

# Newsletter

September 2019

▪ <i>Überblick über unsere Fonds</i>	2
▪ <i>Stürmische Zeiten überstehen</i>	2
▪ <i>Übersicht über das Portfolio im September 2019</i>	9
▪ <i>Veränderungen des Portfolios</i>	12
▪ <i>Nachrichten von SIA</i>	13
▪ <i>Anhang</i>	14

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

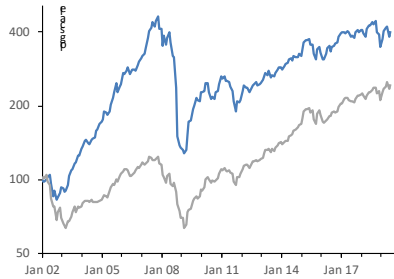


Abbildung 2: LTIF Stability A Cap EUR vs. HFRX Global Hedge Fund Index EUR

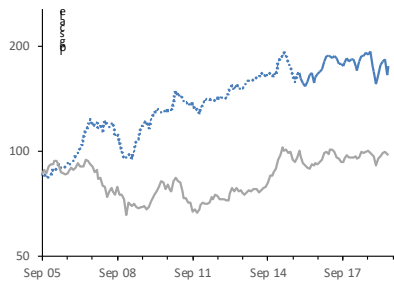
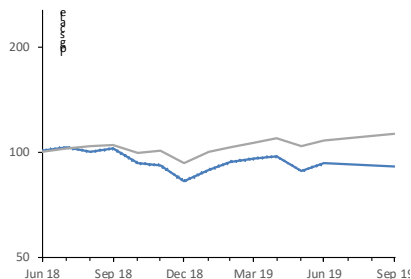


Abbildung 3: LTIF Natural Resources EUR vs. S&P Global Nat. Res. Net TR Index EUR



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



Rezessionsrisiko? Seien Sie habgierig, wenn andere ängstlich sind.

Warren Buffett

### Überblick über unsere Fonds

Tabelle 1 und Abbildungen 1 bis 4 zeigen, wie sich der NIW unserer Fonds in letzter Zeit entwickelt hat. Es wird ersichtlich, dass er etwas geringer war als die Hauptindizes. Nachstehend werden wir erläutern, dass dies grösstenteils zurückzuführen ist auf die Kursänderungen bei rohstoffproduzierenden Unternehmen, wie die negativere Entwicklung des NIW unseres Natural Resources-Fonds verdeutlicht.

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

September 30, 2019	NAV	Δ 3m	Δ 12m	Annualized return (s.i.)	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	401.38	-1.1%	-9.4%	8.2%	119
LTIF SRI (EUR)	91.10	-2.6%	-11.6%	-7.1%	11
LTIF Natural Resources [EUR]	100.42	-5.6%	-18.3%	0.0%	19
LTIF Stability A Cap [EUR]	173.76	-1.2%	-10.6%	4.0%	8

Quelle: SIA Group

### Stürmische Zeiten überstehen

Der LTIF Classic beendete den September 2019 mit einem NIW von 401 EUR je Anteil. Dies entspricht einem Anstieg von 15% in den ersten neun Monaten des Jahres 2019. Dieser Wert liegt im mittleren Bereich der vergangenen zwölf Monate (450 EUR im September 2018 und 340 EUR im Dezember 2018).

Die relative Wertentwicklung steht mehr oder weniger im Einklang mit den internationalen Märkten. Der MSCI World Index stieg um 16%, der S&P500 um 19% und der Eurostoxx 600 um 16%. Die Schwellenmärkte entwickelten sich mit einem Anstieg von 4% etwas schwächer, wobei China, Brasilien und Russland positive Zahlen im zweistelligen Bereich verzeichneten.

Allgemein gesehen liegen die meisten Aktienmärkte dieses Jahr im positiven Bereich. Dies deutet darauf hin, dass das Jahr 2019 gut läuft. Dies ist jedoch weit entfernt von der Realität, da wir lediglich die Verluste des Jahres 2018 wettmachen. Die Gemeinschaft der Anleger ist sehr besorgt - allerorten hört man das Wort „Rezession“. Woche für Woche kommt es zu Anstiegen und Rückgängen von 2-3%. Für ein unserer Ansicht nach äusserst solides Portfolio ist eine derartige Volatilität sehr hoch.

**Wir glauben, dass passive Anlagen, börsengehandelte Fonds und Algorithmen teilweise verantwortlich sind für die aktuelle Volatilität** und dass die grossen Bewegungen manchmal nur auf Tweets oder bestimmten Schlagzeilen digitaler Medien basieren. Vor zehn Jahren waren wir gut vertraut mit einem von einem Computeralgorithmus entwickelten Fonds. Dieser konnte die Reden des damaligen FED-Vorsitzenden Alan Greenspan „lesen“ und Long- oder Short-Positionen aufnehmen. Wir können uns kaum ausmalen, wozu diese Formel inzwischen in der Lage wäre. Man sollte allerdings bedenken, dass Computerfonds in 99% der Fälle funktionieren. Aber eines Tages tun sie dies nicht mehr und niemand weiss, warum. Eigentlich ist es ganz einfach: In 1% der Fälle unterläuft ein Fehler.

