter). Woran liegt das? Es ist nicht schwer, einen Aktienfonds zu bewerten - man muss nur den Eigenwert der unterschiedlichen Unternehmen schätzen und dann Multiplikatoren oder Standardbewertungen des laufenden Jahres anwenden. Mittel- und langfristig funktioniert dies bei konstanten Bewertungen der Fundamentaldaten ganz gut

Das Problem ist die Marktstimmung. Hier ist die gleich bleibende Entwicklung tendenziell lediglich ein Grenzpunkt, danach kommt es zu einer starken Abweichung hin zu den Extremen. Wir sind jedenfalls zuversichtlich, dass angesichts des Eigenwerts unseres Portfolios langfristig eine Jahresrendite im niedrigen zweistelligen Bereich erreicht werden kann.

Wir veröffentlichen an dieser Stelle erstmals unseren angestrebten NIW für 2020E: 475 EUR je Anteil, mit einer geplanten Aufwertung von 9-10%, also völlig im Einklang mit unserem Hauptziel: 10% pro Jahr nach Abzug von Gebühren. 2020 möchten wir weitere 25% erreichen. Angesichts der starken Markterholung ist dies jedoch unwahrscheinlich. Beim derzeitigen Kurs bringt der Classic-Fonds eine Kapitalrendite von 16% mit einem langfristigen Eigenwert von 780 EUR je Anteil. Diese Zahlen gehen natürlich davon aus, dass wir keine Fehler machen (was wir sicher tun werden).

Übrigens: Wo sind eigentlich die Kommentare der Marktteilnehmer, die für 2019 eine Rezession vorausgesagt haben? Weiter oben haben wir Nicholas Taleb zitiert. Prof. Samuelson brachte es jedoch ebenfalls hervorragend auf den Punkt: Volkswirtschaftler haben neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesagt. Im Moment liegen wir bei zehn, Tendenz steigend. Der Aktienmarkt dürfte sich an all jenen rächen, die immer noch das Ende der Welt prognostizieren. Es gibt viele davon und von ihren negativen Ansichten kann man sich leicht beeinflussen lassen. Bei Endanlegern richten sie enormen Schaden an.

Aus Makroperspektive bietet das Jahr 2020 gute Aussichten aber geringeres Aufwärtspotenzial.

Unser Szenario unterscheidet sich nicht wesentlich von dem für das Jahr 2019. Eine Rezession sahen wir zu keinem Zeitpunkt und es gab sie nicht. Auch für den Zeitraum 2020-2021 erwarten wir keine Rezession (ausser bei unvorhersehbaren Risiken). Wir blicken also zuversichtlich ins neue Jahr, wenngleich es weniger Aufwärtspotenzial geben wird.

Auch dies ist normal, weil es nicht mehr so viel Angst vor einer gesamtwirtschaftlichen Rezession gibt und die Aktienmärkte gestiegen sind. Dies verringert das Aufwärtspotenzial. Aber 8/9% sind nicht schlecht im Vergleich zu den derzeit niedrigen Renditen bei Anleihen, Immobilien und ähnlichen „risikoarmen“ Vermögenswerten.

Die wichtigsten Risikofaktoren entwickelten sich positiv

Ende 2018 und zeitweilig auch 2019 waren drei Risiken bestimmend, die teilweise wieder nachgelassen haben. Das Handelsabkommen zwischen den USA und China, der Konjunkturrückgang in China und der Brexit entwickelten sich positiv. Trotz verbleibendem Restrisiko scheint die Richtung hier zu stimmen. Wenn die Aktienmärkte nicht mehr zwanghaft die Makroebene betrachten und sich auf die Mikroebene konzentrieren, bringen sie den grundlegenden Wert der Unternehmen tendenziell besser zum Ausdruck.

Wir haben eine klare Botschaft: Das Wirtschaftswachstum hat sich gefestigt und für 2020-2021 gibt es bei geringem aber ausreichendem Wachstum weitaus bessere Aussichten. Angesichts des reifen Zyklus wird es wie 2018 und 2019 zahlreiche Rezessionsprognosen geben. Aber für den Zweijahreszeitraum 2020-21 sieht es gut aus. Jüngst gab es Nachrichten über den Ausbruch eines sich schnell verbreitenden Coronavirus in China. Das sind natürlich schlechte Nachrichten. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass sie zu einer globalen Rezession führen werden.

