

2021 / 04

## Seasonal Reflections

Und nun?

**Lesenswerte Zitate:** (Rot unterstrichene Passagen repräsentieren aktive Internet-Adressen)

*“Ich war der Ansicht, dass die Aktienmanie der späten 1990er Jahre ein einmaliges Ereignis war, aber jetzt, nur 21 Jahre später, würde ich sagen, dass der heutige Markt im Großen und Ganzen teurer ist als der der Tech-Blase. Damals konzentrierten sich die hohen Bewertungen auf die 40 bis 50 Spitzenwerte. Heute ist die durchschnittliche Aktienbewertung auf dem gesamten Markt so hoch wie nie zuvor. Ende Juli lag der Median des normalisierten Kurs-Gewinn-Verhältnisses des S&P 500 bei 34,2. Im Februar 2000, dem Monatshöchststand der Technologieblase, lag es bei 22,2.»* (Quelle: Doug Ramsey, CIO Leuthold Group, [Barron's](#), 27AUG2021, Übersetzung HGS)

*“(Spekulative) Blasen neigen dazu, unter ihrem eigenen Gewicht zusammenzubrechen. Alle sind dabei. Der letzte Leerverkäufer hat sich eingedeckt. Der letzte Käufer hat gekauft (oder große Mengen wöchentlicher Calls gekauft). Der Rückgang beginnt, und die Psychologie wechselt von Gier zu Selbstgefälligkeit, zu Sorge und Panik.”* (Quelle: David Einhorn, Greenlight Capital, [3Q 2020 Investor Letter](#), 27OKT2020, Übersetzung HGS)

*“Es könnte der größte Fehler in der Geschichte sein, extrem hohe Bewertungen für extrem hohe Gewinne zu zahlen, die wiederum extrem hohe Margen und extrem hohe staatliche Subventionen widerspiegeln, und sich gleichzeitig einzubilden, dass diese Bewertungen durch extrem tiefe Zinsen gerechtfertigt sind, die letztlich ein unterdurchschnittliches Wachstum widerspiegeln”* (Quelle: The Folly of Ruling Out a Collapse, by John P. Hussman, Ph.D., Hussman Funds, [August 2021](#), Übersetzung HGS)

*“Gold- und Silberminenaktien bleiben auf fundamentaler und relativer Basis unterbewertet. Goldaktien (XAU-Index) haben eine operative Marge von 30,8%, werden aber zu einem EV/EBITDA von 7,2 gehandelt. Dies stellt im Vergleich zu den breiteren Aktienmärkten einen wesentlich besseren*



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

---

*Wert dar. Sowohl der S&P500-Index als auch der NASDAQ haben eine operative Marge von etwa 13%, werden aber zu einem EV/EBITDA von 15,2 und 24,4 gehandelt (alle Daten per 30. Juni 2021). Diese Kennzahlen vermitteln einen Eindruck vom Ausmaß der relativen Unterbewertung im Edelmetallsektor, neben dem fundamentalen Wert, den wir als aktive, wertorientierte Anleger suchen.”*  
(Source: Bakersteel Precious Metals Fund, Kommentar des Anlageverwalters, 2. Quartal 2021)

*“Anfang Februar, als sich der Aktienkurs der GameStop Corp. von den erwarteten künftigen Cashflows abkoppelte, schrieb ich einen Kommentar, der von Zeit zu Zeit immer wieder auf Twitter zitiert wird:*

*"Also ich sag Euch ehrlich, wenn der Preis in einem Monat immer noch hier ist, dann flippe ich komplett aus. Aktienkurse können sich für eine Weile völlig vom fundamentalen Wert abkoppeln, das ist in Ordnung, da haben wir alle etwas zu lachen. Aber wenn sie für immer so bleiben, wenn jeder beschliesst, dass Cashflows irrelevant sind und dass der wichtigste Faktor bei einer Aktie darin besteht, wie viel Spaß es macht, mit ihr zu handeln, dann ... - was machen wir dann alle hier?"*

*Und jetzt erhalte ich viele Tweets deshalb, weil der Kurs von GameStop immer noch ziemlich genau da ist, wo er im Februar war (obwohl er durch die tatsächlichen Veränderungen im Unternehmen wohl etwas mehr gerechtfertigt ist!), und sie fragen mich: "Bist du schon ausgeflippt?" – Und ich antworte: Ich weiß nicht - ja? Fühlt es sich nicht so an, als hätte es einen Paradigmenwechsel bzw Regimewechsel gegeben? Entsteht nicht der Eindruck, dass die letzten 80 Jahre von der Ansicht geprägt wurden, dass Investitionen den Gegenwartswert der erwarteten künftigen Cashflows wert sind, wie es in jedem Lehrbuch steht? Und scheint es nicht, als ob diese Welt zu Ende sei und eine neue begonnen hat? Ich sollte wohl ein paar Dogecoin kaufen.”* (Quelle: Money Stuff by Matt Levine, [Bloomberg Opinion](#), 21OKT2021, Übersetzung HGS)

~~~~~

**Leseempfehlungen:** [Die Kombination aus enormen Risiken und absurder Sorglosigkeit bedeutet Ungemach](#), Interview mit Jim Grant, NZZ, 8NOV2021

[Die Notenbanken werden ihre Rolle als Währungshüter sträflich vernachlässigen](#), Interview mit Ronald-Peter Stöferle, NZZ, 30NOV2021

**Podcasts & Videos:** [Ohne Atomkraft geht nichts!](#) Marc Friedrich im Interview mit Dr. Christian Schärer, Fondsmanager des Incrementum Uranium Resources Fund, 14SEP2021

[Die Selbstüberschätzung der Notenbanker](#) –Dr. Daniel Stelter im Gespräch mit Prof. Dr. Thomas Meyer, Direktor Flossbach von Storch Res. Institut, 24OKT2021

~~~~~

**[Viel Spass beim Lesen!](#)**



Sehr geehrte Leser,

nach der Premieren-Version der **Seasonal Reflections** in deutscher Sprache vom Anfang August ist dies der zweite Schritt in die bilinguale Berichtsroutine. Die Veröffentlichung dieses Investorenbriefs erfolgt quartalsmässig, und ich möchte damit meine Gedanken über die uns als Investoren bewegenden Marktentwicklungen teilen sowie Einblicke in unseren Investmentprozess geben.

Dieses Mal hinke ich im Veröffentlichungszyklus etwas hinterher, da die letzten Monate neben den üblichen Alltags-themen vom Ableben meines Vaters geprägt waren. Papa war ein vitaler Mensch, aber mit dem Tod meiner Mutter im Herbst 2019 verschlechterte sich erst sein geistiger und zuletzt auch sein körperlicher Zustand rapide, und es war letztlich eine Erlösung für ihn zu gehen. Für die Hinterbliebenen bedeutet es jedoch einen schmerzhaften Verlust, der nicht einfach zu verdauen ist.

In Erinnerung an



Günter Schiefen (1943-2021)



Herbst in Jenins, CH, 24OKT2021, HGS

An den Finanzmärkten ist der Herbst die volatilste Jahreszeit und durch häufige Korrekturen geprägt. Der Herbst 2021 ist jedoch für Investoren bisher mild und sonnig verlaufen. Selbst der für scharfe Korrekturen berüchtigte Oktober hat die Anleger in diesem Jahr in ihrer Einschätzung bestärkt, dass es bei Aktien und sonstigen Risikoanlagen nur eine Richtung gibt, und die ist nach oben. Ich bin gespannt wie lange sich diese Einschätzung als korrekt erweist. (Mehr dazu weiter unten.)