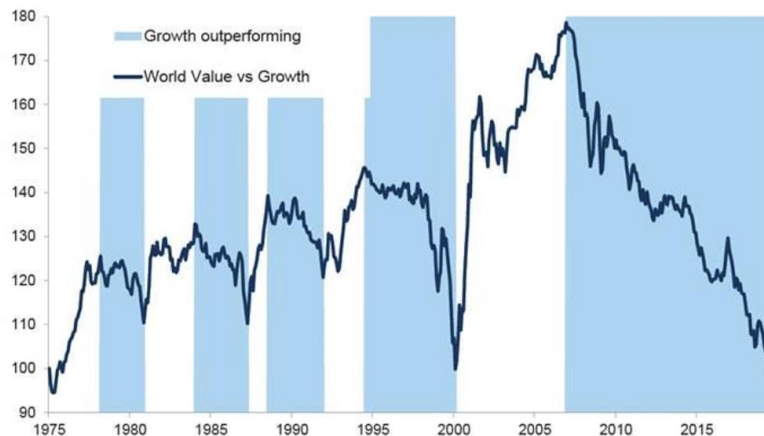
**Seit Beginn des neuen Zyklus (2009) erreichte der Classic-Fonds unser jährliches Ziel von 10%. Das ist eine etwas schlechtere Entwicklung als beim MSCI World. Aber keine Angst - Wert und Rohstoffe kommen zurück.**

Auf längere Sicht entwickelte sich der Classic-Fonds seit Beginn der neuen Periode (erstes Quartal 2009, das war bereits vor über zehn Jahren), in der wir 11% pro Jahr erzielten, nicht besser als der MSCI World mit einem Ergebnis von 13%. Wir **fühlen uns aber etwa besser, wenn wir wissen, dass wir uns wesentlich besser entwickelt haben als der MSCI World ex FANGs** (Facebook, Amazon ...). Letztlich ist der Classic-Fonds so aufgebaut, dass er 10% pro Jahr einbringt. Dies bedeutet eine Verdoppelung alle sieben Jahre bei kontrolliertem Risiko. Die Bewertungen der meisten FANG beinhalten bereits den Idealzustand.

Ein sehr wichtiger Faktor - **unsere festes Vertrauen in Erdöl und Kupfer in den letzten zwei bis drei Jahren - beeinträchtigt unsere Wertentwicklung**. Aber unsere Zahlen lassen erkennen, dass wir diese „Verluste“ mehr als wettmachen werden. Zunächst lagen wir falsch, weil wir die mangelnde Disziplin der Schieferölproduzenten nicht erwarteten. Sie investierten Milliarden von Dollar in ein bei einem Ölpreis von unter 60 USD unrentables Geschäft. Dies trieb das Rohölangebot seit 2015 in die Höhe. Ab dem vierten Quartal 2018 hatten wir dann unter den Auswirkungen der globalen Rezessionsängste zu leiden. Dies führte dazu, dass alle zyklischen Sektoren und Wert stark verbilligt gehandelt wurden. Beide Faktoren werden sich unserer Ansicht nach umkehren. Schieferöl normalisiert sich bereits und die Rezessionsängste dürften nach unserem Ausgangsszenario schwinden.

**Hervorheben möchten wir auch die erheblich schlechtere Wertentwicklung von Wert gegenüber Wachstum seit der grossen Finanzkrise 2009.** Unserer Meinung nach sind die Stärke passiver Anlagen und börsengehandelter Fonds die wichtigsten Antriebsfaktoren dieser schlechteren Wertentwicklung. Die Kapitalflüsse wenden sich daher hin zu Indizes und grossen/stabilen/themenorientierten Aktien. Die Bewertungen sind in hohem Masse zweigeteilt. In Wirklichkeit wird Wertorientierung aber früher oder später funktionieren. Wenn Sie nicht

**Exhibit 9: MSCI World Value vs. Growth**  
Price Return (USD)



Goldman Sachs

das falsche Unternehmen kaufen, sind Preisnachlässe von 30% gegenüber dem eigentlichen Wert eine Erfolgsstrategie.

**Die Aktienkurse haben heftig auf politische Ereignisse reagiert** (bzw. eher auf erwartete Ereignisse), vor allem im Zusammenhang mit dem „Handelskrieg“ zwischen China und den USA, der sich auf Europa ausweiten könnte. Aufgrund dieser Handelsprobleme sind die neuen Wirtschaftsdaten vor allem im verarbeitenden Gewerbe relativ schwach.

Im letzten Newsletter erläuterten wir, dass **Zölle für die Wirtschaftsaktivität kein grosses Hindernis darstellen**. Im Grunde handelt es sich um eine indirekte Steuer auf die betroffenen Waren. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sind die Beträge gering und angesichts eines hohen Haushaltsdefizits und geringer Arbeitslosigkeit in den USA lassen sich Steuererhöhungen leicht rechtfertigen, auch wenn es etwas unbeholfen ist, das Haushaltsdefizit durch Steuererhöhungen über Zölle zu senken.

**Zölle wirken sich auf das verarbeitende Gewerbe aus, weil die US-Handelspolitik zu einer starken Verunsicherung führt.** Wenn die US-Regierung die Zölle dauerhaft erhöhen würde, würde die derzeitige Produktion in China teilweise an andere Orte verlegt, und das wäre es dann. Wenn die Zölle abgeschafft würden, dann würde wahrscheinlich weiter in China produziert werden. In beiden Fällen würden u. a. Fabriken gebaut und neue Maschinen bestellt werden – nur an unterschiedlichen Orten. Wenn Manager aber nicht wissen, ob es Zölle geben wird oder nicht, dann neigen Sie dazu, eine abwartende Haltung einzunehmen. Dieses Abwarten ist erkennbar am weltweiten Rückgang der Bestellungen von Investitionsgütern. Diese Abkühlung bei Investitionsentscheidungen betrifft auch die endlose Brexit-Geschichte: Investitionen im äusserst wichtigen britischen Automobil- und Luftfahrtsektor sind stark rückläufig, die Produktion wurde jedoch nicht an einen anderen Ort verlagert. Manager warten ab, bis Klarheit herrscht.