Wo befinden wir uns? In der letzten Phase des Aufwärtszyklus

Unserer Ansicht nach befinden wir uns in der letzten Phase des Aufwärtszyklus. Diese dauert in der Regel zwei bis drei Jahre, wobei sich dies nur schwer vorhersehen lässt. Man muss berücksichtigen, dass es sich um ein breit angelegtes und somit schwer einschätzbare sozioökonomisches Modell handelt. In den kommenden Monaten und Jahren werden Entscheidungen getroffen, die bestimmen werden, wie stark der Wirtschaftszyklus sein wird. Fehlkalkulationen der Fed könnten etwa eine Rezession auslösen, die sich im Moment noch nicht abzeichnet.

Nach der „Reflexivitätstheorie“ von George Soros wirken sich vorhandene Gedanken, Handlungen und Entscheidungen auf den Wirtschaftszyklus aus. Dieser Zyklus wiederum beeinflusst die Gesellschaft und ihre Entscheidungen. Auf diese Weise entsteht eine Rückkopplungsschleife bzw. ein unvorhersehbares reflektives Modell.

Die Aktienmärkte und Wirtschaftssektoren sind nicht teuer...

Nach Prüfung der Bewertungen von Märkten/Regionen und Sektoren kommen wir zu dem Schluss, dass **die weltweiten Börsen im Durchschnitt nicht teuer sind**. Sie werden angemessener bewertet als 2018, aber euphorische Phasen lassen noch länger auf sich warten und können wir nicht bewerten. Der nordamerikanische Aktienmarkt (S&P 500) bewegt sich mit einem KGV von 17x im Rahmen von historischen Durchschnittswerten; der europäische Aktienmarkt (Eurostoxx 600) liegt mit einem KGV von 15x 10% unter seinem Eigenwert; und Schwellenmärkte, vor allem China, die Türkei und Russland, sind günstig. Brasilien hat nicht so viel Aufwärtspotenzial und hängt stark davon ab, wie sich die dortigen Wirtschaftsreformen entwickeln. Es gibt aber immer noch Aufwärtspotenzial. Japan ist ebenfalls günstig und dürfte sich 2020 gut schlagen. Insgesamt bringt der globale Aktienmarkt eine langfristige Kapitalrendite von durchschnittlich 7-8%. Die absolute und die relative Rendite sind sehr attraktiv, was nebenbei bemerkt auf die unerträglichen Schwankungen zurückzuführen ist.

Zudem sehen wir uns jedes Jahr bei der Bewertung von Wirtschaftssektoren die weltweiten Extreme an. **Daraus schliessen wir, dass es bei der Bewertung von Wirtschaftssektoren keine Blasen gibt**. Technologie ist der einzige Sektor, der relativ teuer ist, erstaunlicherweise gefolgt von der Industrie. Energie, Bergbau, Grundstoffe und Gesundheit sind gemessen an historischen Multiplikatoren günstig. Die anderen allgemeinen Sektoren haben durchschnittliche bzw. angemessene Bewertungen.

Beim Technologiesektor sollte man Vorsicht walten lassen. Verglichen mit seinen historischen Durchschnittswerten ist er zu teuer. Aber seine Kapitalrendite ist beträchtlich gestiegen. Historisch lag sie im Durchschnitt bei (sehr stabilen) 15-20%, inzwischen liegt sie bei über 25%. Daher könnte seine Bewertung gerechtfertigt sein. Sollten diese Kapitalrenditen andauern, könnte der Sektor am Höhepunkt des Zyklus weiter stark anziehen. Zudem hat die aktuelle Bewertung des Technologiesektors nichts zu tun mit der Blase der Jahre 2000/2001. Er ist weit entfernt von der damaligen Euphorie und ein Gewinnwachstum lässt die Aktienkurse steigen.

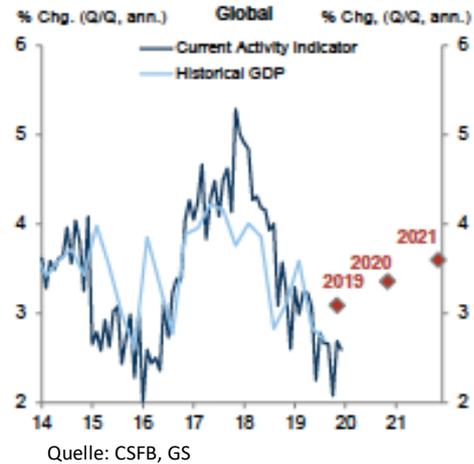
Aus strategischer Sicht sollte erwähnt werden, dass einige Technologieunternehmen scheinbar sehr robuste Geschäftsmodelle haben (Google, Apple...). Bei anderen sind die Geschäftsmodelle dagegen offenbar anfällig (Netflix, Uber...). Nicht alle Technologieaktien werden Gewinner sein. In Zukunft wird sich dies bei den Einnahmen und den Aktienkursen zeigen.