Regelmässige Besucher unserer Homepage werden vielleicht bemerkt haben, dass wir ein neues Sujet für den **Incrementum All Seasons Fund** eingeführt haben. Ich habe mich dabei nicht nur in Anlehnung an das **Incrementum** Logo für die Jahresringe des Baumes entschieden, sondern auch weil sie langfristiges Wachstum repräsentieren. Zudem stehen die Jahresringe auch für das Auf und Ab des Investmentzyklus, der gelegentlich auch in Risse Narben hinterlassenden Preiseinbrüchen mündet, die einfach Teil des Wachstumsprozesses sind.



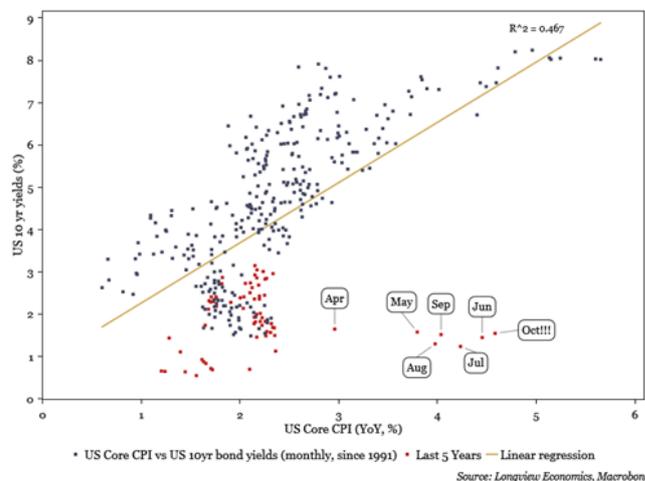
<https://www.incrementum.li/investmentfonds/>

## Ein ungewöhnlich milder Herbst 2021

Für Investoren waren die vergangenen Jahre eine außergewöhnliche Zeit, und nichts beschreibt die Herausforderungen sowie die Stimmung besser als Matt Levines "GameStop-Tirade", die im letzten meiner einleitenden Zitate auf Seite 2 übersetzt ist. – Was sich zurzeit abspielt, ist einfach beispiellos, und es stellt sich lediglich die Frage, ob jemals wieder in einem konventionellen, auf rationaler Analyse basierendem Modus investiert werden wird? Ich persönlich bezweifle das nicht, aber teile Matt's Frustration, da die Kapitalmärkte derzeit losgelöst von allen Fundamentaldaten zu sein scheinen.

In Anbetracht des wirtschaftlichen Hintergrunds ist die wohl wichtigste Frage, die sich ein Anleger (im Gegensatz zum Spekulanten) stellen muss, ob der jüngste Inflationsschub nur vorübergehend oder längerfristiger Natur ist. Ich habe auf diesen Seiten regelmässig für Letzteres plädiert. Eine längere Phase erhöhter Inflation ist schliesslich politisch opportun, da sie den effektivsten Weg darstellt die reale Schuldenlast am Ende des derzeitigen säkularen Schuldenzyklus zu reduzieren. Schliesslich wird Verschuldung in nominalen Werten verbucht. Nimmt man eine Periode hoher Inflation und damit hohen nominalen Wirtschaftswachstums in Kauf, selbst wenn letzteres real (d.h. inflationsbereinigt) negativ ausfällt, wird die Schuldenlast bzw. –quote allmählich schrumpfen.

Daher rate ich: Achten Sie darauf, was die Zentralbanken tun, nicht was sie sagen! Die nebenstehende Grafik zeigt alle Kombinationen von US-Kerninflation und 10-jährigen US-Anleiherenditen seit 1991 auf. Schwarze Punkte stellen alle monatlichen Kombinationen bis 2016 dar und zeigen eine klare Korrelation zwischen der Kerninflation und den Zinssätzen. Lehrbuchmässig wurden so steigende Inflationsraten mit höheren Zinsen bekämpft, um das Sparen gegenüber dem Konsum attraktiver zu machen und damit den Preisdruck zu mindern.



Quelle: Longview Econ., @Lvieweconomics, [Twitter](#), 10NOV2021

Die roten Punkte belegen jedoch, dass diese Beziehung zuletzt durchbrochen wurde. In den vergangenen fünf Jahren wichen die Zinssätze bereits von ihrem traditionellen Verhältnis nach unten ab. Die vollständige Abkopplung der US-Kerninflationsszahlen seit April verdeutlicht jedoch den beispiellosen Stand der Dinge, da 10-jährige US-Renditen unter 2 % festhängen und somit weit unter dem Renditeniveau, welches rationale Anleger in einem Umfeld rasant zunehmender Geldentwertung (d.h. Inflation) verlangen würden. Stattdessen ist der ehemals freie Markt für Staatsanleihen (hauptsächlich) durch den preis- bzw. renditeunempfindlichen Aufkauf von Staatsanleihen durch die Zentralbanken völlig verzerrt worden, was dafür sorgt, dass die Anleihekurse (zu) hoch und die Renditen (zu) niedrig bleiben, was wiederum das perfekte Umfeld für eine erhöhte Risikobereitschaft der Anleger schafft.



### ECB views inflation surge as temporary



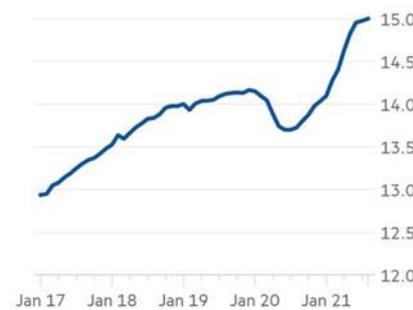
Quelle: [Financial Times](#), 26OKT2021

Aber ist der jüngste Preisanstieg wirklich nur auf Covid-bedingte Angebotschocks und Lieferengpässe zurückzuführen? – Ein genaueres Hinschauen zeigt eben auch einen erheblichen Nachfrageanstieg, sicher auch bedingt dadurch, dass die Haushalte während der Pandemie einen Teil ihrer Service- in Güternachfrage umgeschichtet haben.

Das offizielle Argument für diese Zinsabkopplung lautet, dass der derzeitige Inflationsdruck nur vorübergehender Natur ist. Als Konsequenz der Verwerfungen durch die Covid-Pandemie wird nur ein kurzfristiger Anstieg der Rohstoffpreise sowie Logistik- und Lieferkettenkosten erwartet, die sich schon bald wieder normalisieren sollen. Das Diagramm links zeigt, welche Erwartungen die Europäische Zentralbank (EZB) hinsichtlich ihrer bevorzugten Messgröße der Verbraucherpreisinflation in der EU für die kommenden Jahre hegt. – Wie der Chart zeigt gibt es keinen Grund zur Sorge: Alles ist im grünen Bereich!