Wird diese Schwäche bei Produktions-/Investitionsgütern auf die restliche Wirtschaft übergehen? In Ländern wie Deutschland, in denen die Fertigung von Investitionsgütern (Maschinen) und langlebigen Konsumgütern (Autos) einen wichtigen Teil der Gesamtwirtschaft ausmacht, könnte dies durchaus der Fall sein. In gewisser Weise gilt dies auch für Japan. In den Industrieländern haben aber generell Dienstleistungen, die nur in sehr geringem Ausmass von Zöllen betroffen sind, einen weitaus grösseren Anteil an der Wirtschaftsaktivität. In den grössten Volkswirtschaften befindet sich die Arbeitslosigkeit auf einem Rekordtief, der Konsum läuft also gut. Unsicherheit ist auf jeden Fall schlecht für Investitionsentscheidungen. Aber noch schlechter ist sie für die Marktstimmung. Deshalb sind die Aktienkurse stärker gefallen als die zugrunde liegenden Gewinne und werden sich bei einem Abflauen der politischen Unsicherheit wahrscheinlich stärker erholen.

**Diese Volatilität der Aktienkurse wirkte sich logischerweise auf vermeintlich eher zyklische Sektoren aus, d. h. jene, deren Gewinne in stärkerem Masse abhängig sind von einem stabilen Wirtschaftsumfeld.** Sie wirkte sich auch stärker auf die europäischen als auf die amerikanischen Indizes aus. In Europa gibt es weniger Technologieunternehmen von Weltrang. Man geht davon aus, dass diese gegenüber dem Konjunkturzyklus geschützt sind. Dagegen gibt es mehr Banken. Es wird davon ausgegangen, dass sie unter den wirtschaftsbedingungen niedrigen Zinsen zu leiden haben. Innerhalb der zyklischen Sektoren hatten es vor allem Rohstoffaktien schwer.

**Egal, wie gut begründet eine Investitionsentscheidung sein mag, tatsächlich ist es so, dass man trotzdem falsch liegen kann. Dies ist einer der Gründe dafür, warum Diversifizierung so wichtig ist.** Wir haben einen klaren Standpunkt dazu, warum Rohstoffaktien eine sehr attraktive Anlagechance sind. Und wir vertreten diese Meinung schon seit geraumer Zeit, auch wenn die Märkte unsere Ansicht nicht wirklich bekräftigt haben. Gute Anleger müssen starke Überzeugungen (sonst könnten sie gleich den Index kaufen) kombinieren mit der Bereitschaft, ihre Ansichten angesichts neuer Informationen ständig neu zu bewerten.

### **Märkte werden angetrieben von Makrofaktoren und sind von Angst beherrscht**

An den drei wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Risikofaktoren hat sich nichts geändert, obwohl sie - und auch wir - inzwischen schon etwas älter sind: Im Juni 2016, vor über drei Jahren, stimmte das Vereinigte Königreich für den Brexit und mit der Dämpfung der Konjunktur in China und dem Handelskrieg beschäftigen wir uns schon seit über einem Jahr.

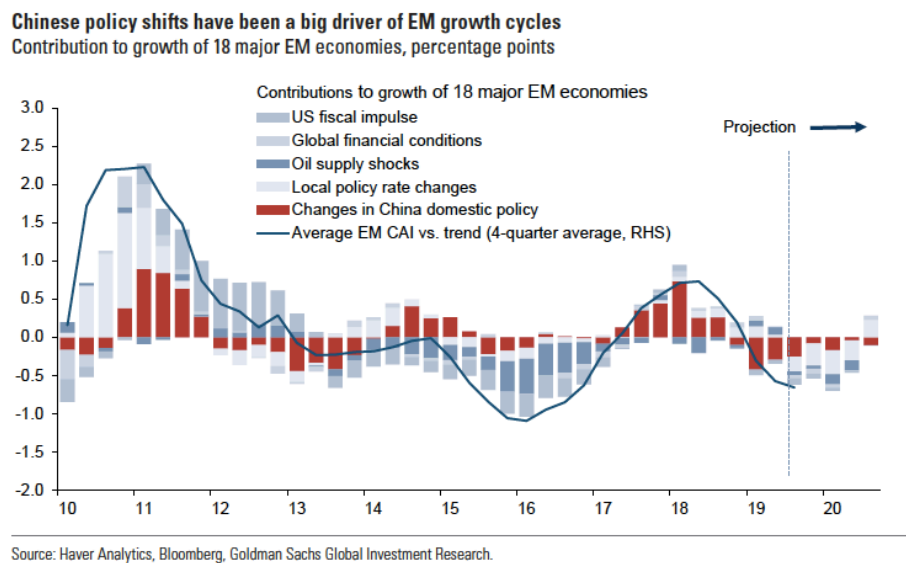
Neben diesen drei Faktoren, die wir genau im Auge behalten, sind in letzter Zeit neue Risiken hinzugekommen: die Spannungen im Nahen Osten (Iran/Saudi-Arabien), das Amtsenthebungsverfahren gegen Donald Trump und die Demonstrationen in Hongkong, die zwar eher unbedeutend erscheinen, aber ernsthafte geopolitische Probleme zur Folge haben können.

