

Newsletter

Dezember 2017

▪ <i>Überblick über unsere Fonds</i>	2
▪ <i>Der Classic-Fonds</i>	2
▪ <i>Der Natural Resources-Fonds</i>	7
▪ <i>Sonstige Neuigkeiten</i>	15
▪ <i>Anhang</i>	16

Überblick über unsere Fonds

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

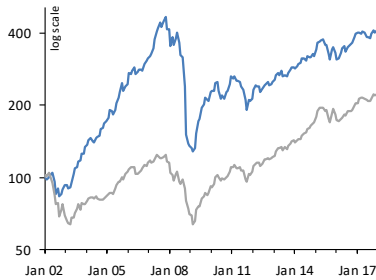


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

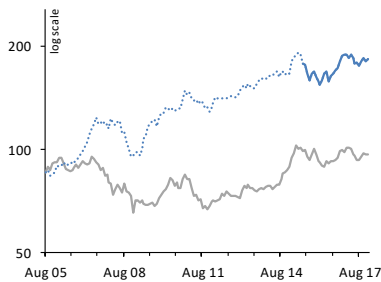


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR

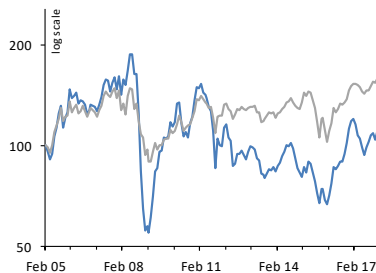


Tabelle 1 und Diagramme 1 bis 4 zeigen, wie sich der NIW unserer Fonds im vergangenen Quartal entwickelt hat.

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

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i.)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [EUR]	408.84	2.8%	2.9%	9.3%	'161*
LTIF Stability A Cap [EUR]	184.10	2.2%	-2.0%	6.5%	'13*
LTIF Natural Resources [EUR]	110.66	3.2%	-6.4%	0.8%	18
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	230.40	4.7%	9.6%	4.1%	4
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	194.20	4.6%	9.6%	5.0%	4

Quelle: SIA Group

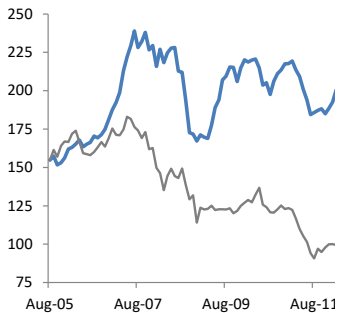
Unsere Anteile sind allgemein weniger gestiegen als die meisten Indizes, besonders die, die in Euro lauten, da die meisten Währungen gegenüber dem Euro an Wert verloren haben. Wie in jedem Newsletter erörtern wir zunächst den „Lärm“ um das Abschneiden der Anteile und danach die „Signale“, also das, was sich bei den Unternehmen im Jahr 2017 in geschäftlicher Hinsicht getan hat.

Classic-Fonds

Dieses Jahr entwickelten sich unsere Anteile sehr unterschiedlich, wie wir bereits in unserem letzten Newsletter erwähnten. Einige entwickelten sich schlecht (Cenovus Energy: -46%) und einige sehr gut (Easyjet: +40% - bitte beachten Sie, dass alle Zahlen des Newsletters in Euro lauten, um sie besser vergleichen zu können). Von solchen Unterschieden ist nicht nur unser Portfolio betroffen. Für Anleger, die einzelne Aktien gezielt auswählen („Stock Picker“), war der starke Rückgang der Aktienkorrelationen in den vergangenen Quartalen die wichtigste Entwicklung. Vor einigen Jahren (und während der vergangenen fünf Jahre) war die Korrelation zwischen Aktien höher als 0,7. Das heißt, dass sich durchschnittlich 70% der Kursbewegung einer bestimmten Aktie auf die Bewegungen anderer Aktien zurückführen lässt. Anders ausgedrückt: Alle stiegen und fielen mehr oder weniger gemeinsam. Diese Korrelation liegt inzwischen bei 0,2.

Das macht Sinn: Wenn Anleger glauben, dass die Welt untergeht, werden sie alles verkaufen, unabhängig von der Qualität eines Unternehmens oder dem Preis seiner Anteile. Wenn Sie merken, dass die Welt nicht untergeht, kaufen sie diese Anteile erneut ziemlich wahllos zurück. „Makro“ hatte also äussersten Vorrang vor „Mikro“.

Abbildung 4: LTIF Stability Growth TR CHF
vs. HFRX Global Hedge Fund Index CHF



Jenseits dieser Makro-Ängste nimmt das reale Wirtschaftsleben aber weiter ungestört seinen Lauf. Nach einigen Jahren merken Anleger, dass einige Unternehmen eigentlich sehr viel mehr Geld einbringen als andere und ihre Aktienkurse entwickeln sich nun in unterschiedliche Richtungen. Das ist 2017 passiert.

In unserem Fall erbrachten einige Aktien eine sehr schlechte Performance.. Wie wir wissen, sind jedoch nicht die Bewegungen des Aktienkurses wichtig, sondern die zugrundeliegenden Gegebenheiten. Deshalb werden wir dies im Folgenden kurz erläutern.

- Mit einem Rückgang von 27% schnitt die Aktie von Pandora am schlechtesten ab (mit Ausnahme von Unternehmen mit Bezug zum Erdölsektor). Eine Bardividende von über 4% linderte dies ein wenig. Wir haben das Unternehmen in einem früheren Newsletter behandelt. Wir halten es immer noch für solide. Was qualitativ hochwertigen und preiswerten Schmuck angeht, verfügt es über beispiellose Produktionskapazitäten und hat eine sehr gute Strategie für ein vertikal integriertes Vertriebssystem. Wenn wir nicht völlig falsch liegen, sind die Anteile extrem unterbewertet und könnten den diesjährigen Rückgang mehr als wettmachen. Die Gewinne stiegen 2017 übrigens um 6,5% und für 2018 wird eine Bardividende von 5,8% des derzeitigen Aktienkurses erwartet.
- Die Anteile unserer Unternehmen mit Bezug zum Erdölsektor sind stark gefallen, mit Ausnahme von Premier Oil, das zum Jahresende nur leicht im Minus war. Weiter unten erörtern wir unsere Einschätzung dieser Branche, wir sind jedoch äußerst zuversichtlich, dass diese Anlagen in den kommenden Quartalen sehr einträglich sein werden. Nur nebenbei bemerkt: In den ersten Tagen des Jahres 2018 sind die Anteile von Premier Oil um 30% gestiegen. Die Anteile hatten unter einer großen Short-Position zu leiden, die mit steigendem Ölpreis sehr schnell eingedeckt wird.
- Zur Gruppe der Unternehmen, die mehr als 20% fielen, zählen schliesslich noch die Anteile von Northern Dynasty Metals mit einem Rückgang von 22%. Unsere Anleger werden sich vielleicht daran erinnern, dass NDM in Südalaska eines der weltweit grössten unerschlossenen Kupfer-, Gold- und Molybdänprojekte besitzt. Unter der letzten US-Regierung erhielt das Unternehmen nicht einmal die Möglichkeit, eine Genehmigung zu beantragen, um die Mine nutzbar zu machen. Das hat sich nun geändert und das Genehmigungsverfahren hat begonnen. Um das Projekt nutzbar zu machen, hat sich das Unternehmen mit First Quantum zusammengetan (einem weiteren Unternehmen, in das wir investiert haben). Die Investition ist riskant, da die Anteile des Unternehmens nicht viel wert sein werden, wenn es keine Genehmigung erhält. Wir glauben aber, dass gute Chancen bestehen. In diesem Fall wird sich der Wert der Anteile im Vergleich zum aktuellen Kurs vervielfachen.