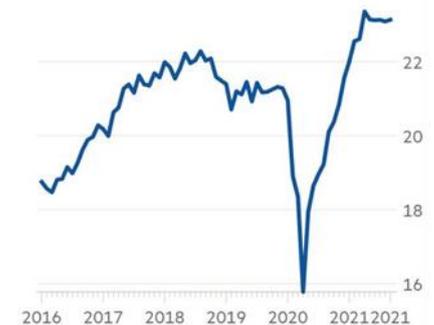
### Global shipping container volumes have surged

Rolling 12-month average, million TEUs shipped per month



### Global air cargo is well above pre-pandemic levels

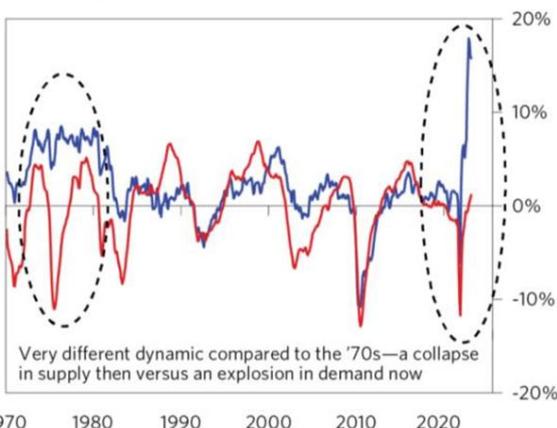
Cargo tonne-kilometers, bn



Quelle: [Supply chain stress reflects high demand too](#), Financial Times, 9NOV2021

### US Consumer Goods (De-Trended Level)

— Nominal Demand  
— Global Real Production of Goods for US Consumers



Quelle: [It's Mostly a Demand Shock](#), Bridgewater, 19OCT2021

Mit speziellem Fokus auf die USA als größte Volkswirtschaft der Welt hat der Hedgefondsriese Bridgewater Associates in einer Analyse vom Oktober die These aufgestellt, dass die derzeitige Inflation Nachfrage-getrieben ist: *"Der staatliche Mitteltransfer an die privaten Haushalte hat die Covid-bedingten Einkommensverluste mehr als ausgeglichen. Die Bilanzen der privaten Haushalte befinden sich jetzt in einem wesentlich besseren Zustand als vor der Pandemie."* – Es scheint, dass nicht nur in Wirtschaftslehrbüchern eine das Angebot übersteigende Nachfrage zu Inflation führt...

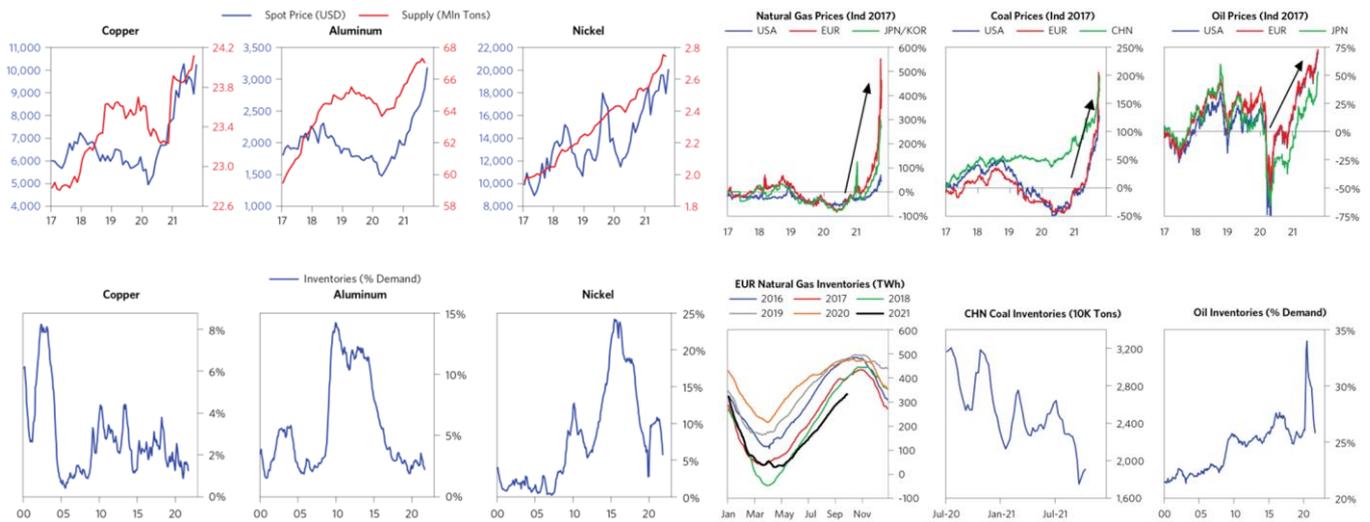




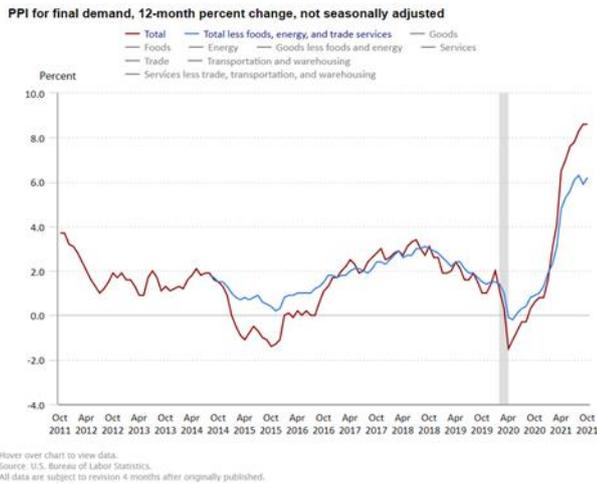
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Anfangen bei Rohstoffen, wo die Preise bei simultanem Abbau von Lagerbeständen in der Breite anziehen, hat sich der Preisdruck in der gesamten Produktions- und Lieferkette erhöht:

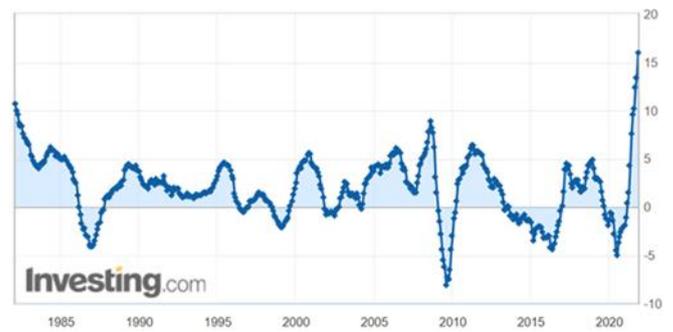


Quelle: [It's Mostly a Demand Shock](#), Bridgewater, 19OKT2021



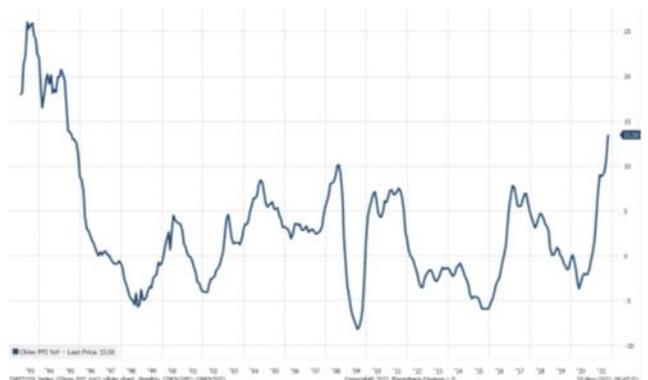
US PPI, Quelle: [US Bureau of Labor Statistics](#)

Wenig überraschend sind daher aufgrund der stark steigenden Inputkosten die globalen Produzentenpreise (PPI) massiv gestiegen.



Eurozone PPI, Quelle: [investing.com](#)

In diesem Zusammenhang ist es bemerkenswert, dass China als Hauptnutznießer der Globalisierung und damit jahrzehntealter Quelle deflationären Drucks vor kurzem ebenfalls damit begonnen hat den wachsenden Preisdruck an seine Kunden in der übrigen Welt zu exportieren. Diese werden grosse Schwierigkeiten haben, die Werkstatt der Welt in absehbarer Zeit zu ersetzen.