**Die Liste der Risiken und Angstfaktoren ist stets lang. Aber man sollte bedenken, dass der Aktienmarkt langfristig eine durchschnittliche Jahresrendite von 6-7% generiert. Das ist weit mehr als bei fast allen anderen Anlagen. Und wahrscheinlich genau deshalb ist er volatil und erzeugt Angst.** Ehrlich gesagt ist es ziemlich schwierig, mit diesen marktnahen *Jo-Jo*-Bewertungen umzugehen. Für uns ist nur schwer verständlich, warum die Finanzwelt dringend nach Nullzinsen bzw. negativen Zinsen (Anleihen) verlangt, aber Angst hat vor den rentabelsten Anlagen (Aktien). Ebenso wenig verstehen wir, wie Anleihen funktionieren, die keine Zinsen abwerfen. Werden wir genug zu essen haben? Ein weiteres wichtiges Problem, das gelöst werden muss, sind die Renten. Wie können sie finanziert werden, ohne einen grösseren Teil der Ersparnisse in Aktien zu stecken? Aktien sind Unternehmen. Die meisten sind gut, solide und profitabel. Es handelt sich um reale Vermögenswerte. Ist dies so schwer zu verstehen?

**Es gibt ein wenig Licht am Ende des Tunnels.**

- Die chinesische Wirtschaft stabilisiert sich scheinbar, auch wenn der Handelskrieg, die Schweinepest und die Demonstrationen in Hongkong nicht besonders hilfreich sind.** Vor einigen Wochen waren wir bei der Konferenz von Goldman Sachs/Berenberg in München. Nach Treffen mit 30 Unternehmen verliessen wir die Konferenz und kamen etwas besser mit der chinesischen Wirtschaft zurecht. Kurz gesagt: Eine Funktion unter Berücksichtigung von Stromverbrauch, Transport, Zementverbrauch und anderer beobachtbarer Variablen liesse folgenden Schluss zu: 1) Die chinesische Industrie wächst zurzeit um 2%, etwas weniger als die offizielle Zahl von 4% und 2) sie hat scheinbar ihre Talsohle erreicht, wobei einige Indikatoren positive Deltawerte haben.

Wir glauben immer noch, dass die geldpolitischen und steuerlichen Massnahmen und staatlichen Infrastrukturinvestitionen, welche die chinesische Regierung seit über einem Jahr umsetzt, die Wirtschaft stabilisieren werden. Zwei Sektoren (Autos und Halbleiterelektronik) weisen inzwischen bessere Zahlen auf. Ein Handelsabkommen mit den USA im Jahr 2020 wäre wohl ausserordentlich hilfreich, weil sich der chinesische Konjunkturzyklus stark auf Südostasien und die Schwellenmärkte auswirkt. Folgende Grafik veranschaulicht unsere Aussichten für 2020.



- Die Verhandlungen zwischen den USA und China sehen etwa besser aus.** Wir haben dieses Thema nicht im Griff und freuen uns nicht besonders über die Tweets und Schlagzeilen, die täglich veröffentlicht werden. Der gesunde Menschenverstand (oder der, laut Voltaire, ungesunde Menschenverstand) deutet auf ein Abkommen hin, auch wenn dies lediglich auf eine Rahmenvereinbarung bzw. eine modulare oder schrittweise Vereinbarung hinausläuft. Aber die US-Regierung ist äusserst unsicher und die Meinungsverschiedenheiten sind so gravierend, dass das Ergebnis nur schwer vorhersehbar ist. Am wichtigsten ist vielleicht, dass Unternehmen und ihre Lieferketten sich bereits an diese Spannungen anpassen. Einige Investitionen werden in andere südostasiatische Länder wie Vietnam oder Kambodscha umgeleitet. Aber einige Unternehmen kehren auch zurück in die USA. Sie warten nicht ab und passen sich an. D. h. der Zusatz- bzw. Deltaschaden wird etwas geringer sein, es sei denn, ein umfassender Handelskrieg bricht aus.

3. **Ein harter Brexit ist weniger wahrscheinlich**, dank des britischen Parlaments und eines neuen Gesetzes, das die Weichen stellt für ein ausgehandeltes Abkommen. Wie in den vergangenen drei Jahren auch besteht jedoch weiterhin Ungewissheit hinsichtlich des gesamten Prozesses. Ist es so schwierig, eine Sonderwirtschaftszone für Irland zu schaffen, in denen sowohl die Vorschriften des Vereinigten Königreichs als auch die der EU gelten, bis die technischen Details geklärt sind? Tatsächlich wurden die meisten Aspekte bereits unter Theresa May ausgehandelt und vereinbart. Letztlich lässt sich Grossbritannien physisch nicht vom europäischen Kontinent trennen. Mittel- bis langfristig wird sich also eigentlich nichts ändern.

**Konferenz von GS/Berenberg in München: Eine Verlangsamung, keine Rezession.**

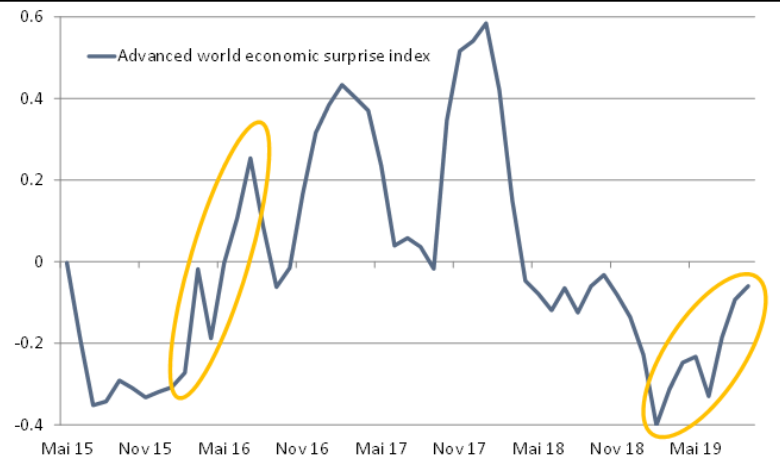
Im September nahmen wir an der Konferenz von Goldman Sachs/Berenberg in München teil, um die aktuelle Lage von Unternehmen und Sektoren zu untersuchen und trafen uns dort mit etwa 30 Unternehmen. Dabei kamen wir hauptsächlich zu folgenden Ergebnissen, wobei man berücksichtigen muss, dass dies nur eine kleine Auswahl ist:

- Folgende Sektoren haben schlechten Aussichten: Autos, verarbeitendes Gewerbe, Halbleiter, Versicherungen, Robotertechnik, Banken und Chemikalien. Einige Sektoren stehen jedoch vor strukturellen Herausforderungen, die zu einem Systemwechsel führen könnten (z. B. der Automobilsektor und Banken).
- Sektoren mit guten Aussichten: Luft- und Raumfahrt, Verteidigung, Medizintechnik, Zahlungsverkehr, Industriegase, Bauwesen, Duft-/Geschmacksstoffe und Elektronik.
- Einige dieser Unternehmen stehen nun auf unserer Beobachtungsliste. Nach der Konferenz haben wir jedoch noch keine Käufe oder Verkäufe getätigt. Noch einmal: Robuste Wachstumsunternehmen werden fair (einige auch besser) bewertet. Trotz ihrer niedrigen Ratings ist es aber vielleicht noch zu früh, um einige zyklische Werte zu kaufen.
- Bei der im Moment zeitgleich gedämpften globalen Konjunktur besteht im dritten und vierten Quartal 2019 ein gewisses Risiko für eine Herabstufung des Gewinns je Aktie (wobei dies grösstenteils bereits erfolgte), obwohl wir uns keinesfalls in einem Rezessionsumfeld befinden. Die meisten Sektoren werden sich 2020 verbessern (mit Ausnahme der ziemlich schlechten Aussichten bei LKW).

**In einigen Sektoren und bei einigen Indikatoren gibt es auch Anzeichen einer Stabilisierung.** Hierzu zählen etwa Autos, die Produktion von ICEs in China, elektronische Halbleiter, das Wachstum der Geldmenge M1-M2 in den USA, in China und sogar Europa, die Erholung des Surprise Index (der den Delta verschiedener gesamtwirtschaftlicher Indikatoren enthält) und vor allem die bereits erfolgten Zinssenkungen in den USA, in Europa und in den meisten anderen Ländern, sowie weitere geld- und steuerpolitische Massnahmen, welche der gedämpften Konjunktur entgegenwirken sollen. Vor vielen Jahren lernten wir den an der Wall Street weit verbreiteten Satz: „*Kämpfe nicht gegen die FED*“.

Wenn wir über Stabilisierung reden, haben wir tatsächlich den Eindruck, dass wir alleine sind, denn niemand glaubt daran, dass sich die Weltwirtschaft erholen kann.

**The economic surprise index for the advanced world**



GDP-weighted average of Bloomberg economic surprise indices US (57%), Eurozone (36%) and UK (7%). September 2019 based on 12 September data. Source: Bloomberg, Berenberg

Wäre der aktuelle Stand des Dow Jones möglich, wenn eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine Rezession bestünde? Wir glauben nicht. Der aktuelle Stand wäre 20/25% niedriger. Zurzeit wird er bei historischen Durchschnittswerten mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16/17x gehandelt. Dieser Index deutet nicht darauf hin, dass momentan eine Rezession bevorsteht. Unserem Eindruck nach konzentriert sich die Rezessionsangst eher auf Europa.

**Global GDP vs. CAI**



Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research.

**Auch wenn wir uns bereits dem Jahresende nähern, bleiben wir beim NIW für 2019 bei den von uns angestrebten 450 EUR je Anteil, also +29% im Jahresvergleich.**



Der theoretische NIW des Classic-Fonds (die gewichtete Summe des eigentlichen Werts aller Portfolioanteile) hat sich nicht geändert. Er bleibt bei 660 EUR je Anteil. Mittelfristig besteht Potential für einen Anstieg um 65% und eine Kapitalrendite von etwas mehr als 15%. Mit Blick auf Ende 2019 erwarten wir ausser bei einer globalen Rezession oder unvorhergesehenen Ereignissen einen NIW von 450 EUR. Im Vergleich zum NIW Ende 2018 sind dies 30% mehr. Das ist scheinbar viel. Aber ein Grossteil dieser Wertentwicklung macht wie gesagt lediglich die Verluste des Jahres 2018 wett.

### **Was passiert, wenn es 2020 zu einer globalen Rezession kommt?**

**Nun, für langfristige Anleger wird sich nicht viel ändern.** Der Nettoinventarwert aller Long-Only-Fonds wird in der Tat stark zurückgehen. Ein Portfolio wie das des Classic-Fonds mit Faktordiversifikation, das auf guten, schuldenfreien Unternehmen basiert, dürfte jedoch keine strukturellen Verluste erleiden. Das gleiche gilt für Private-Equity-Anlagen, allerdings bei schmerzhafter marktnaher Bewertung, die sich umgekehrt proportional zu Panik verhält. Unsere Unternehmen könnten dann etwas weniger verkaufen, einige haben vielleicht geringere Margen, aber angesichts unserer soliden Anlagen würde sich die Lage in 12 bis 18 Monaten normalisieren. Wichtig ist, nicht zu verkaufen, wenn der Markt in Panik gerät, weil die Bewertungen weit übertrieben sind.