Als nächstes möchten wir einen Blick auf die Unternehmen werfen, deren Anteile sich gut entwickelten:

- Die Anteile von Easyjet stiegen im vergangenen Jahr in Euro um 40%. Dieser starke Anstieg war weitgehend eine Umkehr des vorherigen Rückgangs. 2016 war ein sehr schlechtes Jahr für das Unternehmen. Es begann mit den einschneidenden Terroranschlägen in Frankreich 2015, wodurch der Verkehr auf sehr wichtigen Routen zurückging; die Brexit-Abstimmung sorgte für große Ungewissheit in der Branche; und viele europäische Fluggesellschaften (darunter vor allem Easyjet selbst) begannen, ihre Kapazitäten drastisch auszuweiten. Die Kombination all dessen führte zu sehr enttäuschenden Margen. 2017 brachte eine Trendwende und das Unternehmen (und die Anleger) erwarten ein sehr viel besseres Jahr 2018. Bei einem PE von 12 und Dividenden von über 4% mögen wir das Unternehmen immer noch und schätzen in hohem Masse seine strategische Position, was uns vor einigen Jahren dazu veranlasste, in das Unternehmen zu investieren.
- Die Anteile von MTU Aero Engines stiegen 2017 um 36%. Das Unternehmen hat die Entwicklung eines neuen Triebwerks für den Airbus Neo abgeschlossen und kann nun für mehrere Jahre mit ausgezeichneten Cashflows, geringeren Investitionen und einer starken Zunahme des Geschäfts für Service und Bauteile rechnen.
- Die Anteile von Apple Inc stiegen 2017 um 29%. Das Unternehmen entwickelte sich gut und der Markt beginnt, den riesigen Kundenstamm und dessen Markentreue zu schätzen. Der Servicebereich und andere Umsatzposten (Airpods, Uhren) wachsen rasant und entwickeln sich zu grossen eigenständigen Geschäftsfeldern mit noch höheren Margen als bei Smartphones und Computern. Wir rechnen damit, dass das Unternehmen weiter wächst und dass die Anteile mit einem PE von 12 gehandelt werden (bereinigt um die gewaltigen liquiden Mittel).
- Die Anteile von Visa stiegen 2017 um 28%. Ein besseres Unternehmen ist nur schwer vorstellbar: Eine sehr kleine Gebühr für einen wachsenden Anteil an allen weltweiten Geschäftstransaktionen. Die rückläufige Nutzung von Bargeld und die Zunahme des E-Commerce sind profane Wachstumsmotoren für das Unternehmen, dessen Gewinne je Anteil im vergangenen Jahr um 22% stiegen und in den kommenden Jahren voraussichtlich um mehr als 10% zulegen werden.
- Grifols stieg um 25% (und hatte eine Dividende von 2%), während die Märkte langsam ein Ende der Investitionsphase absehen und (in etwas mehr als einem Jahr) den Beginn einer mehrjährigen Phase mit starken Cashflows.
- Unser Kupferproduzent First Quantum stieg um mehr als 20% (23%), ebenso Wienerberger, der größte Ziegelhersteller Europas (22%), sowie Unilever (20%). Bei diesen Unternehmen gibt es keine besonderen Vorkommnisse, die diesem Anstieg förderlich wären. Ihre Anteile waren einfach zu billig und der Markt korrigiert dies.

Ausserdem haben wir einige Transaktionen durchgeführt: Wir haben Tata Motors, Sumitomo Bank und DGB Financial Group verkauft, sowie Reckitt Benckiser und Deutsche Post gekauft.

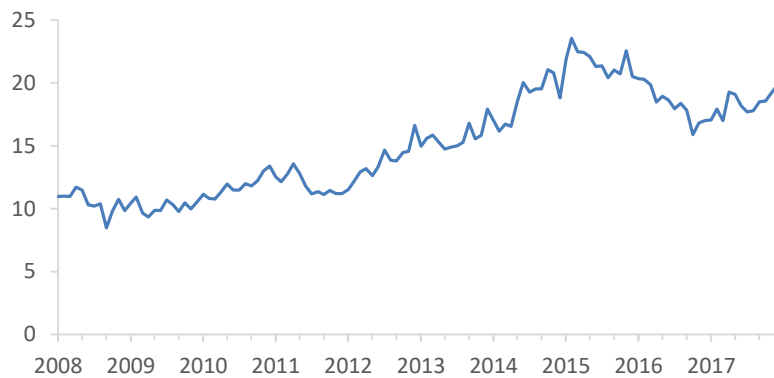
Alle drei Verkäufe hatten letztlich den gleichen Auslöser: Wir möchten unser Portfolio ganz auf Unternehmen konzentrieren, die wir sehr genau verfolgen können. Auch wenn wir der Ansicht sind, dass wir die drei verkauften Unternehmen gut im Blick hatten, und ihre Anteile ganz offensichtlich günstig waren, fanden wir, dass unsere Anleger mehr davon hätten, wenn wir das Geld in andere Unternehmen anlegen würden. Keines der drei Unternehmen war eine gute Anlage: Wir haben etwas Geld mit ihnen verdient, der Betrag war aber geringer als die durchschnittliche Rentabilität des Fonds in den Jahren, in denen wir sie besaßen.