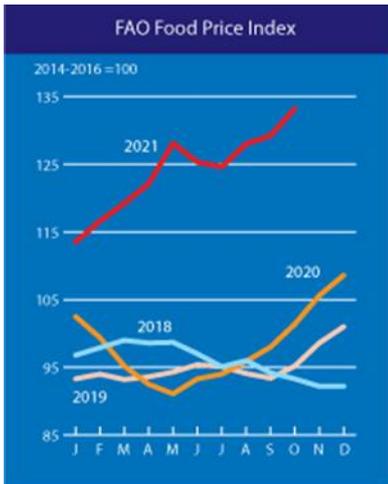


China PPI, Quelle: [Saxo Market Call Presentation](#), 10NOV2021

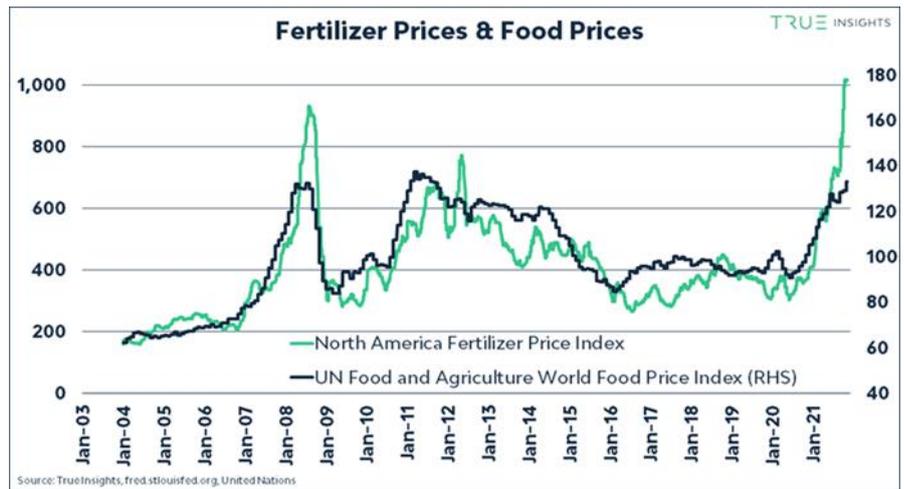




Ein weiterer unterschätzter Inflationstreiber sind die globalen Lebensmittelpreise, die ebenfalls eine aussergewöhnliche Entwicklung genommen haben. Der in vergangenen **Seasonal Reflections** schon aufgeführte FAO-Lebensmittelpreisindex lag im Oktober bei 133,2 Punkten und damit 3% höher als im September sowie 31,3% höher als vor einem Jahr und damit auf dem höchsten Stand seit Juli 2011.



Quelle: UN [FAO Food Price Index](#)



Quelle: Avid Commentator, @AvidCommentator, [Twitter](#), 6NOV2021

Steigende Lebensmittel- und Energiekosten (zu letzteren s. Charts auf der vorherigen Seite) belasten den Endverbraucher schmerzlich. Und wenn man die Beziehung von Düngemittel- zu Lebensmittelpreisen (s.o.) berücksichtigt, sowie die Tatsache, dass die Düngemittelproduktion sehr energieintensiv ist, ist kaum zu erwarten, dass sich der Lebensmittelpreistrend demnächst umkehren wird. Zusammen mit steigenden Wohnungspreisen und -kosten (d.h. Mieten) wird dies die privaten Haushalte zu höheren Lohnforderungen zwingen, welche zwar schon steigen aber noch nicht mit der Inflation Schritt halten.

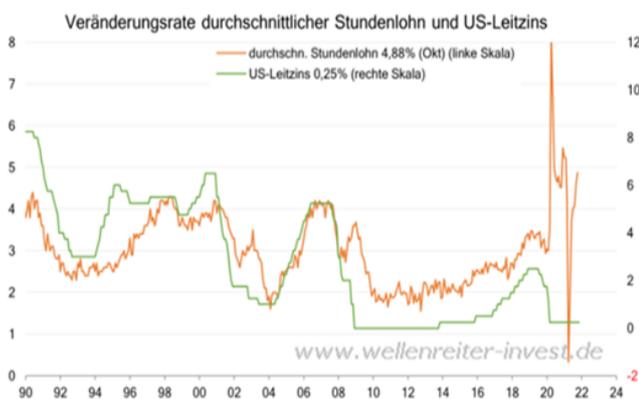


Chart rechts: Prozentsatz kleiner US-Unternehmen die Gehaltserhöhungen planen; Quelle (beide): [www.wellenreiter.de](#), 16NOV2021

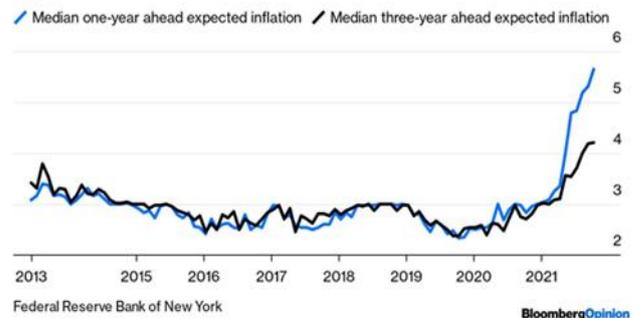
Zuletzt sind die Löhne in den USA schon im Rekordtempo gestiegen, und auch die Zahl der Unternehmen, die in den kommenden 3 Monaten Lohnerhöhungen planen befindet sich auf Rekordniveau. Das könnte letzten Endes eine klassische Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen.



Eine notwendige Voraussetzung für die Forderung höherer Löhne ist neben einem angespannten Arbeitsmarkt eine steigende Inflationserwartung. Dies könnte die Inflationsdynamik ins Rollen bringen und so ein Problem für Anleger und Märkte schaffen, das bisher weitgehend ignoriert wurde: Wie können wir die Sparer bzw. den Anleihemarkt davon überzeugen nachhaltig negative reale (d.h. inflationsbereinigte) Renditen zu akzeptieren?

### If Inflation Expectations Matter, They're A Problem

Consumer forecasts over both one and three years are the highest since 2012



Quelle: Bloomberg Points of Return, J Authers, [10NOV2021](#)

Würde man nämlich einen Renditeanstieg im Einklang mit der Inflation zulassen, bestünde die Gefahr, dass nicht nur private Schuldner und zunehmend verschuldete Staaten in den Bankrott getrieben würden, sondern auch der enorme Anstieg der weltweiten Vermögenspreise umgekehrt würde.

Da dies unakzeptabel ist werden die Behörden weiterhin in die Märkte eingreifen, um einen Zinsanstieg zu vermeiden. Das wiederum wird den Arbeitnehmern weiter klar machen, dass sie am „Produktivitätswunder“ der vergangenen Jahrzehnte nicht teilhatten, von dem vor allem das Kapital profitierte. Der Versuch, diesen Rückstand aufzuholen, wird zu nachhaltiger Inflation führen.

### Productivity Gains Not Shared With Workers

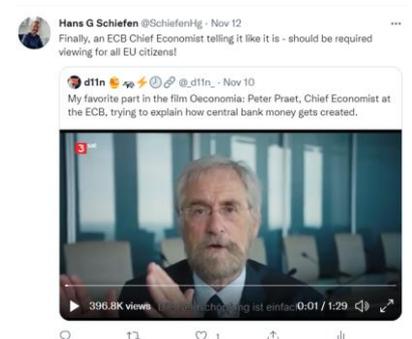


Source: BCA Research as of Oct. 29, 2021

Quelle: Michael A. Arouet @MichaelAArouet, [Twitter](#), 16NOV2021

Infolgedessen erwarte ich für 2022 einen anhaltend hohen Inflationsdruck, während sich das globale Wachstum aufgrund der reduzierten Kaufkraft wieder verlangsamt, was eine Stagflation (d.h. wirtschaftliche **Stagnation plus Inflation**) bedeutet. Die Zentralbanken werden zunächst versuchen die Geldpolitik zu straffen, aber letztlich einsehen müssen, dass dies nicht möglich ist, da sie sonst Gefahr laufen die Kontrolle über den Anleihemarkt (d.h. Zinssätze bzw. Finanzierungskosten) zu verlieren.