Zwar haben wir Öl- und Kupferfirmen (jeweils 9-10% des Fonds), die stark mit Makrofaktoren korrelieren. Die restlichen **80% des Classic-Fonds sind jedoch nach Unternehmen, Sektoren und Regionen breit gestreut.** Zur Verringerung des Risikos verwenden wir zudem auch die Risikokategorien. Ein Drittel diversifizierte Compounder mit angemessenem Preis und ein Drittel diversifizierte wertbasierte Qualitätsunternehmen ist eine erfolgversprechende Kombination. Mit einer etwaigen Rezession dürften wir ganz gut zurechtkommen und uns danach relativ schnell wieder erholen. Übrigens besitzt der Fonds immer noch Lachszüchter in Höhe von 10%. Diese ziemlich ungewöhnlichen Unternehmen sind sehr profitabel und werden mit äusserst interessanten Multiplikatoren gehandelt.

**Übrigens sind keine relevanten Blasen abzusehen, die zu einer besonders tiefen Rezession führen könnten** wie etwa in den Jahren 2008/09. Der durchschnittliche Marktrückgang dürfte also nicht besonders von dem im vierten Quartal 2018 differieren, womöglich wären es lediglich 10-15% mehr. Wir haben beschlossen, nicht mehr daran zu denken, ob es zu einer Rezession kommt oder nicht. Stattdessen denken wir, dass eine leichte Rezession das gleiche ist wie eine starke Verlangsamung. Zur Beruhigung möchten wir anmerken, dass der Classic-Fonds langfristig orientiert ist und in 30 gute Unternehmen investiert hat - daran wird sich durch eine Rezession nichts ändern. Ausserdem lassen unsere Schätzungen erkennen, dass es 2019 und 2020 eine Unterversorgung mit Öl und Kupfer geben könnte - und bei diesen beiden Sektoren wird eine mögliche Rezession bereits einkalkuliert.

### **Übersicht über das Portfolio im September 2019**

Wie bereits erwähnt machte das Portfolio des LTIF-Classic-Fonds im vierten Quartal 2018 seine Verluste teilweise wieder wett. Aber Sektoren, die an der Spitze standen, machten eine Kehrtwende. In den ersten neun Monaten des Jahres 2019 hatten alle Sektoren des Classic-Fonds zweistellige Zugewinne zu verzeichnen. Wir verloren allerdings an Schwung im Energiesektor (+3% in den ersten neun Monaten, Anstieg von 50% im ersten Quartal), im Bergbausektor (-16%, +30% im ersten Quartal) und bei Nicht-Basiskonsumgütern (+2%).

Bis September entwickelte sich der Classic-Fonds insgesamt gut. United Technologies, Metso, Nestlé, Bakafrost, Coca-Cola, Medtronic, Apple, ASML, Cenovus, Wienerberger und Visa waren die Outperformer. Zu den

Unternehmen mit schlechterer Wertentwicklung zählten Thales, Henkel, Reckitt Benckiser, Leroy Seafood, Pandora, ISS, California Resources und die Kupferminen.

**Überraschend ist jedoch, dass unter unseren drei Anlagen mit hohem Überzeugungsgrad (Erdöl, Kupfer und Lachs) 2019 lediglich Lachs funktionierte (trotz eines schlechten dritten Quartals). In einem Umfeld, das Angst vor einer Rezession hat, ist dies allerdings normal.** Und wir hatten Pech, weil die Bestände von Kupfer und Erdöl zwei Jahre lang zurückgingen. Dies deutet auf eine gewisse Unterversorgung hin und führt in der Regel zu einem Preisanstieg des Rohstoffs zur Förderung neuer Projekte.

Zudem erleben wir wie gesagt stark zweigeteilte Bewertungen (Wert und Wachstum, zyklisch und nicht zyklisch, klein und gross). Wachstumsunternehmen (ob Technologieunternehmen oder nicht) werden gut bewertet aufgrund von Zahlen, die von kontinuierlichem Wachstum ausgehen. Zyklische Unternehmen hingegen haben Tiefpreise. In den meisten zyklischen Sektoren ist eine halbe Rezession bereits eingepreist.

Einige Sektoren wie der Automobilssektor, Fluggesellschaften, Energie, Bergbau und einige Industrierwerte sind so billig, als ob alle unglücklichen wirtschaftlichen Umstände zusammenkommen. Auch Banken erreichen wegen den Auswirkungen der Geldpolitik wieder Tiefstände. Insgesamt ist *im Grossen und Ganzen* mindestens ein Drittel des Marktes betroffen. In zukünftigen Newslettern werden wir uns mit Banken beschäftigen, weil sie vor grossen Herausforderungen stehen.

**Diversifizierte Compounder (ein Drittel des Portfolios) entwickeln sich 2019 gut.** Unilever (+14%), Visa (+36%), Nestlé (+39%), Henkel (-1%), UTX (+28%), Sodexo (+9%), Grifols (+14%), Medtronic (+21%), Reckitt Benckiser (+4%), Coca-Cola (+18%), ISS (-13%) und Air Liquide (+17%) sind unsere wachstumsorientierten Anlagen zu angemessenem Preis und im Durchschnitt entwickeln sie sich - wie erwartet - ganz gut.

**Diversifizierter Wert, ausser Erdöl, Bergbau und Lachs (ein Drittel). Dieser äusserst vielfältige Teil des Portfolios entwickelt sich 2019 ebenfalls gut:** Metso (+38%), Prysmian (+14%), Devro (+9%), Pandora (+2%), Apple (+50%), ING (-4%), Thales (-4%), Heidelberg Cement (+14%) und Wienerberger (+21%).

**Erdöl, Kupfer und Lachs (ein Drittel).** Wegen Rezessionsängsten werden Rohstoffe bereits sehr niedrig gehandelt. Die äusserst knappen Terminbörsen (Finanzmarktteilnehmer) verdeutlichen dies. Wir sind folgender Ansicht: 1) die Nachfrage wird nicht besonders stark zurückgehen, weil es noch lange keine globale Rezession gibt und 2) es ist wichtiger, die Angebotsseite im Blick zu behalten, die seit zwei Jahren Probleme hat, den Bedarf zu decken. Wir wagen eine erste Prognose: Wenn der Brentpreis nicht auf über 70 USD steigt, wird die Schieferölförderung in den kommenden Quartalen stark hinter den Erwartungen zurückbleiben.