Einer der Zukäufe ist Reckitt Benckiser. Wir verfolgen das Unternehmen schon seit langer Zeit und möchten einen unserer Ansicht nach ungerechtfertigten Kursrückgang nutzen, der zurückzuführen ist auf ein Phänomen, das man als „gefallener Engel“ bezeichnen könnte. Manchmal entwickelt sich ein Unternehmen über einen langen Zeitraum ausserordentlich gut. Normalerweise bedeutet das, dass das Unternehmen einen neuen Weg eingeschlagen hat, der es sehr wettbewerbsfähig macht und der nur schwer nachzuahmen ist. Dies wäre etwa der Fall bei Inditex und dem System von Zara; als Coca-Cola vor Jahren seine Flaschenabfüllung umstrukturierte; McDonald's und sein Franchisesystem usw. Selbst unser bescheidenes Unternehmen Viscofan und seine globale Marktkonsolidierung im Bereich Wursthäute könnte man anführen. Wenn der Markt erkennt, dass sich ein Unternehmen über mehrere Jahre hinweg äusserst gut entwickelt (etwa bei einem Jahreswachstum in hohem zweistelligem Bereich und explodierenden Gewinnen), neigt er bei diesem Unternehmen zu hohen Multiplikatoren, weil er davon ausgeht, dass diese Ausnahmephase für immer andauert. Aber dies ist nur selten der Fall. Wenn das Unternehmen eine „Luftblase“ erreicht, merken Anleger, dass sie zu überschwänglich waren und ergreifen die Flucht. Wertorientierte Anleger müssen sich an dieser Stelle fragen: Gibt es immer noch Gründe, die dieses Unternehmen zu einer ausserordentlichen Anlage machen oder deuten die jüngsten Probleme auf eine strukturelle Verschlechterung der strategischen Position hin? Beim ersten Szenario müssen wir akzeptieren, dass es kurzfristig immer wieder geschäftliche Probleme geben wird, und dass ein Unternehmen danach auch wieder gut abschneiden kann. Ein Rückgang des Aktienkurses ist dann einfach nur eine Chance, um ein qualitativ hochwertiges Unternehmen zu einem vernünftigen Preis zu besitzen. Beim zweiten Szenario (strukturelle Verschlechterung) wird es zu einem langsamen Niedergang kommen.

Diese Überlegung haben wir beispielsweise bei Viscofan zugrunde gelegt. Abbildung 5 zeigt den PE von Viscofan in den vergangenen fünf Jahren. Das Unternehmen entwickelte sich gut, der Markt belohnte es daher zusehends und ging sogar davon aus, dass es sich noch verbessern würde. Uns gefiel das Unternehmen aus strategischen Gründen und kauften es 2012. Aber bei einem PE von 12 fanden wir, dass es bessere Optionen gibt und verkauften es. Der Aktienkurs ging weiter nach oben, weil sich das Unternehmen weiter

gut entwickelte, bis dem Markt nach einigen schwachen Quartalen das Vertrauen abhanden ging. Dies geschah bei einem PE von 26, weil ein kleines und teures Unternehmen kein langsames Wachstum aufweisen sollte. Der Preis ging dann nach unten und Ende 2016 haben wir es erneut gekauft, weil wir dachten, dass die strategischen Stärken des Unternehmens weiter vorhanden sind. Die „Luftblase“ war zurückzuführen auf eine schnelle Expansion der Produktionskapazität, was die Margen nach unten drückte, aber zukünftiges Wachstum garantierte, sowie auf einen sehr schwachen latein-amerikanischen Markt, der in einer Rezession steckte. Wir waren der Ansicht, dass es sich hierbei um vorübergehende Probleme handelt, und dass das Unternehmen viel mehr Wert war. Der Markt scheint der gleichen Meinung zu sein, denn der Aktienkurs ist seit unserem Kauf um 30% gestiegen.

Abbildung 5: **Viscofan PE 2010-2017**



Ähnliches lässt sich über Reckitt sagen. Jahrelang hatte das Unternehmen die beste Rentabilität und das höchste Wachstum im Bereich der Basiskonsumgüter.

Es kaufte andere Unternehmen und integrierte sie äusserst gut, indem es Synergien nutzte und den Umsatz steigerte. Abbildung 6 zeigt den Sieben-Jahres-PE des Unternehmens. Nach einer Verlangsamung des Wachstums, einer grossen umstrittenen Übernahme und einigen Personalwechseln merkte der Markt, dass er das Unternehmen wohl überbewertete. Aber angesichts der aktuellen Preise und der fantastischen Marketing- und Vertriebssysteme des Unternehmens halten wir es für eine sehr solide Aktie der höchsten Kategorie, die langfristig bei sehr geringem Risiko eine Rendite von etwa 10% einbringen kann.

Abbildung 6: Reckitt-Benckiser PE 2010-2017



Deutsche Post war ein weiterer Zukauf. Es handelt sich um ein komplexes und faszinierendes Unternehmen mit vier Hauptgeschäftsfeldern, die aus strategischer Sicht kaum unterschiedlicher sein könnten.

Der Name des Unternehmens deutet bereits an, dass sein Geschäft darin besteht, in Deutschland Briefe zuzustellen. Dieses Geschäft ist vom Aussterben bedroht und belastet durch enorme Pensionskosten (zurzeit über 498.000 Mitarbeiter, ohne die ehemaligen Mitarbeiter). Es handelt sich um einen stark regulierten Bereich und das Unternehmen versucht im Grunde nur, keine Verluste zu machen. Abgesehen davon besitzt das Unternehmen einen Logistikbereich (der Fachbegriff lautet „Spedition“), das Unternehmen zählt hier aber nicht zu den wichtigsten Akteuren und erzielt nur mittelmäßige Gewinne. Daneben führt Deutsche Post auch „Expresslieferungen“ durch, hauptsächlich unter der Marke DHL. Dies ist ein hervorragender Geschäftsbereich mit Skaleneffekten, in dem das Unternehmen weltweit führend ist. Und schließlich verfügt das Unternehmen über einen Paketzustelldienst - größtenteils in Deutschland, aber er expandiert in ganz Europa. Dieser wird vorangetrieben durch die einschneidenden Entwicklungen im elektronischen Handel. Insgesamt ist das Unternehmen sehr solide, in bestimmten Kerngeschäften gut positioniert und wird zu einem sehr attraktiven Preis gehandelt (PE 16, 3% Dividende).