Das wichtigste Instrument zur Steuerung der Zinssätze am langen Ende der Renditekurve sind die so genannten Quantitative Easing- (QE-)Programme, die sich derzeit auf monatliche Anleihekäufe in Höhe von bis zu 120 Mrd. USD durch die Fed und 80 Mrd. EUR durch die EZB belaufen. Wie das funktioniert, erklärt ECB Chef-Ökonom Peter Praet bemerkenswert offen in einer 3Sat-Doku, was den nebenstehenden [Tweet](#) vom 10. November auslöste.



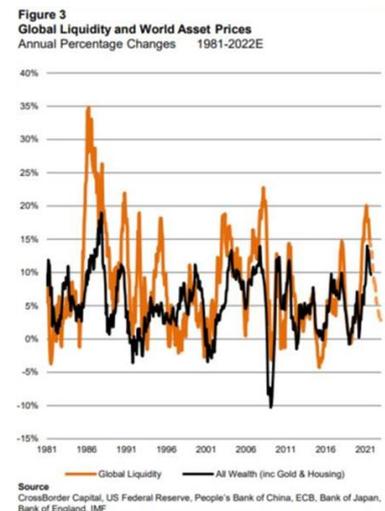
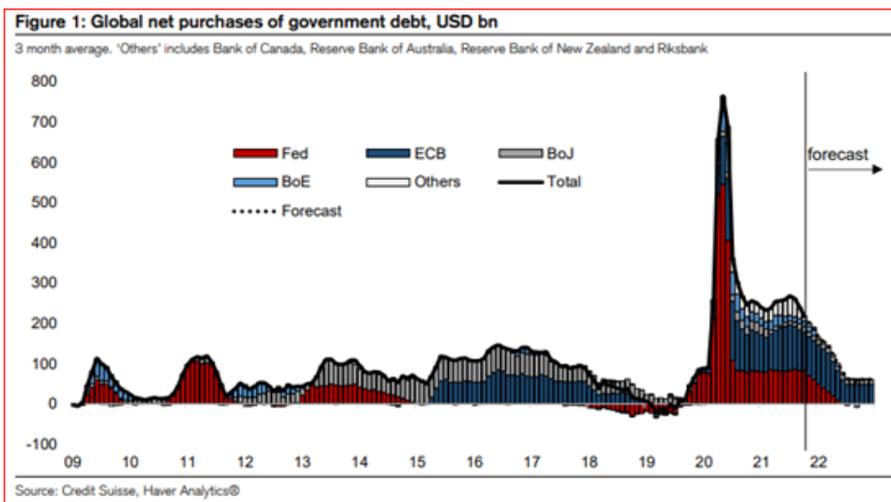


Wenn die Zentralbank Geld schöpft, um damit Staatsanleihen zu kaufen, verdrängt sie damit private Anleger, die anderswo investieren müssen. Daher *"ist die Inflation schon lange da – sie zeigt sich aber nicht in den Verbraucherpreisen, sondern den Preisen für Vermögenswerte und Wertpapiere. Die Bilanz der Fed hat sich auf über 8 Bio. \$ ausgeweitet (sie verzehnfachte sich von 870 Mrd. im Jahr 2007), womit die Fed Kapital in die Hände der Anleger spült, was Kapitalkosten und Diskontsätze senkt und die Bewertungen überall erhöht."* (Quelle: Josh Wolfe, [Twitter Thread](#), 14NOV2021, Übersetzung HGS)

Die daraus resultierenden Finanzmarkt-Exzesse nehmen immer grössere Ausmasse an. Um noch mal aus dem oben genannten [Twitter Thread](#) zu zitieren: *"Im dritten Quartal haben Start-ups mehr Geld aufgenommen als während der Dotcom-Blase 1999–2000. Die Gesamtsumme belief sich auf fast 160 Mrd. Dollar, doppelt so viel wie im 3. Quartal des Vorjahres und mehr als je zuvor in einem Jahr vor 2018. ... Früher war es üblich, dass Firmengründer Klinken putzten, um an Finanzmittel zu gelangen. Heute versuchen umgekehrt die Kapitalgeber Firmengründer davon zu überzeugen mehr Geld anzunehmen, neue Finanzierungsrunden einzuläuten bzw. zu verlängern oder Sekundärtransaktionen durchzuführen."*

Doch trotz dieser offensichtlich spekulativen Blasen stützen die Zentralbanken den Anleihemarkt weiterhin mit Käufen. Zwar reichte schon die bloße Erwähnung des „Tapering“ (Reduktion der Käufe) aus, um die Realrenditen im Jahr 2013 weit nach oben (und die Aktien nach unten) zu treiben. Seither ist die Zentralbank-Unterstützung jedoch hoch geblieben und wurde jedes Mal wieder verstärkt, wenn die Wirtschaft oder die Finanzmärkte auch nur leicht zu kriseln begannen.

Wie auch die unten aufgeführten Charts zeigen, ist die globale Liquidität eng mit den Zentralbank-QE-Programmen verknüpft, die nun wieder einmal reduziert werden sollen.



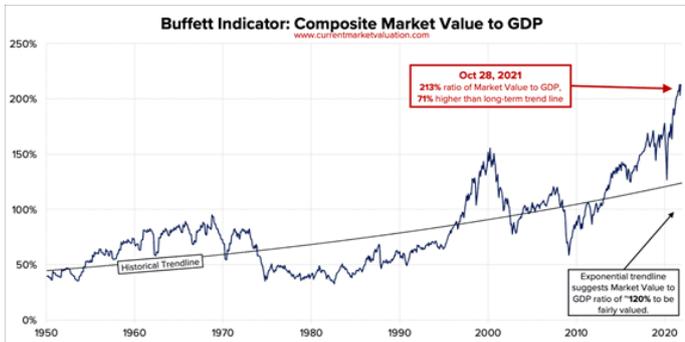
Quelle: Conundrum 2.0, John Authers, [Bloomberg](#), 16NOV2021 & If the flows go on forever, Robert Armstrong, [Financial Times](#), 27OKT2021

Da dies regelmässig mit fallenden Vermögenswerten einher geht, lässt dies kurz- bis mittelfristig Turbulenzen an den Finanzmärkten erwarten.

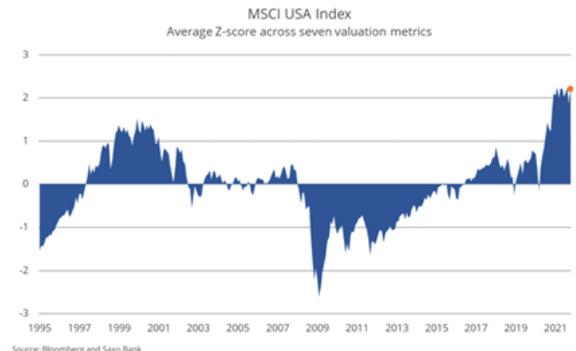




Faszinierend bleibt unter diesen Umständen, wie wenig gerade die Aktienmärkte bereit sind dies zu antizipieren. Vor allem die Bewertungen an den US-Märkten befinden sich auf Rekordniveau, sowohl was den (Warren) Buffett-Indikator angeht als auch in Bezug auf die allgemeineren Bewertungen.