...und das globale BIP nimmt zu

Wir gehen davon aus, dass das globale BIP an Fahrt aufnimmt. Dies entspricht der allgemeinen Erwartung. Zudem sind wir aufgrund unserer Schätzungen der Ansicht, dass die USA und Europa möglicherweise durch eine positive Entwicklung überraschen werden.

GDP growth by major regions and countries

| | 2019 real GDP growth | 2020 real GDP growth | Change in real GDP growth, in p.p. | % of world GDP in PPP |
|--------------|----------------------|----------------------|------------------------------------|-----------------------|
| World | 3.01 | 3.41 | 0.40 | - |
| US | 2.35 | 2.09 | -0.26 | 15% |
| Euro Area | 1.16 | 1.39 | 0.23 | 11% |
| UK | 1.24 | 1.45 | 0.21 | 2% |
| Japan | 0.89 | 0.47 | -0.43 | 4% |
| China | 6.14 | 5.82 | -0.32 | 19% |
| Brazil | 0.88 | 2.04 | 1.16 | 2% |
| India | 6.12 | 7.03 | 0.91 | 8% |
| Mexico | 0.40 | 1.31 | 0.91 | 2% |
| Russia | 1.08 | 1.87 | 0.79 | 3% |
| South Africa | 0.66 | 1.08 | 0.42 | 1% |



Wir können keine drohenden Gefahren erkennen (ausser bei unvorhersehbaren Risiken). Es gibt allerdings langfristige Probleme.

Wir bereits erwähnt haben die makroökonomischen Risiken, die 2018 und 2019 belastend wirkten, nachgelassen. Es gibt aber immer noch zahlreiche eher langfristige Risiken und wir versuchen fortwährend, diese zu verstehen.

1) Durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken seit 2009 hat sich bei Anleihen, Krediten, Immobilien und im Bereich Private Equity wegen der enormen Liquiditätsspritze in gewisser Weise eine Blase entwickelt. Wir machen uns keine Sorgen, dass es zu einem Minsky-Moment kommen wird. Aber es handelt sich um ein langfristiges Phänomen, das zusammen mit anderen Faktoren erhebliche Folgen haben könnte.

2) Hohe und zunehmende Schuldenlast. SIA vertritt nicht die Thesen der Modernen Geldtheorie. Wir sind der Ansicht dass 1) Schulden auf allen Ebenen - Länder, Unternehmen und Privathaushalte - wichtig sind und dass 2) das derzeit niedrige Zinsumfeld dafür sorgt, dass sie eher unscheinbar sind. Es handelt sich auch nicht um ein drängendes Problem (Japan ist der Beleg hierfür). Aber käme es zu einer Rezession, gäbe es zumindest geringere Flexibilität und ein höheres Risiko.

3) Demografische Entwicklung Dieser Aspekt ist entscheidend und von langfristiger Bedeutung. In Japan, China und Europa stagniert die Bevölkerung und Familien in Industrieländern haben im Durchschnitt nicht mehr als zwei Kinder. Zudem werden sich eine längere Lebenserwartung und eine alternde Bevölkerung erheblich auf das Wachstum, die Ersparnisse und die Zinssätze auswirken.

Dies sind langfristige Entwicklungen, aber Pensionsfonds geraten in erhebliche Schieflage. Ihre Verwalter müssen nun überlegen, wo sie investieren sollen, um sinkende Erträge bei Anleihen (und Immobilien) und eine alternde Bevölkerung auszugleichen. Langfristig gibt es unserer Ansicht nach nur eine Anlagemöglichkeit - nämlich Aktienmärkte, also Unternehmen. Unsere Regierungen und andere öffentliche und private Pensionsfonds müssen ein schwerwiegendes Problem lösen und der Aktienmarkt ist Teil der Lösung (man sollte beachten, dass Pensionsfonds in den USA ein sehr viel höheres Aktienengagement haben als in anderen Regionen der Welt).

4) Klimawandel: SIA verfügt nicht über hinreichende Fachkenntnisse, um die bevorstehenden Veränderungen detailliert einzuschätzen und/oder vorherzusehen. Aber unabhängig davon, ob die aktuelle Erwärmung ein (langfristiger) geologischer Zyklus ist oder eine Folge der Industrialisierung, oder beides: Es gibt einen spürbaren Effekt, der bedeutende Auswirkungen haben wird. Wir werden ab jetzt unsere Pflicht tun und schrittweise dafür sorgen, dass unsere Anlagen die ESG-Kriterien erfüllen. Wir werden auch Sektoren vermeiden, die sich auf den Klimawandel auswirken können. Langsam aber sicher werden wir versuchen, dazu beizutragen, den Trend umzukehren und unsere Anlagen zu schützen.