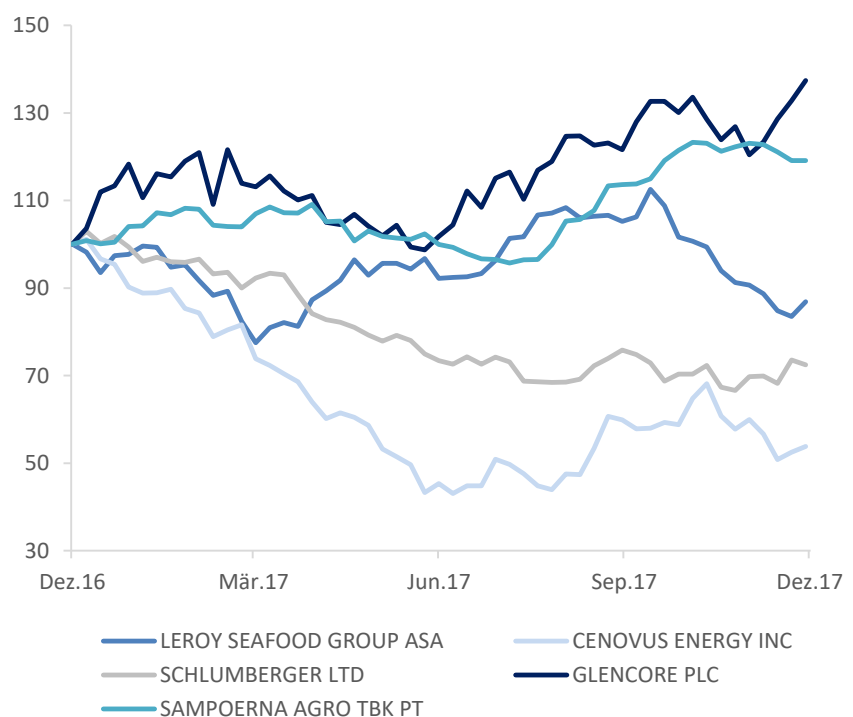
2018 rechnen wir nicht mit großen Veränderungen. Möglicherweise kappen wir einige Positionen, deren Aktienkurse den vollen Preis erreichen, vor allem dann, wenn wir unterbewertete Unternehmen finden, in die wir investieren möchten. Mit Blick auf die Aktienkursentwicklung glauben wir nicht, dass unsere sich „schlecht entwickelnden“ Unternehmen ein bestimmtes Problem haben und ihre Preise dürften sich wieder erholen (die Unternehmen mit Bezug zum Erdölsektor stiegen 2018 bislang durchschnittlich um mehr als 10%).

Der Natural Resources-Fonds

Für den Fonds war 2017 ein Jahr des Übergangs. Nach einem starken Anstieg 2016 (72,6%, in Euro und ohne Gebühren) ging er 2017 nur um 6,4% zurück. Dies ist zum Teil ein Dollareffekt: Die meisten der Anlagen lauten in Dollar, der 2017 gegenüber dem Euro um 14,1% gesunken ist (der NIW der Dollar-Klasse des Fonds entwickelte sich sogar positiv um 17,1%). Es lässt sich jedoch nicht bestreiten, dass die Anteile häufig enttäuschend abschnitten. Wir möchten uns dies einmal genauer ansehen.

Der Fonds besteht aus drei Hauptblöcken: Öl, Minerale und Nahrungsmittel. Der erste dieser drei Blöcke schnitt äußerst schlecht ab, der zweite ziemlich gut und der dritte etwas schlechter als mittelmässig.

Abbildung 7: Umbasierte Aktienkurse in Euro von Cenovus, Schlumberger, Glencore, Sampoerna Agro, Leroey Sea Food.



Um einzuschätzen, ob der Aktienkurs gerechtfertigt ist oder ob wir von einer Kurserholung (bzw. einer Kurskorrektur) ausgehen sollten, wollen wir uns wie immer auf die zugrundeliegende Geschäftsentwicklung des Unternehmens konzentrieren. Wir glauben sogar, dass der jetzige Zeitpunkt besonders attraktiv ist, um in diesen volatilen Bereich zu investieren.

Der Ölpreis der Sorte Brent (der weltweit wichtigste Ölkontrakt) stieg 2017 um 17,5%. Wie bereits erwähnt entwickeln sich viele Anteile mit Bezug zum

Erdölsektor schlecht, darunter auch unsere. Der Grund hierfür ist leicht zu erraten: Der Markt ging nicht wirklich davon aus, dass der Ölpreis auf lange Sicht höher sein oder auch einfach nur gleichbleiben würde. Wenn der Ölpreis tatsächlich in den unteren 50-Dollar Bereich sinken würde, dann wäre in unseren Anteilen wirklich nicht mehr viel Wert enthalten. Unsere Investition in diese Unternehmen hängt also ab von unserer positiven Einschätzung der Ölpreisentwicklung. Wir möchten uns nun erneut ansehen, wie wir die Anlage einschätzen und eine Methode aufzeigen, die auch auf die meisten anderen Rohstoffe anwendbar ist.

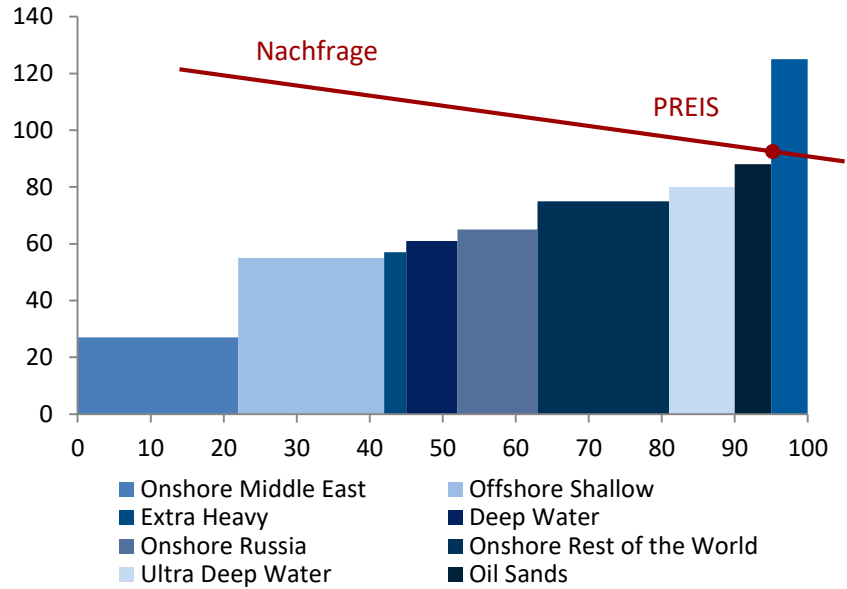
Wie bei allen frei gehandelten Dingen wird auch der Ölpreis gesteuert von der Angebots- und Nachfragekurve. Bei einem bestimmten Preis will die Welt eine bestimmte Menge Öl verbrauchen (in der Regel eine geringere Menge, wenn der Preis höher ist, und umgekehrt), und bei einem bestimmten Preis ist die Welt bereit, eine bestimmte Menge Öl zu liefern (in der Regel mehr bei einem höheren Preis, und umgekehrt). Der „Marktpreis“ liegt dort, wo sich die beiden Linien kreuzen. Bei einem bestimmten Preis besteht eine Übereinstimmung zwischen dem, was die Welt verbrauchen möchte und dem, was sie produzieren möchte.