Quelle: [currentmarketvaluation.com](http://currentmarketvaluation.com)

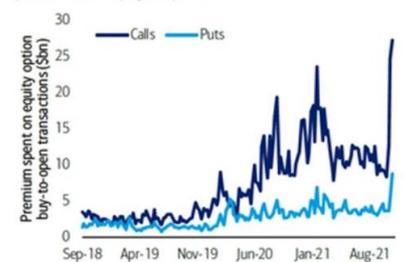


Quelle: Saxo Market Call [Presentation](#), 1NOV2021

Wie weiter unten dargelegt wird, befinden sich vor allem US-Aktienanleger im Spekulationsmodus, was meine frühere Diagnose bestätigt, dass sich die Aktienmärkte, insbesondere seit dem Aufkommen der Pandemie und der daraus resultierenden Finanzspritzen für private Haushalte und Unternehmen, in [Das größte Casino](#) verwandelt haben. Der stets scharfsinnige Jim Grant unterstreicht im [Grants Interest Rate Observer](#) vom 29. Oktober, wie sehr die Einsätze gestiegen sind: "Der Depository Trust (für Abwicklung, Lagerung und Verarbeitung aller US-Wertpapiertransaktionen zuständige Behörde) hat 2020 Wertpapiertransaktionen im Wert von 2,33 Bio. \$ verbucht. Pro Tag wurden durchschnittlich 173,4 Mio. Aktien mit einem durchschnittlichen Tageswert von 1,7 Mrd. \$ abgewickelt."

Diese Zahlen sind schier unglaublich und dürften in diesem Jahr noch weiter steigen. Man muss sich nur den explosionsartigen Anstieg des Optionshandelsvolumens ansehen, um zu erkennen, dass die Spekulation völlig neue Sphären erreicht hat. Wie die Grafik rechts zeigt, haben sich die Prämien für Aktien-Call (Kauf-) Optionen, die hauptsächlich der gehebelten Spekulation auf steigende Aktienkurse dienen, zuletzt auf mehr als 25 Mrd. \$ pro Woche verfünffacht. Sie übersteigen damit bei weitem das Niveau der Prämien, die für Put (Verkaufs-) Optionen gezahlt werden, welche üblicherweise zu Absicherungszwecken eingesetzt werden.

Exhibit 12: Single name call options have been particularly active recently, with premium spent eclipsing the Jan-21 meme stock peak. Across small, medium, and large lot orders, a record \$27.2bn in premium was spent last week on equity call options



Quelle: [FT Unhedged](#), 11NOV2021

Der [Oktober Newsletter](#) des [Pangolin](#) Aviation Recovery Fund kommentiert die allgemeine Lage wie folgt: "Die Haupttriebfedern des Aktienmarktes sind Liquiditätsfluss, Stimmung und Fundamentaldaten. Zurzeit bestimmen die erstgenannten den Kursverlauf während sich die Fundamentaldaten im Winterschlaf befinden. Wir sind ein Verfechter der Fundamentalanalyse und sehen zu unserem Investitionsansatz keine Alternative. Während sich Geldfluss und Stimmung über Nacht ändern können, bleiben Fundamentaldaten tief verwurzelt und letztlich in der langen Frist entscheidend." – Ganz meine Rede, James and Mohshin!





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

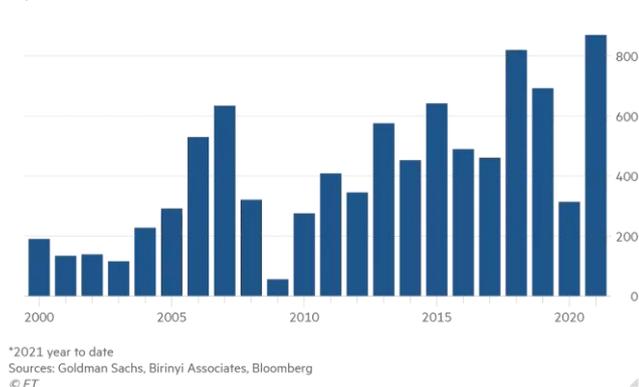
Ein Blick auf die Zuflüsse in amerikanische Aktienfonds belegt die ausserordentliche Situation:

3-Monats-Durchschnittsnettozuflüsse in US-Aktienfonds lagen im vergangenen Jahr zwischen 5 und 10 Mrd. \$ pro Woche. Die Aussergewöhnlichkeit dieser Situation lässt sich am besten mit der Tatsache beschreiben, dass die kumulierten Zuflüsse in US-Aktienfonds von 2001 bis Ende 2020 mit 126 Mrd. \$ negativ zu Buche schlugen. Der marginale Käufer von US-Aktien waren nämlich immer Unternehmensrückkäufe. 2021 belaufen sich die Fonds-Nettomittelzuflüsse dagegen auf satte 306 Mrd. \$.



Quelle: If the flows go on forever, [Financial Times](#), 27OCT2021

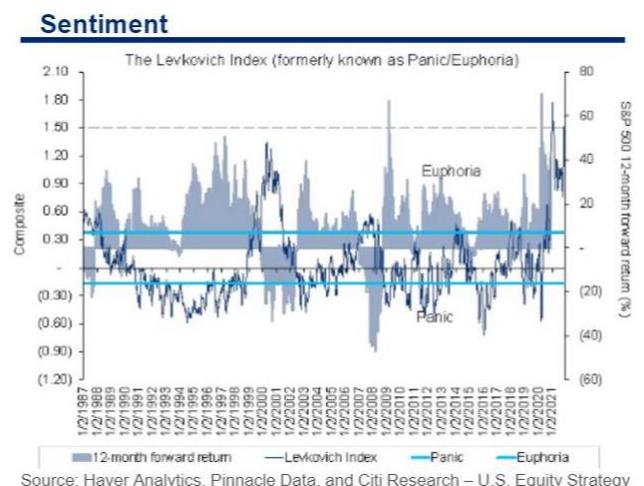
US share buybacks return with a vengeance  
Repurchase authorisations\* (\$bn)



Quelle: [Financial Times](#), 11OCT2021

Liquidität ist nach wie vor reichlich vorhanden, wird aber mit der angekündigten Reduktion der QE-Programme abnehmen. Die Stimmung der Anleger ist derweil höchst optimistisch. Auf der rechten Seite ist der „Levkovich-Angst/Euphorie-Index der Citigroup“ abgebildet, der auf Faktoren wie Leerverkäufen, Lombardkrediten und dem Put/Call-Verhältnis basiert. Er befindet sich auf einem Niveau, das in der Vergangenheit zuverlässig fallende Kurse vorhersah.“ – Unter diesen Umständen ist die Anlegereuphorie schlicht bemerkenswert...

Bei den Aktienrückkäufen wird in diesem Jahr wieder ein Rekord von 1 Bio. \$ erwartet, was jedoch nur ca. 2,5% der Marktkapitalisierung des S&P500 (ca. 40 Bio. \$) entspricht. Wenn man bedenkt, dass ein großer Teil davon vor allem dazu dient, den Verwässerungseffekt von neu ausgegebenen Aktien und Kaufoptionen im Rahmen der Management-Anreizprogramme auszugleichen, ist der Nettoeffekt auf das allgemeine Preisgeschehen sogar noch geringer.