Übersicht über das Portfolio 2019

Der Classic-Fonds hatte wie bereits erwähnt mit einem Anstieg von 25% ein gutes Jahr 2019. Alle Sektoren lagen zum Jahresende im positiven Bereich. Angeführt wurde das Portfolio vom Technologiesektor (+90%) sowie von den Bereichen Gesundheit, Finanzen und Industrie (+25-30%). Bergbau (+11%), Basiskonsumgüter (+10%) und Unterstützungsdienste (+6%) hatten dagegen eine schlechtere Wertentwicklung. Grundstoffe (+27%) sowie Energie und Lachs, jeweils mit einem Anstieg von 20%, entwickelten sich im Einklang mit dem Portfolio.

Folgende Unternehmen schnitten 2019 besonders gut ab: Metso (+54%), United Technologies (+44%), Nestlé (+36%), Grieg Seafood (+38%), Apple (+89%), ASML (+90%), Premier Oil (+54%), Cenovus (+45%), Wienerberger (+47%) und VISA (+46%).

Besonders schlecht entwickelten sich 2019 die Aktien von Thales (-9%), Henkel (-2%), Leroy Seafood (-11%), ISS (-12%) und Hudbay Minerals (-10%). Der grosse Star (d. h. das Unternehmen mit dem stärksten Rückgang) war 2019 California Resources (-47%). Diese Titel haben wir jedoch nicht verkauft. Im Gegenteil, wir haben hinzugekauft.

Bei California Resources, der schlechtesten Aktie des Jahres, sind alle möglichen Risiken vorhanden (35-40% der handelbaren Aktien sind Short-Positionen): ein Ölpreisisiko, ein operatives Risiko (Bohranlagen), ein regulatorisches Risiko (Kalifornien) und ein Schuldenrisiko (zu hohe Schulden). Aber wir sind vertraut mit dem Unternehmen, seinen Vermögenswerten, seinen Verbindlichkeiten und seinem Management und glauben, dass sich der Wert unserer Anlage in den kommenden Jahren verfünf- bis verzehnfachen wird. Der Ableger von Occidental (das zu unserem Portfolio gehörte) wurde 2014 zu einem Preis von 80 USD je Anteil in den Classic-Fonds aufgenommen. Sein Höchststand lag bei 100 USD und zurzeit steht es bei 8 USD. Inzwischen gibt es ein Risiko der Kategorie 4, unsere höchste Risikokategorie. Ein wesentliches Instrument unserer Fondsverwaltung ist die Verteilung nach Risikokategorien. Auf diese Weise gehen wir nicht mehr Risiken ein als nötig, selbst wenn wir sehr überzeugt sind und es ein gewaltiges Aufwärtspotenzial gibt.

Trotz des hohen Einstiegspreises von CRC in unseren Geschäftsbüchern (80 USD) hat unsere Position Durchschnittskosten von nur 11 USD je Anteil, verglichen mit einem internen Eigenwert von 100 USD je Anteil (berechnet auf Grundlage eines Ölpreises von 80 USD).

Änderungen des Portfolios

2019 verkauften wir Bakkafröst und MTU Aeroengines aufgrund ihrer Bewertung und stiegen bei Viscofan, ASML und Antofagasta ein. Im Hinblick auf die Aktien bzw. Sektoren hat sich daher nicht viel am Portfolio geändert. Nur durch den Verkauf von Bakkafröst und die geringere Gewichtung von Grieg Seafood hat sich die Bedeutung von Lachs im Classic-Fonds erheblich verringert.

Wir haben das Portfolio jedoch stärker am Wert ausgerichtet. Dies fällt zusammen mit starken Bewertungsunterschieden im Vergleich zu Wachstumstiteln, wie aus nachstehender Grafik ersichtlich wird.



Quelle: CSFB

Überblick über den Classic-Fonds

Mit insgesamt 34 Positionen hat der Classic-Fonds ein hochkonzentriertes Portfolio. Da wir *Black Dogs* vermeiden wollen (also Aktien, die in einem Portfolio als wichtigste Antriebskraft fungieren), machen unsere Aktien, von einigen vorübergehenden Ausnahmen abgesehen, in der Regel nicht mehr als 5% des Portfolios aus. Wir bereits erwähnt haben wir die Bedeutung von Lachs, eines unserer Schwergewichte, von 10% auf derzeit 5-6% verringert, da der Sektor neu bewertet wurde. Dies betrifft vor allem die grösseren Unternehmen. Besonders hervorheben möchten wir Bakkafröst. Das Unternehmen zählt zu den besten Investitionen, die wir jemals getätigt haben. Es ist 20 Mal mehr wert als bei der erstmaligen Anlage im Jahr 2011.