Wir möchten nun das Angebot analysieren. Abbildung 8 zeigt vereinfacht eine klassische „Kostenkurve“ für Öl. Darin werden die unterschiedlichen Produzenten je nach Produktionskosten der Grösse nach angeordnet. Dies ist natürlich stark vereinfacht, weil es innerhalb dieser Balken grosse Unterschiede gibt. Aber wir nehmen dies als Ausgangsbasis.

Dann sehen wir uns die Nachfrage an. Die Nachfrage nach Öl ist ziemlich stabil. Jedes Jahr steigt sie pro Tag um etwa 1,5 Millionen Barrel. Ökonomen bezeichnen dies als „unelastische Nachfrage“, weil sich der Preis nicht besonders auf die Nachfrage auswirkt. Das liegt daran, dass ein Grossteil des Öls für den Transport verwendet wird und keine Alternativen bereitstehen. Ein Grossteil davon ist zudem unvermeidbarer Güterverkehr: Ein Landwirt, der Kartoffeln anbaut, muss sie mit dem LKW auf den Markt bringen, egal, wie hoch der Ölpreis ist. Es gibt natürlich eine gewisse Elastizität. Wenn Benzin sehr teuer ist, bleiben manche Leute am Wochenende zu Hause und verzichten auf das Skifahren. Eigentlich bewegt sich die Nachfrage aber nicht in dem Masse wie der Preis.

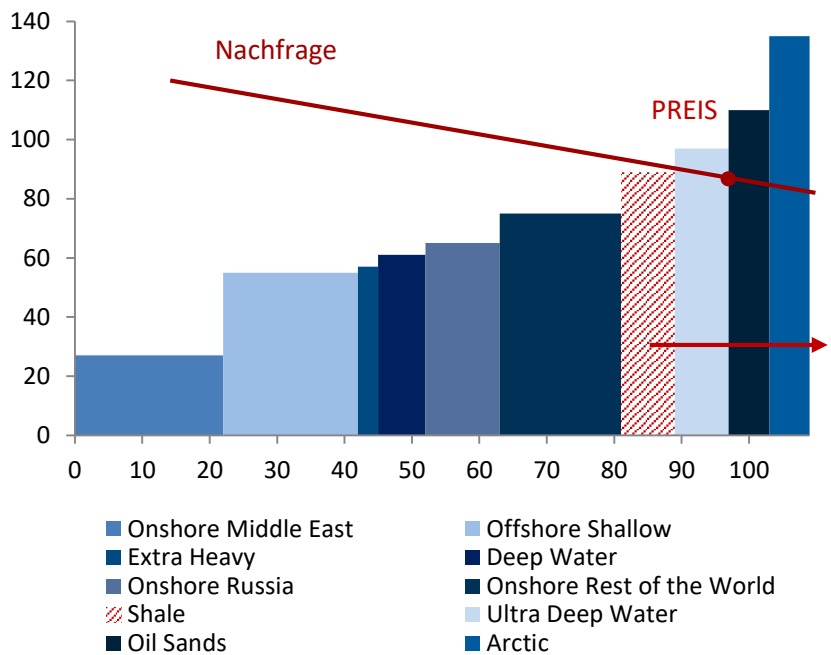
Deshalb können wir den Ölpreis bestimmen, wenn wir uns einfach Abbildung 8 ansehen und die Nachfrage nach Öl kennen. In unserem Beispiel liegt sie eindeutig bei 93 Millionen Barrel pro Tag. Bitte beachten Sie, dass die Grafik auf dem Stand des Jahres 2014 ist (erneut in stark vereinfachter Form).

Abbildung 8: Ölangebot und -nachfrage 2014



Was ist seitdem passiert? Einer der Balken wächst plötzlich sehr schnell. Es handelt sich um den Balken für „US-Schieferöl“. Das Phänomen wird in Abbildung 9 dargestellt.

Abbildung 9: Ölangebot und -nachfrage 2017



Wenn man in der Mitte der Grafik einen neuen Balken einfügt (oder einen bereits vorhandenen stark nach oben zieht), wird der Produzent mit den höchsten Kosten einfach nach rechts „geschoben“. Auf die anderen Produzenten hat dies keine grossen Auswirkungen: Der Ölpreis geht leicht zurück und die Grenzproduzenten (die ihre Kosten kaum abdecken) müssen schliessen. Der Markt ist wieder im Gleichgewicht.

Das ist natürlich nicht passiert. Der Ölpreis ging nicht „leicht zurück“ sondern fiel von 100 auf 45 US-Dollar. Inzwischen liegt er bei 60% des Preises vor dem Wachstum von Schieferöl. Die meisten Analysten gehen zudem davon aus, dass der aktuelle Preis nicht weiter steigen kann. Woran liegt das?

Die oben gezeigten Grafiken enthalten die „vollständigen Kosten“, d. h. die Gesamtkosten der Ölförderung. Hierzu gehören die Kosten für die Erkundung, die Suche nach Erdöl und den Aufbau der entsprechenden Infrastruktur, und sogar die Vergütung des Kapitals, das für all dies erforderlich ist. Dies sind die vollständigen langfristigen Kosten, denn wenn diese nicht abgedeckt sind, werden die Produzenten nicht mehr investieren und da sich Ölfelder erschöpfen, gäbe es am Ende kein Öl mehr. Der Preis würde logischerweise nach oben gehen, bis die Kosten abgedeckt sind.

Die langfristige Analyse ist das eine, etwas anderes ist jedoch die unmittelbare Reaktion der Produzenten auf einen sprunghaften Anstieg des Angebots. Die Produzenten mit hohen Kosten auf der rechten Seite der Grafik geben das Geschäft nicht einfach auf. Ihre Kosten sind grösstenteils „versunkene“ Kosten, also bei der Erkundung und Nutzbarmachung von Ölfeldern bereits entstandene, irreversible Kosten. Die laufenden Kosten der Ölförderung selbst sind weitaus geringer (normalerweise etwa 20 Dollar pro Barrel). Wenn ein Unternehmen nur seine laufenden Kosten abdeckt, wird es bei der Kostenrechnung natürlich Verluste machen (Abschreibungen und Wertminderungen sind nicht abgedeckt) und nach einigen Jahren ist kein Öl mehr da, das gefördert werden kann. Auf kurze Sicht ist es für das Unternehmen besser, weiter Öl zu produzieren und Barmittel zu generieren, auch wenn diese geringer sind als die Gesamtkosten, als ganz aufzuhören. Und genau dies tun die Unternehmen.