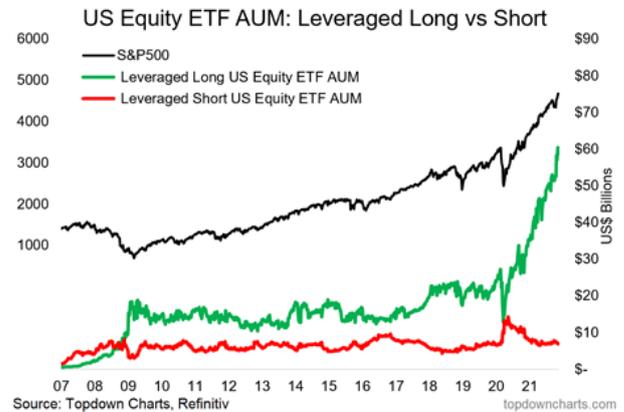
Quelle: Unhedged, [Financial Times](#), 22NOV2021



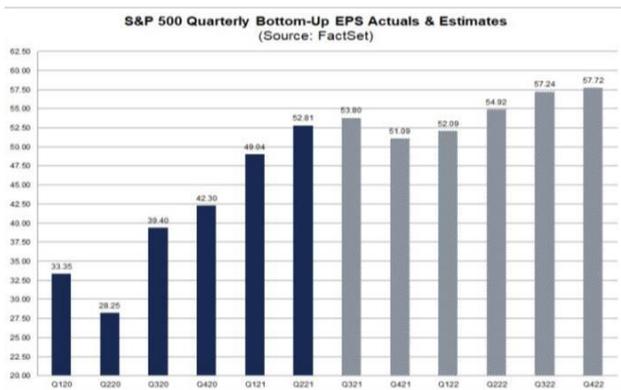
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

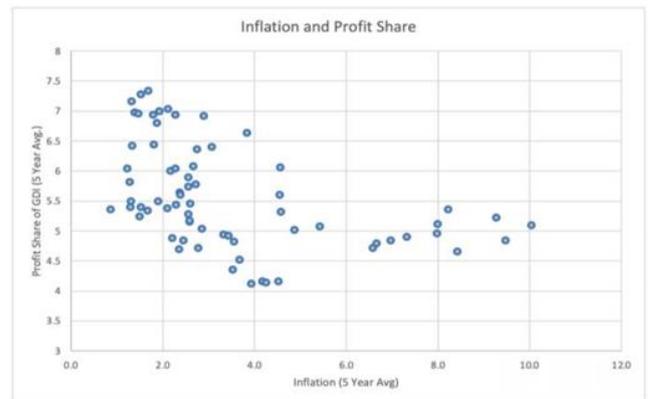
Diese Euphorie zeigt sich auch im Einsatz gehobelter Instrumente. Dabei hat nicht nur die Lombardverschuldung ein erneutes Rekordhoch erreicht ([Ned Davis Research](#) schätzt das Volumen auf 4 % des US-BIP), sondern auch die Käufe von gehobelten, auf steigende Kurse setzenden ETFs nehmen drastisch zu. Offensichtlich sind die Anleger zunehmend bereit, das Kurspotential zu hebeln und damit höhere Risiken einzugehen.



Quelle: [chartstorm.substack.com](#), 14NOV2021



Quelle: Unhedged, [Financial Times](#), 22NOV2021



Quelle: [Financial Times](#), 20OCT2021

Dies alles geschieht zu einer Zeit, in der die Gewinnerwartungen in den USA nach dem rasanten Anstieg im letzten Jahr eine Verschnaufpause einlegen, was sicher auch auf den steigenden Preis- und Margendruck sowie die nachlassende Wachstumsmotiv zurückzuführen ist. Historisch haben über 5% liegende Inflationsraten zu einem deutlich tieferen Anteil der Unternehmensgewinne am BIP geführt, was angesichts des Anstiegs der Inputpreise sowie Lohnkosten Sinn macht. Gleichzeitig droht die anziehende Inflation eine Verschärfung der Geldpolitik und damit teurere Finanzierungsbedingungen zu verursachen. Und auch wenn dieser Prozess wohl nur sehr zögerlich erfolgen wird, sollten die Auswirkungen angesichts der rekordhohen Verschuldung im System dennoch spürbar sein. Schwierig einzuschätzen ist dabei lediglich, ob die Anleger diese fundamentalen Entwicklungen weiter ignorieren und sich die Bewertungen weiter ausdehnen. Jede Blase hat jedoch ihre Grenzen, und ich erwarte nicht, dass es dieses Mal anders sein wird...

Im Übrigen sind die Aktienmarktbewertungen überall gestiegen, allerdings nirgends so hoch wie an den US-Märkten. Die europäischen Märkte haben ebenfalls ein gutes Jahr hinter sich, doch sind die Bewertungen deutlich niedriger. Dies gilt auch für Schwellenländer, die schon seit einem Jahrzehnt unterdurchschnittlich abschneiden und damit einen wesentlich nüchterneren Ausblick einpreisen.



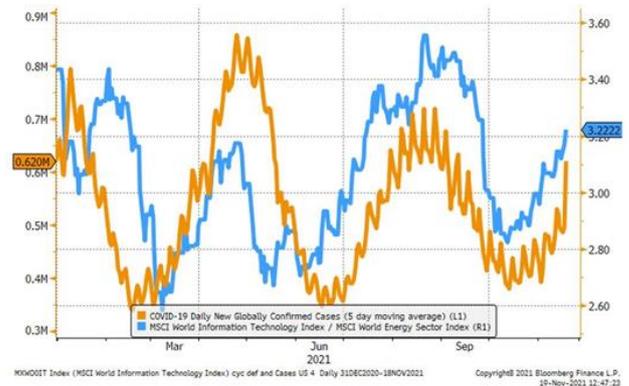
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Den Hauptunterschied machen dabei die grossen US-Tech Werte aus, was im folgenden [Tweet](#) treffend zusammengefasst wird:



Mein Gott, die gesamte Marktkapitalisierung von Microsoft, Apple Google, Amazon und Facebook/Meta erreichte heute 10 Bio. \$. Am Hoch des Marktes 2000 und 2007 betrug die gesamte Marktkapitalisierung 14 und 15,9 Bio. \$. Die Fantastischen 5 sind 43% des US sowie 11% des globalen BIP wert. Der Rest des Nasdaq mag leiden aber nicht diese Mega-Aktien.  
Twitter: 19.11.21, 03:53 (Übersetzung: HGS)



Quelle: Michael A. Arouet, @MichaelAArouet, [Twitter](#), 19NOV2021

Während ich diese Zeilen schreibe, nehmen die Covid-Fälle vor allem in Europa, aber auch in den USA wieder zu. Und da die ersten Länder erneut mit Schließungen reagieren, konzentriert sich das Anlegerinteresse reflexartig und egal zu welchem Preis wieder einmal auf die Titanen des digitalen Zeitalters, während Energietitel nach einer eindrucksvollen Rally eher schwächeln.

Damit hat die angesichts des vorherrschenden Zinsumfelds und voraussichtlich längerfristiger negativer Realrenditen zu erwartende Rotation aus Anleihen in Aktien und alternative Vermögenswerte stattgefunden. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob auch die Rotation in Value- und Substanzwerte anhält und ob die Anleger eine Verlangsamung von Wirtschafts- und Gewinnwachstum – wie bisher schon wegen TINA (There Is No Alternative – es gibt keine Alternative zu Aktien) – einfach ignorieren werden.