**Wir möchten nun einen Blick auf die Erdöl- und Kupfermärkte werfen.**

Wie in allen anderen Fällen wird der Aktienkurs eines Rohstoffunternehmens von dessen Gewinnen beeinflusst. Die Gewinne wiederum hängen in entscheidendem Masse vom Preis des geförderten Rohstoffs ab. Rohstoffe haben definitionsgemässe Standardpreise. Wenn sie sich ändern, wirkt dies nicht besonders auf die Kosten aus. **Die Folgen von Preisbewegungen für die Gewinne sind also unverhältnismässig.** Mindestens mittelfristig orientierte Investitionen in Rohstoffunternehmen erfordern daher positive Preisaussichten für den geförderten Rohstoff. Kurzfristige Aspekte sind - wie bei anderen Aktien auch - rein spekulativ.

**Wir wissen, dass der Preis eines Rohstoffs von Angebot und Nachfrage abhängt.** Das Angebot der meisten Industrierohstoffe ist im Voraus gut absehbar, weil neue Kapazitäten sehr lange Lieferzeiten haben. Daher

kann man das grösstmögliche Angebot der kommenden Jahre schätzen, indem man sich einfach die neu entstehenden Projekte ansieht. Natürlich gibt es auch Überraschungen, etwa die unglaubliche Produktivität von Schieferöl, die Möglichkeit der Entwicklung von Kupferoxid und die Einführung von Ferronickel. Aber es sind seltene, im Laufe einer Generation einmalige Ereignisse zu einem Zeitpunkt, wenn der Preis des Rohstoffs sehr hoch ist, wodurch Innovationen nachhaltig gefördert werden.

**Aus Sicht des Angebots sind die Märkte für Kupfer und Erdöl stark beschränkt.** Schieferöl war zwar produktiver als erwartet und verlängerte den Zeitraum niedriger Preise. Aber Investitionen in die herkömmliche Erdöl- und Kupferförderung waren in den vergangenen fünf Jahren sehr gering und erfolgten nur langsam. Deshalb können wir davon ausgehen, dass das Angebotswachstum den zunehmenden Bedarf wahrscheinlich nicht decken kann. Über diese Entwicklung wird oft hinweggegangen: Schliesslich gibt es nur wenige neue Bergwerke (bzw. grosse Ölfelder), die man an einer Hand abzählen kann. Was die Nachfrage angeht, sind Anleger aber womöglich unterschiedlicher Ansicht.

Viele Anleger gehen nahezu unbeirrt davon aus, dass die Nachfrage nach Rohstoffen durch einen scheinbaren Konjunkturrückgang stark beeinträchtigt wird. Für diese Ansicht gibt es jedoch keine Belege. **Die weit verbreitete Nutzung von Erdöl und Kupfer - und der meisten anderen Industrierohstoffe - in vielen unterschiedlichen Sektoren sorgt dafür, dass sie zu einem parallelen Wachstum zum weltweiten BIP neigen.** Bei Erdöl hat sich jedoch der Diskurs geändert - die Welt muss die Erderwärmung eindämmen, die Nachfrage nach Erdöl hat ihren Höhepunkt erreicht, Anlagen in Erdöl sind also keine gute Idee.

Dafür, dass dies der Fall ist, gibt es allerdings keine Belege. Wir wissen, dass Erdöl vornehmlich für den Transport verwendet wird und es gibt nur sehr wenige realistische Alternativen. **Elektroautos machen immer noch nur 1% des Gesamtumsatzes aus, obwohl sie stark subventioniert werden.** Wenn sich diese Subventionen verringern, wird der Umsatz einbrechen, so wie vor kurzem in Norwegen und China. Der weltweite Umsatz mit Autos, die Benzin verbrauchen, wächst immer noch und wird dies auch in absehbarer Zukunft tun.

**Der interessanteste Aspekt hieran ist allerdings, dass eine Elektroauto zehn Mal mehr Kupfer verbraucht als ein normales Auto.** Die Produktion regenerativer Wind- oder Solarenergie verbraucht drei bis 15 Mal mehr Kupfer als eine nicht nachhaltige Produktion. Deshalb kann die Nachfrage nach Erdöl und Kupfer nicht gleichzeitig sinken. Bei einem der beiden Szenarien kann man sich irren, aber nicht bei beiden.

Bei den meisten Produzenten decken die aktuellen Erdöl- und Kupferpreise die Barkosten ihrer Produktion. Deshalb machen sie weiter, ohne jedoch in mit zusätzlichen Kosten verbundene neue Kapazitäten zu investieren. Schieferöl (im Moment fast die einzige Wachstumsquelle) ist der „neuste Trend“ und seine Förderung wurde unterstützt von einer enormen Private-Equity- und Schuldenblase. Diese riesige Geldverschwendung - die Branche hat Schulden von über 200 Mrd. USD und kein Unternehmen generiert im Moment positiven Cashflow - kommt nun zu einem Ende. **Die grossen, konventionellen Projekte, die begannen, als die Erdölpreise immer noch hoch waren (vor 2015), sind inzwischen alle fertiggestellt.** Darauf wird nichts Neues folgen. Für Kupfer gilt das Gleiche.