In Wirklichkeit behalten die alten Produzenten ihre Produktion bei und die neue Produktion kommt einfach hinzu, wenn man einen neuen Balken in die Grafik einfügt. Wie bereits erwähnt ist die Nachfrage ziemlich unelastisch. Das bedeutet, dass sich eine Überproduktion äusserst nachteilig auf den Ölpreis auswirkt. Wenn man die vollständigen Kosten berücksichtigt, verlieren alle Geld, selbst die Produzenten mit geringen Kosten.

Diese Situation ist auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten. Angesichts von Verlusten kürzen Erdölunternehmen vermeidbare Ausgaben, d. h. sie suchen erst nach neuem Öl, wenn sich die Ölfelder durch kontinuierliche Förderung erschöpfen und kein Öl mehr vorhanden ist, um eine neue Nachfrage zu befriedigen. Aber diese Situation kann lange andauern: Viele Ölfelder sind jahrzehntelang in Betrieb und die meisten Unternehmen können auch ohne neue Erkundungen einige Jahre weiter produzieren.

Die Welt „schwimmt“ also in Öl, bei niedrigen Preisen und allgemeinen Verlusten, und kurzfristig gibt es keine Aussicht auf Besserung. Die Nutzbarmachung von Ölfeldern begann vor dem Einbruch. Dies nimmt einige Jahre in Anspruch, und diese Ölfelder produzieren immer noch und verstärken so weiter das Überangebot. Analysten sind auch nur Menschen und ziehen an dieser Stelle die Schlussfolgerung, dass dies immer so weitergehen wird und finden Gründe hierfür. Sie können sich vorstellen, wie sich dies auf die Aktienkurse der Unternehmen mit Bezug zum Erdölsektor auswirkt.

Irgendwann wird sich die Situation jedoch ändern. Nach einigen Jahren ohne Investitionen in neue Produktion und ohne neu anlaufende Projekte gerät das Angebot unter Druck, weil sich die Ölfelder erschöpfen. Der Ölpreis wird steigen, aber die Unternehmen (Investoren) haben gelernt, „vorsichtig“ zu sein. Also werden erst Investitionen getätigt, wenn alle sicher sind, dass sich der Ölpreis tatsächlich erholt. Bis es soweit ist, ist es zu spät, um einen starken Kursanstieg zu verhindern. Die Nutzbarmachung der neuen Produktion nimmt Jahre in Anspruch, und währenddessen erschöpfen sich die Ölfelder weiter und die Nachfrage steigt. Die Verknappung sorgt dafür, dass die Preise weit nach oben gehen, und zwar stärker, als eine rationale Kostenanalyse nahelegen würde. Analysten teilen der Welt mit, dass die Ölpreise immer sehr hoch sein werden. Und dann beginnt der nächste Zyklus. Wir haben dies in den 1980er Jahren erlebt, als die Felder in der Nordsee und in Alaska die Produktion aufnahmen, und wir haben es erlebt, als in den USA Schieferöl gefördert wurde.

Als der Ölpreis innerhalb von zwei Jahren von 25 auf 10 Dollar sank, veröffentlichte der „Economist“ im März 1999 unter der Überschrift „Wir ertrinken in Öl“ eine berühmte Titelgeschichte. Die Prognose lautete, dass der Preis schnell auf 5 Dollar fallen würde. Der Ölpreis machte nahezu umgehend eine Kehrtwende und stieg zunächst von 10 auf 35 Dollar und erreichte nach einigen weiteren Kurskorrekturen einen Höchststand von 140 Dollar.

Wir haben den Eindruck, dass wir uns im Moment an einem ähnlichen Punkt befinden.

Im Alltag ist dies natürlich nicht so einfach. Die Daten sind nicht eindeutig und manchmal sogar widersprüchlich. Es gibt keine klaren Angaben dazu, wie viel Schieferöl produziert werden kann und wie viel dies kostet. Die Finanzakteure spielen mit und handeln bei Erdöl mit Short- oder Long-Positionen, verstärken die Bewegungen und sorgen für starke Umschwünge, die sich durch eine Analyse der Fundamentaldaten nicht begründen lassen. Die langfristigen Aussichten liegen jedoch auf der Hand.

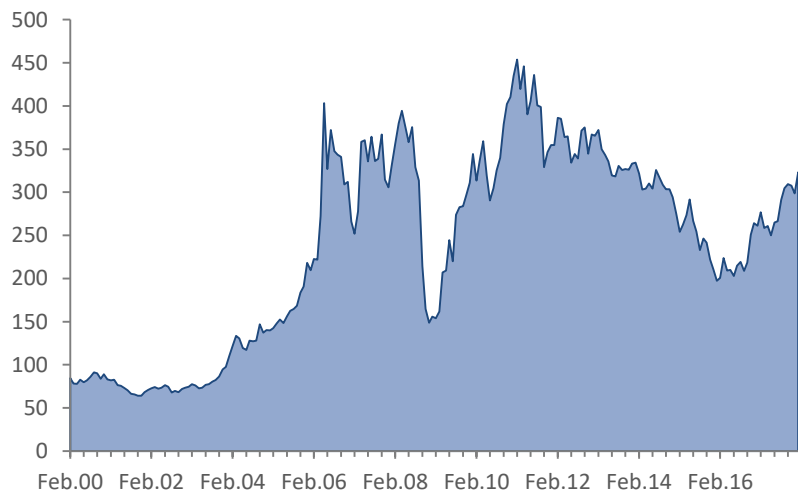
Zurzeit verbraucht die Welt pro Tag etwa 1 Million Barrel mehr, als sie produziert. Die sehr grossen Vorräte, die in den vergangenen Jahren entstanden sind, werden schnell verbraucht. Angebot und Nachfrage dürften dieses Jahr in etwa in gleichem Masse steigen. Das bedeutet, dass auch weiter 1 Million Barrel pro Tag versickern. Zur Jahresmitte werden wir wegen der

geringen Vorräte eine gefährliche Situation erreichen. Dies dürfte sich stark auf den Ölpreis auswirken. Die OPEC wird die letztjährige Senkung der Ölförderung um 1,5 Millionen Barrel letztlich wieder rückgängig machen, aber dies wird kaum reichen, um den Markt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Und ab 2019 wird sich zeigen, welche Folgen die umfangreichen Kürzungen der Ausgaben für die Erkundung und Nutzbarmachung haben. Angesichts von Erschöpfung und gestiegener Nachfrage wird nicht mehr genug Öl vorhanden sein.