Somit sind nur noch zwei Bereiche mit hohem Überzeugungsgrad übrig: Erdöl und Kupfer. Sie sind mit jeweils 10-12% gewichtet. Der Rest des Classic-Fonds besteht aus „Compoundern“ sowie Qualitäts- und einigen Wachstumswerten, entweder verbilligt (30-35% des Portfolios) oder wertorientiert (40-45%).

Die wichtigsten „Compoundern“ sind Unilever, Reckitt Beckinser, Sodexo, Grifols, Visa, Medtronic, ASML und Nestlé. Wir streben einen breit gefächerten Korb aus Qualitätswerten an, damit wir nicht nur von einem Faktor abhängen (d. h. Nahrungsmittel, Technologie, Gesundheit, Dienstleistungen, Finanzen, usw.) In nahezu allen Sektoren gibt es „Compoundern“ und es wäre ein Fehler, einen hochkonzentrierten Korb mit Qualitätstiteln zu füllen.

Bei Wertanlagen würden wir Devro, Prysmian, Grieg Seafood, Pandora, Heidelberg Cement und ING betonen. Alle breit gefächerten Positionen liegen in einem Bereich zwischen 2 und 4%. Erdöl und Kupfer (20-24% des Classic-Fonds) fallen eindeutig in die Wertkategorie. Aufgrund dieser beiden Sektoren sind nun nahezu zwei Drittel des Classic-Fonds wertorientiert.

Zum Zeitpunkt unseres letzten NIW (445 EUR je Anteil) Mitte Januar 2020 hatte der Classic-Fonds einen erwarteten internen Zinsfuss von 16%. Dies liegt immer noch im oberen Bereich der historischen Werte und ist auf die starke Wertorientierung und das hohe Engagement in den Bereichen Erdöl/Kupfer zurückzuführen.

Erdöl bewegt sich in Richtung eines attraktiven Preises: 75-80 USD pro Barrel

Schliesslich noch ein Wort zu unseren Erdölinvestitionen. Unseren Zahlen zufolge findet ein Wandel statt von „auf absehbare Zeit niedrigen Preisen“ hin zu „höheren Preisen für höhere Investitionen“. Der Sektor erlebt seit 2015 einen Preisauftrieb und dieser wird sich unserer Ansicht nach beschleunigen. Die Welt benötigt Erdöl zu einem Preis von mehr als 75 USD, um vorgelagerte Investitionen zu beleben. Denn beim Angebotswachstum gibt es zwei schwerwiegende Probleme:

- Die Förderung von Schieferöl hat ihre Produktivitätsspitze erreicht und ist bei einem Preis von 60 USD pro Barrel offenkundig unrentabel, wie wir 2019 erlebt haben. Beim derzeitigen Ölpreis wird es im vierten Quartal 2020 bei Schieferöl überhaupt kein Wachstum mehr geben. Das hochgerechnete Jahresergebnis von Dezember 2019 ergibt ein auf das Jahr umgerechnetes Wachstum von 300.000 Barrel pro Tag (2018 legte der Sektor um fast 2 Mio. Barrel pro Tag zu). Die Zahl der Bohranlagen sinkt weiter und die Unternehmen können nicht über den Barmittelfluss hinaus wachsen, weil die Finanzmärkte für Disziplin sorgen.
- Vor 2014 genehmigte Offshore-Projekte, die in den vergangenen fünf Jahren mit der Förderung begonnen haben, nähern sich ihrem Ende (bis zur Produktion des ersten Barrel dauert es durchschnittlich 5-6 Jahre). Wegen des Rückgangs der Offshore-Investitionen seit 2014 wird die Fördermenge neuer Offshore-Bohranlagen über das kommende Jahr hinaus stark zurückgehen (von 2 auf 1 Million Barrel pro Tag).

2020 wird die Nachfrage nach Erdöl um 1,2 Mio. Barrel pro Tag steigen. Die globale Förderung wird dagegen um 3 Mio. Barrel pro Tag zurückgehen. Die erforderliche Neuförderung liegt also bei 4 Mio. Barrel pro Tag. Wir sind uns der strukturellen Folgen des Klimawandels bewusst (und der Rolle fossiler Brennstoffe). Aber die weltweiten Transportstrukturen, die Hauptursache der Nachfrage nach Erdöl, können nicht innerhalb von fünf Jahren geändert werden.