In letzter Zeit gingen die Rohstoffpreise indes zurück: Erdöl sank im dritten Quartal um 14% und Kupfer um 5%, wobei der Stand bereits sehr niedrig war. Diese Preise sind bedingt durch Nervosität angesichts eines kurzfristigen Handelskriegs. Die Knappheit von Rohstoffen wird sich bald bemerkbar machen. Zugleich sanken die Aktien vieler Produzenten noch stärker als die Rohstoffe, weil der Markt davon ausgeht, dass diese Unternehmen keine Zukunft haben. Wir besitzen einige Unternehmen, die inzwischen so billig sind wie nie zuvor, vor allem wenn man berücksichtigt, dass wir in Unternehmen mit wachsender Produktion investieren.

Wir sind wie immer noch davon überzeugt, dass diese Anlagen in den kommenden Quartalen sehr gut funktionieren werden.

Im Bereich Erdöl/Kupfer haben wir Anteile von Premier Oil, Cenovus und Suncor, die sich dieses Jahr im positiven Bereich befinden. California Resources hingegen hat um 50% nachgegeben. Ach was! Kupfer entwickelte sich schlechter. Bis September waren unsere Positionen alle im Minus: First Quantum lag bei -8% und KAZ Minerals und Hudbay Minerals gingen um mehr als 20% zurück.

#### **Lachs ist immer noch eine wichtige Anlage des Classic-Fonds (9-10%)**

Und entwickelt sich wie erwartet, wobei Leroy Seafood, unsere wichtigste Position, wegen einer Gewinnwarnung im ersten Quartal um einiges zurückgegangen ist. Dieser Rückgang hat keine strukturell bedingten Ursachen und wir haben niedriger nachgekauft. Eine weitere Prognose: Das Lachsangebot aus Chile (ein Drittel des weltweiten Angebots) wird 2020 enttäuschend ausfallen und die Lachsprise erreichen wieder Höchststände (60-70 NOK/kg).

#### **Veränderungen des Portfolios**

Wir haben weiterhin die Wertpapiere gekauft, die sich am schlechtesten entwickelten (etwas Erdöl, Kupfer und Leroy) und unsere Kriterien der Risikosteuerung erfüllen. Bei mindestens 50% des Portfolios handelt es sich um risikoarme Kategorien (Kategorie 1 und 2). Kategorie 4 (eine risikoreiche Kategorie, hierzu zählen etwa kleine Rohstoffunternehmen oder Umstrukturierungen) macht nie mehr als 10% aus. Einige Positionen, die unsere Zielpreise erreicht haben, etwa Nestlé und Apple, haben wir teilweise auch verkauft.

Wir möchten auch etwas Selbstkritik üben: Der Classic-Fonds hat im Moment eine kleine Schwachstelle (auch wenn diese beim Nettoinventarwert bereits berücksichtigt wurde), denn die 10% der Aktien, die in der (riskantesten) Kategorie 4 angelegt sind, konzentrieren sich in den Bereichen Erdöl und Kupfer, die zu stark mit gesamtwirtschaftlichen Faktoren korrelieren. Wegen der Volatilität und der Risiken dieses Sektors haben wir viel hierüber nachgedacht. Ehrlich gesagt sollte dieser Sektor stärker diversifiziert sein. Aber zu beiden Rohstoffen und den Unternehmen, in die wir investiert haben, haben wir eine ziemlich fundierte Meinung und wir glauben, dass wir unsere geschätzte Kapitalrendite von 20% kurz- bis mittelfristig erreichen werden.

Wir haben kein besonderes Interesse an diesen Sektoren. Wenn sich die Bewertungen wieder normalisieren, werden wir ihn daher wieder verlassen.

**Wir sind übrigens wieder zu Viscofan zurückgekehrt.** Das Unternehmen sank von 60 auf 40 EUR. Wir bedanken uns bei Volatilität und Angst. Vielen Dank! Die asiatische Schweinepest in China könnte die Wurstproduktion und die Wurstpreise zwar beeinträchtigen. Wir halten dies jedoch für ein kurzfristiges Problem, das langfristig positiv für Viscofan sein könnte (Naturdarm wird durch Kunstdarm ersetzt). Wenn die Aktie weiter fällt, werden wir mehr zukaufen. Das Niveau hierfür haben wir bereits festgelegt. Aber wir haben es nicht eilig. Beim Thema Wurst werden wir irgendwann erläutern, wie die „Reformulierung“ funktioniert. Aber Vorsicht, wenn Sie es wissen, werden sie keine billige Wurst mehr kaufen.

**Wir sind auch bei ASML eingestiegen,** aber das Unternehmen ist so schnell gestiegen, dass wir nicht mehr zukaufen konnten. Es handelt sich um einen äusserst soliden und marktführenden Ausrüster von Halbleitertechnologien.

nologie (das Unternehmen hat fast eine Monopolstellung), der unser Portfolio gut ergänzt. Wir freuen uns, Unternehmen zu besitzen, bei denen man einen Rückgang des Aktienkurses anstrebt. Warum? Natürlich um mehr davon zu kaufen.

#### **Nachrichten von SIA: Neue Aktionärsstruktur**

José Carlos Jarillo strebt schon lange an, dass die wichtigsten Mitarbeiter von SIA Gesellschafter des Unternehmens werden. Dies soll den langfristigen Erfolg der Gruppe sichern und ihr wichtigstes Gut bewahren: Das Team und seine Anlagephilosophie des „strategischen Nutzens“.

Seit diesem Sommer befindet sich SIA im gleichberechtigten Besitz von fünf Gesellschaftern: José Carlos Jarillo, Alex Rauchenstein, Marcos Hernandez, Urs Marti und ein externer Gesellschafter.

Mit dieser Änderung bildet SIA eine solide Grundlage für die kommenden Jahre.

**Das Team von SIA**  
Oktober 2019

## 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-ia.ch](http://www.s-ia.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 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