All dies ist keine geradlinige Abfolge von Ereignissen. Während wir dies schreiben (Anfang Januar), kommt Brent-Öl einem Stand von 70 Dollar sehr nahe. Hedgefonds tragen zu der Erhöhung bei, indem sie enorme Long-Positionen handeln. Für eine starke Kurskorrektur des Ölpreises würde es genügen, wenn die Vorräte aus irgendeinem Grund einige Wochen lang steigen würden („intelligente“ Hedgefonds werden dann verkaufen oder sogar Short-Positionen handeln und so für einen noch stärkeren Rückgang sorgen). Hierzu wird es früher oder später kommen, und Analysten werden wieder zu ihren pessimistischen Annahmen zurückkehren. Unsere Anteile werden stark fallen, weil sie in letzter Zeit stark gestiegen sind, und manch einer wird Gewinne mitnehmen. Am Gesamtbild ändert sich hierdurch jedoch nichts. Bei dem Preis, den Öl in den nächsten zwei Jahren unserer Ansicht nach erreichen wird, wird sich der Wert einiger unserer Anteile im Vergleich zum aktuellen Kurs vervielfachen.

Das Interessante hieran ist, dass sich verschiedene Rohstoffe in der gleichen Situation befinden. Der Kupferzyklus hat einen Punkt erreicht, an dem die Nachfrage mit dem zuvor ausgeweiteten Angebot gleichzieht, und es sind nur sehr wenige neue Minen in Sicht. Die Nutzbarmachung von Minen nimmt (mindestens) fünf bis zehn Jahre in Anspruch. Wir können also von einem starken Zyklus ausgehen, der einige Jahre andauern wird und bereits begonnen hat, wie Abbildung 10 verdeutlicht.

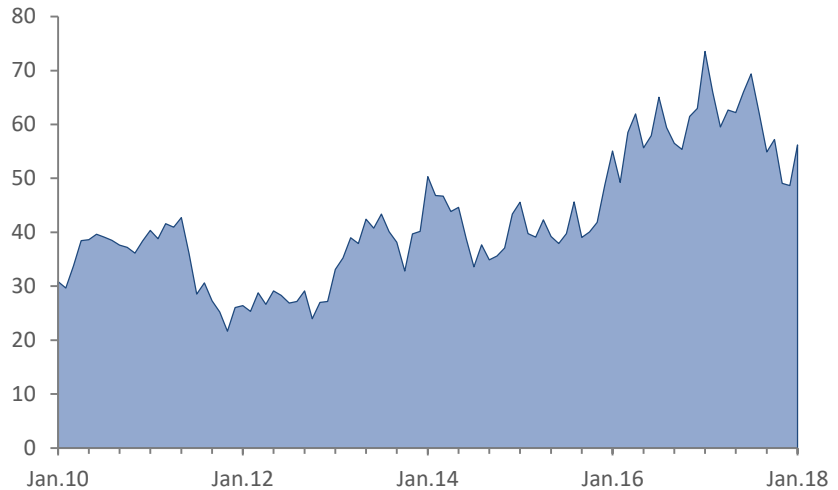
Abbildung 10: Kupferpreis 2000-2018



Der Zinkzyklus ist schon weiter fortgeschritten und Nickel steht Ähnliches bevor.

Wir könnten auch noch die Lachsbranche hinzufügen. 2016 und 2017 waren für die Lachszucht äußerst schlechte Jahre. In Chile gab es mehrere Unfälle und in Norwegen war die Sterberate hoch. Die Lachspreise kletterten auf Rekordhöhe, ebenso die Anteile von Lachszüchtern. In den letzten Monaten des Jahres 2017 normalisierte sich die Produktion und die Preise sanken. Man geht wieder davon aus, dass die niedrigen Preise für immer Bestand haben werden. Aber das organische Wachstum der Branche ist in Wahrheit stark eingeschränkt durch geografische und regulatorische Aspekte, und die Nachfrage legt weiter ein sehr gesundes Wachstum an den Tag. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich die Lachspreise in den kommenden Monaten festigen werden. Unsere Anteile werden selbst bei niedrigen Lachspreisen mit einem PE von knapp über 10 und einem Dividendenertrag von 5% gehandelt.

Abbildung 11: Lachspreis 2010-2018



Unter dem Strich steht unserem Natural Resources-Fonds eine interessante Zeit bevor. Er wird natürlich volatil sein, weil die Branche volatil ist und weil er absichtlich nicht so stark diversifiziert ist wie ein allgemeiner Fonds. Aber wenn die Weltwirtschaft nicht dauerhaft zusammenbricht, stehen ihm einige sehr gute Jahre bevor.

Sonstige Neuigkeiten

Wir sind gerade dabei, unseren Schweizer Stability-Fonds aufzulösen, weil wir unsere Fonds alle in unserer Luxemburger Sicav zusammenlegen möchten. Dadurch erhöht sich das Handelsvolumen und unseren Anlegern entstehen geringere Kosten. Die derzeitigen Anleger werden dazu angehalten, ihr Geld in den Luxemburger Stability-Fonds zu investieren. Dieser ist identisch mit dem Schweizer Fonds. Sein ISIN-Code lautet LU1589813515 und im Gegensatz zum Schweizer Fonds mit wöchentlicher Liquidität ist dieser täglich liquidierbar.

Die ausschüttende Anteilklasse unseres Classic-Fonds zahlt in den kommenden Wochen eine Dividende von 15 Euro, dies entspricht 3,67% gegenüber dem Fondspreis zu Jahresbeginn.

Und schliesslich noch eine interne Neuigkeit: Joan Borrás hat nach zehn Jahren bei SIA eine Stelle in Barcelona angenommen, um Näher bei seiner Familie zu sein. Neu hinzugekommen ist Matthieu Dulguerov. Dulguerov hat über zehn Jahre Berufserfahrung im Bereich der Beobachtung, Analyse, Ausführung und Leitung von Aktiengeschäften. Er arbeitete als Analyst und Anlageberater für Unternehmen wie RWE und Edmond de Rothschild. Er war Mitglied im Anlageausschuss von Edmond de Rothschild und leitete verschiedene Aktienprodukte im Bereich Öl und Gas. Dulguerov ist Volkswirt und hat einen wissenschaftlichen Dokortitel der Eidgenössischen Technischen Hochschule (EPFL).