Der Weltmarktanteil von neu verkauften Elektroautos wird 2020 nur etwa 2% betragen (das sind 2 Millionen von 100 Millionen Fahrzeugen), 50% davon in China, 25% in Europa. Elektrofahrzeuge machen immer noch weit unter 1% der tatsächlich genutzten weltweiten Fahrzeuge aus und es wird mehrere Jahrzehnte dauern, bis sich eine geänderte Stromerzeugung spürbar bemerkbar machen wird.

Die Welt benötigt mehr Schieferöl (Brent: 70/75 USD, WTI: 65/70 USD) und mehr Offshore-Investitionen (Brent: 70-80 USD). Andernfalls werden Engpässe zu ernsthaften Schwierigkeiten führen, da die Reservekapazitäten, einschliesslich Förderkürzungen der OPEC+, bei weniger als 3-4 Mio. Barrel pro Tag liegen (man sollte beachten, dass jeder Sektor schon bei einer Kapazität von 90% seine Höchstleistung erreicht und wir bei Erdöl einen Stand von 96-97% erreicht haben). Wegen der starren Nachfrage könnte jegliches Problem, etwa die jüngsten Spannungen im Iran, zu einem starken Preisanstieg führen.

Unser Grundszenario geht von einem Ölpreisanstieg aus. Dies soll Anreize schaffen für Schieferöl (um den Markt einige Jahre bis 2022 zu versorgen) und neue Offshore-Investitionen. Ist also alles in Ordnung? Ehrlich gesagt fragen wir uns: Wie stark kann Schieferöl wachsen, wenn sich die Produktivität nicht verbessert, der durchschnittliche jährliche Rückgang 30-35% beträgt und die besten Gebiete bereits erschlossen wurden? Wir wissen es nicht. Niemand weiss es. Aber bei einer Fördermenge von 9 Mio. Barrel pro Tag ergibt ein Rückgang von mehr als 30% 3 Mio. Barrel pro Tag. Dies muss jedes Jahr wieder ausgeglichen werden.

Anmerkungen zum LTIF Natural Resources Fund

SIA verfolgt die Investitionen in den verschiedenen Segmenten des Natural-Resources-Fonds. Entgegen anders lautender täglicher Berichte und Geschichten über die Nachfragekurve hängen langfristige Rohstoffzyklen vom Investitionszyklus und der anschliessenden Unter-/Übersorgung ab.

Bei vielen Metall- und Energieprodukten sind die Investitionsausgaben seit 2011 eingebrochen und es gibt zunehmend Anzeichen für einen unvermeidlichen Produktionsrückgang. Die Produktion von Raffinationsware aus Kupfer, dem bedeutendsten und wichtigsten unedlen Metall, ist möglicherweise schon 2019 zurückgegangen.

Ende November vereinbarten Freeport und Jiangxi für die Konzentratversorgung Verarbeitungs- und Raffinationsgebühren von 6,2 Cent pro Pfund. Gegenüber 2019 ist dies ein Rückgang um 23%. Damit sinken die Gebühren im fünften Jahr in Folge auf den niedrigsten Stand seit 2011.

Die Raffinerien haben Schwierigkeiten, genug Material für die verfügbare Kapazität zu beschaffen, daher sinken die Gebühren und somit die Gewinne. Die Produktion von Raffinationsware wird natürlich mit der üblichen zeitlichen Verzögerung stagnieren/zurückgehen. Schliesslich kann der Output nur zunehmen, wenn genügend Input vorhanden ist.

Die Bergbaubranche ist bereits in sehr guter Verfassung. Die Finanzbranche hat dies jedoch nicht erkannt. Die Preise vieler Produkte haben sich erholt. Deshalb konnten Schulden abgebaut werden, es gibt solide Barmittelflüsse und die Aktionäre erhielten ansehnliche Ausschüttungen. Die grossen Unternehmen profitierten von guten Eisenerzpreisen und sind auf der Suche nach mehr Engagement bei unedlen Metallen (vor allem Kupfer und Nickel, die angesichts der ganzen Diskussion um eine Elektrorevolution von steigender Nachfrage profitieren werden).

Alle wissen, dass es wegen des Mangels an Projekten, der Höhe der Investitionen, der Projektdurchführung, usw. viel einfacher ist, zu kaufen als zu bauen. Leider kann man nicht viel hinzukaufen, weil die Konzentration in der Branche mit jedem Zyklus zunimmt. Da Unternehmen oft von Familien, Mitarbeitern oder dem Staat kontrolliert werden, gibt es nur wenige Übernahmekandidaten.

Wegen des neuen Bergwerks Cobre Panama ist First Quantum nun „gefragt“. Die chinesische Gesellschaft Jiangxi betreibt einen offensiven Ausbau ihres Aktienpakets. Panoramic, eine weitere Position des Fonds, hat ebenfalls ein Übernahmeangebot erhalten. Das kleine Bergbauunternehmen hat zwar gerade erst mit der Produktion begonnen, es zählt jedoch zu den wenigen, die gekauft werden können. Wir gehen von einer Zunahme der Fusions- und Übernahmeaktivitäten und mangels grösserer Kandidaten (wie Rio Tinto jüngst offiziell verlautbarte) einer Ausweitung auf kleinere Unternehmen aus.

Eine interessante Entwicklung des Sektors ist der derzeitige Einbruch in Südafrika und des dortigen Versorgungsunternehmens Eskom. Das Land ist ein wichtiger Lieferant verschiedener Minerale, von Kohle und von Platinmetallen. Es ist der weltweit grösste Produzent, verantwortlich für etwa 70% (!) der weltweiten Platin- und Rhodiumproduktion. Der andere grosse Produzent ist das russische Unternehmen Norilsk Nickel. Es bietet eine sehr viel bessere Palladiumqualität. Daher liefert das Unternehmen über 40% des weltweiten Palladiumangebots (die Platinmetalle sind Platin, Rhodium, Ruthenium, Osmium und Iridium und sie kommen stets zusammen vor). Der Fonds hält weiterhin eine Position von Norilsk Nickel, da das Unternehmen der Hauptprofiteur der zukünftigen Angebotsprobleme in Südafrika sein wird.

Bei Energieunternehmen aus den USA trocknet der Finanzmarkt seit Anfang 2019 aus. Anleger sind nicht bereit, die fortwährenden Verluste und negativen Barmittelflüsse des Schieferölsektors zu finanzieren. Dies führte zu einem kontinuierlichen Rückgang der Emission von Schuldtiteln und im Zuge dessen der Bohrtätigkeit. Gegen Ende des Jahres musste ein grosses Unternehmen wie Chesapeake mit einer ehemaligen Marktkapitalisierung von 35 Mrd. USD offiziell eingestehen, dass es sein Geschäft möglicherweise aufgeben muss.

Auf dem Finanzmarkt führte dies bei Energieunternehmen aus den USA zu einer Intensivierung des Stillstands. Erstmals haben Analysten eingestanden, dass das fortwährend unrentable Produktionswachstum bei Schieferöl aus den USA nicht aufrechtzuerhalten ist. Die US-Produktion wird 2020 überraschend niedrig sein. Notanleger greifen ein und kaufen die wenigen interessanten verfügbaren Vermögenswerte zum ersten Verkaufspreis. Einige vergleichen die Lage mit dem Immobilienmarkt der USA in den 90er Jahren.

Im vierten Quartal gab es wie gewohnt nur geringe Handelsaktivitäten. Die Fondsbeteiligungen an Erdölaktien wurden leicht erhöht. Nach einem Treffen mit EOG wurde eine neue Position eingerichtet. Es handelt sich um den einzigen rentablen Schieferölproduzenten, weil das Unternehmen gut geführt wird. Kapital wird zugeteilt auf Grundlage von korrekten Annahmen in Bezug auf Kapitalkosten, internem Zinsfuss und Produktionsabfallraten.

Bakkafrost wurde vollständig verkauft, nachdem es seinen fairen Marktwert erreicht hatte. Positionen anderer Lachszüchter und von Air Liquide wurden aus denselben Gründen verringert/verkauft. Viscofan hat ein Drittel seines Marktwerts verloren, daher wurde es dem Portfolio wieder hinzugefügt. Unsere Bewertungskennzahlen rechtfertigen diese Position, da sich die chinesische Schweinepest nur geringfügig auswirkte und keine strukturellen Folgen hatte.

Fünf Prognosen für 2020

Wir möchten den ersten Newsletter des Jahres 2020 mit fünf Jahresprognosen abrunden. Wir verpflichten uns dazu, jedes Jahr fünf Prognosen abzugeben und zu erläutern, warum wir recht hatten oder falsch lagen.

1. Erdöl steigt auf 75-80 USD (Brent), um die Zahl der amerikanischen Bohranlagen wieder in Gang zu bringen.
2. Kupfer liegt eventuell im ersten Halbjahr 2020 bei 3 USD/Pfund und steigt zum Jahresende auf 3,25 USD.
3. Die globale Inflation und die langfristigen Anleiherenditen beginnen 2020 zu steigen. Die These, die Inflation sei gestorben, ist tot.
4. California Resources beendet das Jahr 2020 bei einem Stand von über 20 USD je Anteil. Der Classic-Fonds erzielt fast 4%.
5. First Quantum (wir besitzen 5%) verkauft einige seiner Vermögenswerte in Sambia und/oder erhält ein Übernahmeangebot und erlebt eine erhebliche Wertsteigerung.