Zahlen der USD-Klassen

Tabelle 3: Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettofondsvolumen in USD

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [USD]	490.94	4.4%	17.1%	11.4%	193*
LTIF Stability A Cap [USD]	204.95	3.8%	11.6%	6.3%	16*
LTIF Natural Resources [USD]	132.88	4.9%	6.5%	0.0%	22

Abbildung 6: LTIF Classic USD vs. MSCI Daily TR Net World Index USD

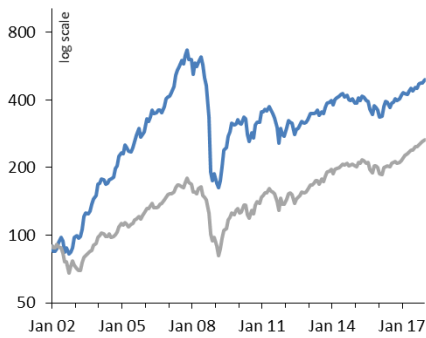


Abbildung 7: LTIF Stability A Cap USD vs. HFRX Global Hedge Fund Index USD

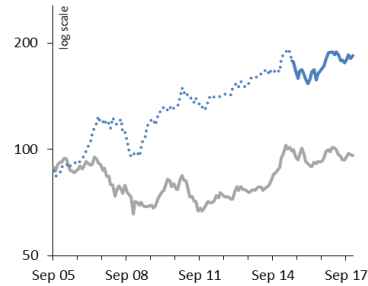
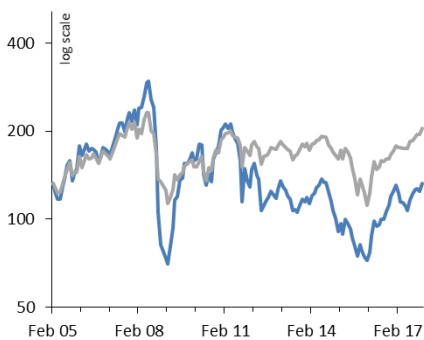


Abbildung 8: LTIF Natural Resources USD vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index USD



Zahlen der CHF-Klassen

Tabelle 4: Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettovolumen in CHF

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [CHF]	478.42	5.2%	12.3%	7.7%	188*
LTIF Natural Resources [CHF]	129.49	5.6%	2.1%	-1.4%	21
LTIF Stability Growth [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	230.40	4.7%	9.6%	4.1%	4
LTIF Stability Income Plus [CHF] <i>(Total return, dividends included)</i>	194.20	4.6%	9.6%	5.0%	4

Abbildung 9: LTIF Classic CHF vs. MSCI Daily TR Net World Index CHF

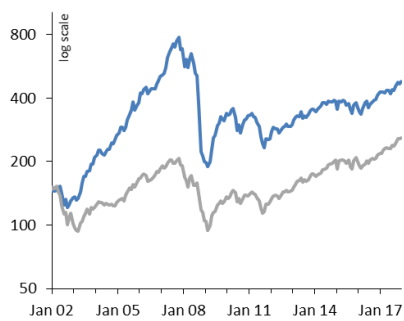


Abbildung 10: LTIF Stability Growth TR CHF vs. HFRX Global Hedge Fund Index CHF

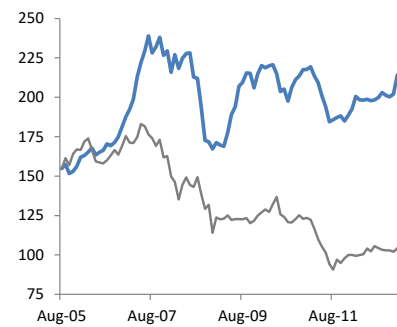
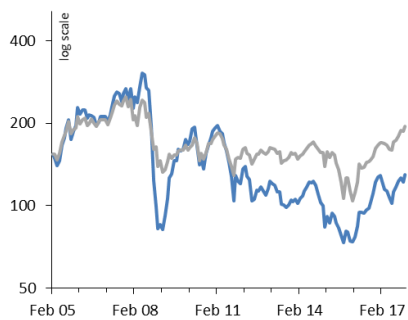


Abbildung 11: LTIF Natural Resources CHF vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index CHF



Zahlen der GBP-Klassen

Tabelle 5: Nettoinventarwert (Net Asset Value) - Nettofondsvolumen in GBP

December 29, 2017	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Annualized Return (s.i)	AUM (in mio) * Pool
LTIF Classic [GBP]	362.92	3.6%	7.0%	11.8%	143*
LTIF Natural Resources [GBP]	98.23	4.0%	-2.7%	2.8%	16

Abbildung 12: LTIF Classic GBP vs. MSCI Daily TR Net World Index GBP

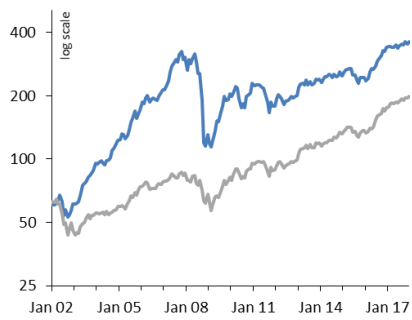
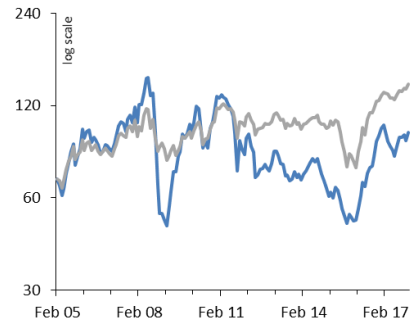


Abbildung 13: LTIF Natural Resources GBP vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index GBP



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 – Natural Resources EUR

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

LTIF – Natural Resources USD

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

LTIF – Natural Resources CHF

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

LTIF – Natural Resources GBP

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

LTIF – Stability A Cap EUR

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

LTIF – Stability A Cap EUR

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

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

Rechtliche Hinweise - Schweiz

Die Wertentwicklung bis zum 30.09.2006 entspricht dem in CHF umgerechneten LTIF Britische Jungferninseln. LTIF Stability ist dessen identischer Nachfolger. Die frühere Wertentwicklung wurde von Ernst & Young geprüft. Berichte sind bei SIA Group erhältlich. 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 Fondsverwaltungsgesellschaft 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 bei der Fondsverwaltungsgesellschaft FundPartner Solutions (Suisse) SA, Route des Acacias 60, 1211 Genf 73 oder der Anlageverwaltungsgesellschaft SIA Funds AG, Alpenblickstrasse 25, CH-8853 Lachen (www.s-i-a.ch).

LTIF – Stability Growth
ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2'638'920
Bloomberg: LTIFSTA SW

Verwaltungsstelle:

FundPartner Solutions (Suisse) SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Genf 73
Schweiz

Anlageverwaltungsgesellschaft:

SIA Funds AG
Alpenblickstrasse 25
CH-8853 Lachen
Schweiz

Depotstelle:

Banque Pictet & Cie SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Genf 73
Schweiz