Änderungen bei SIA

Nach einer Änderung der Aktienbeteiligungen bei SIA im Jahr 2019 möchten der Gründer José Carlos Jarillo und die vier neuen Gesellschafter ihren Anlegern vermitteln, dass sie sich auf kurze, mittlere und lange Sicht für dieses Projekt begeistern und darauf vertrauen. Wir gehen davon aus, dass es Platz gibt für eine aktive Verwaltung, Wertanlagen und kleine Verwaltungsgesellschaften wie unsere, die sich darauf konzentrieren, das Kapital der Anleger zu schützen und ihnen eine angemessene Rendite zu bieten.

Das Team von SIA
Januar 2020

Rechtliche Hinweise - Luxemburg

Die Wertentwicklung bis zum 31.05.06 entspricht LTIF mit Sitz auf den Britischen Jungferninseln. LTIF Luxemburg ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Die frühere Wertentwicklung ist weder eine Garantie noch ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Daten der Wertentwicklung enthalten keine Provisionen und Gebühren, die zum Zeitpunkt der Zeichnung oder Rücknahme von Anteilen berechnet wurden. Diese Informationen wurden Ihnen auf Anfrage bereitgestellt und dienen lediglich zu Informationszwecken. Sie dürfen nicht reproduziert oder an andere Personen weitergeleitet werden. Sie sind nicht als Angebot oder Werbung für den Kauf oder Verkauf von Anteilen der SICAV gedacht. Die zentrale Verwaltungsstelle und die Anlageverwaltungsgesellschaft übernehmen keine Haftung für falsche Angaben oder unvollständige Informationen. Bitte beachten Sie, dass Anlagefonds mit Risiken verbunden sind wie etwa einem möglichen Verlust von investiertem Kapital. Eine genaue Beschreibung der Risiken in Verbindung mit den einzelnen Anteilen des Anlagefonds finden Sie in der aktuellen Version des Verkaufsprospekts, des vereinfachten Verkaufsprospekts und den Jahres- und Halbjahresberichten. Sie sind die einzige verlässliche Grundlage für Anlageentscheidungen. Diese Dokumente sind erhältlich unter www.s-i-a.ch oder bei der zentralen Verwaltungsstelle FundPartner Solutions (Europe) SA, 15A, avenue J.F. Kennedy, L - 1855 Luxemburg. LTIF Classic, Stability A Cap und Natural Resources (vorher Global Energy Value) wurden gemäss Art. 19 al. 1 des Kollektivanlagengesetzes von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) für den Vertrieb in und aus der Schweiz zugelassen. Die Zahlstelle ist Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz. Der gesetzliche Vertreter in der Schweiz ist FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73, Schweiz; der Finanzmarktaufsicht in Österreich gemeldet gemäss §36 des Investmentfondsgesetzes; in Frankreich autorisiert von der Finanzmarktaufsichtsbehörde AMF gemäss Art. 411-58 der allgemeinen Vorschriften der AMF; in Deutschland autorisiert von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäss §132 des Kapitalanlagegesetzes; in Italien autorisiert von der italienischen Zentralbank und der Börsenaufsichtsbehörde CONSOB gemäss Artikel 42 des Gesetzesdekrets 58 vom 24. Februar 1998; in Spanien registriert im Register der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt (CNMV) für in Spanien vertriebene ausländische kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 15 des Gesetzes über kollektive Anlageinstrumente; im Vereinigten Königreich von der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FSA zugelassen als anerkannter Plan im Sinne von Abschnitt 264 des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte aus dem Jahr 2000.

LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: 2'432'569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

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

LTIF – Classic CHF

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

LTIF – Classic GBP

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

LTIF – Classic EUR-D

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

LTIF – SRI EUR

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

LTIF – SRI USD

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

LTIF – SRI EUR-D

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

LTIF – Natural Resources EUR

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

LTIF – Natural Resources USD

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

LTIF – Natural Resources CHF

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

LTIF – Natural Resources GBP

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

LTIF – Stability A Cap EUR

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

LTIF – Stability A Cap USD

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

LTIF – Stability A Cap CHF

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

Zentrale Verwaltungsstelle:

FundPartner Solutions (Europe) SA
15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Anlageverwaltungsgesellschaft:

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Schweiz

Depotstelle:

Pictet & Cie (Europe) SA
15A avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg

Eingetragener Firmensitz:

15 avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Grossherzogtum Luxemburg