Chart 4: Record low allocation to bonds

Institutional, private client & household allocation to bonds



Source: BofA Global Investment Strategy, BofA Global Fund Manager Survey, Federal Reserve  
BofA GLOBAL RESEARCH

Quelle: If the flows go on forever, [Financial Times](#), 27OCT2021

Chart 1: BofA FMS disconnect between growth optimism & allocation to stocks widens  
Net % of asset allocators OW Equities vs net % investors predicting a stronger economy



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

Quelle: Liz Ann Sonders, @LizAnnSonders, [Twitter](#), 20OCT2021

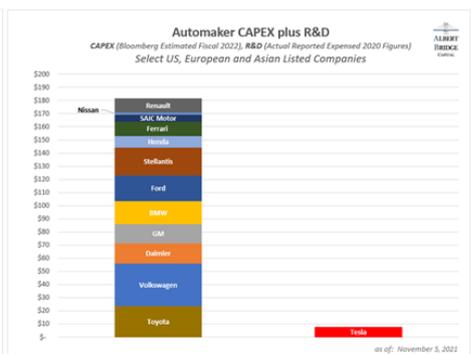
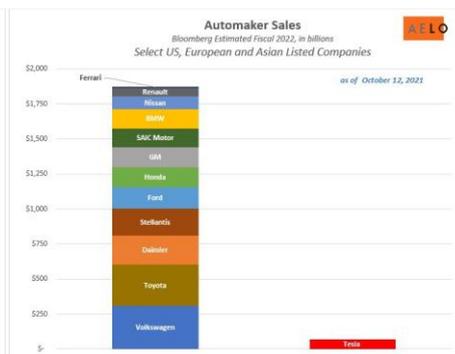
Für einen erfahrenen und fundamental-bzw. wert-orientierten Vermögensverwalter wie mich ist es nahezu unglaublich, dass wir nun schon zum dritten Mal in diesem Jahrhundert (nach 2000 und 2007) neue Rekordspekulationsniveaus erleben. Dass ich mich damit in guter Gesellschaft befinde, unterstreichen und verdeutlichen die Zitate der drei Experten, deren Gedanken den Auftakt auf Seite 1 machen.



Das Ausmass der Spekulation ist schier unglaublich, wie unter anderem an den folgenden Beispielen belegt werden kann:

- Die Marktkapitalisierung der inzwischen 14.708 Krypto-Währungen, die an 431 (grösstenteils unregulierten) Börsen gehandelt werden, hat gemäss [coinmarketcap.com](https://coinmarketcap.com) 2,6 Bio. \$ erreicht und damit den Wert der im Umlauf befindlichen US-Währung (2,2 Bio. \$) übertroffen.
- Der SPACs-Boom hat hunderte von Milliarden Dollar eingesammelt und selbst einem gewissen Donald T die Finanzmittel für seinen neuen Medienkanal beschafft.
- Beim Phänomen der Meme Stocks wurden Aktienkurse von ums Überleben kämpfenden Gesellschaften wie GameStop (+1300%), AMC Entertainment (+1900%) oder Avis Budget (+800%) von Kleinanlegern systematisch und organisiert in unvorstellbare Höhen getrieben.
- Der Markt für Neuemissionen sammelte Rekordbeträge für Gesellschaften wie zuletzt [Rivian](https://www.rivian.com) ein. Der hoffnungsvolle Elektrofahrzeug-Hersteller hat zwar nur wenige Fahrzeuge verkauft, erreichte aber nach wenigen Tagen schon eine Marktkapitalisierung von 160 Mrd. \$ (+130%).

Beenden möchte ich diese Auflistung der Unglaublichkeiten mit Tesla, dem Vorzeigekind der heutigen Aktienmarktblase. Nachdem sich die Aktie 2020 schon verachtfacht(!) hatte, ist sie in diesem Jahr um weitere 60% auf einem Börsenwert von mehr als 1 Bio. \$ gestiegen und damit mehr wert als die gesamte börsennotierte Konkurrenz aus USA, Europa und Japan. Dabei schert es die Anleger nicht, dass Tesla nur einen Bruchteil der Umsätze (und Gewinne!) erwirtschaftet bzw. des Investitionsbudgets der Konkurrenz zur Verfügung hat. Es stellt auch niemand die Aktienbewertung zum 24fachen des Umsatzes sowie zum 200fachen des Gewinns in Frage. Im Spekulationsfieber zählt das alles nicht.



Quelle: Michael A. Arouet, @MichaelAArouet, [Twitter](https://twitter.com/MichaelAArouet), 12OCT2021

Quelle: Drew Dickson, @AlbertBridgeCap, [Twitter](https://twitter.com/AlbertBridgeCap), 5NOV2021

Was für eine verrückte Zeit für Investoren: *“Eine Generation von Investoren hat keinen Abschwung mehr erlebt, keine signifikanten Verluste aufgrund gehebelter Investments in miteinander vernetzten Systemen, sich nicht mehr auf das normale Geldverdienen beschränkt oder zeitlose Investmentklassiker gelesen, die vor grenzenloser Spekulation und Massenwahn warnen sowie davor, dass den Letzten die Hunde beißen. Aber wie sagte schon Jonathan Swift: Die Vernunft ist ein Reiter, der sich sehr leicht abschütteln lässt.* (Quelle: J. Wolfe, @wolfejosh, [Twitter Thread](https://twitter.com/wolfejosh), 14NOV21, Übersetzung HGS)

## Wie haben wir uns geschlagen?

Bevor wir uns dieser Frage widmen, möchte ich folgendes voranstellen:

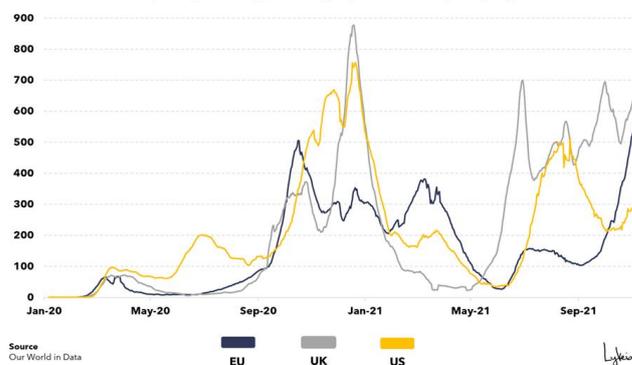
**Alle in diesem Dokument enthaltenen Analysen, Annahmen und Ansichten basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und geben die persönliche Einschätzung des Autors wieder. Alle hierin enthaltenen Informationen wurden vom Autor aus Quellen zusammengestellt, die er für zuverlässig hält, übernimmt jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Dieser Newsletter wird zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten versandt und stellt keine Empfehlung für eine Anlage in individuellen Anlagen, Anlageklassen oder im **Incrementum All Seasons Fund** dar. Historische Wertentwicklungen geben zudem keinen Aufschluss über künftige Resultate, und der Wert von besprochenen Einzelanlagen wie auch des Fonds kann sowohl steigen als auch fallen. Falls Sie eine Anlageberatung suchen, wenden Sie sich bitte an einen zugelassenen Anlageberater.**



Zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen (26. Nov.) werden die Finanzmärkte von einer neuen Covid-Infektionswelle sowie die über Nacht verbreitete Nachricht der Omicron-Mutation erschreckt, die möglicherweise resistent gegenüber den eingesetzten Impfstoffen ist und sich schneller ausbreitet als die Delta-Variante. Den Märkten gefällt das gar nicht und die Renditen von Staatsanleihen und Aktien (vor allem von Value- und zyklischen Werten) stürzten im frühen Handel ab.

Wir werden beobachten, wie sich die Dinge im Laufe der kommenden Woche entwickeln, aber zum jetzigen Zeitpunkt erwarte ich nicht, dass dies unsere Gesamteinschätzung und Positionierung ändern wird. Ungeachtet der Covid-Nachrichten steuern wir auf eine Phase geldpolitischer Straffung zu, während sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt und die Unternehmensgewinne und Gewinnzuschätzungen extrem hoch sind. Analysten erwarten für die Unternehmen des S&P 500 ein langfristiges jährliches Gewinnwachstum von 19 %, was insofern Sinn macht, da die heutigen hohen Bewertungen nur durch ein überhöhtes säkulares Gewinnwachstum gerechtfertigt werden können. Wie die FT ebenfalls feststellte korrelierten derartig hohe Gewinnwachstumserwartungen in der Vergangenheit mit nachfolgenden Aktienmarktkorrekturen.

**Daily New Confirmed COVID-19 Cases.**  
(7-day rolling average per million people)



Quelle: [Markets Update](#), The Lykeion, 26NOV2021

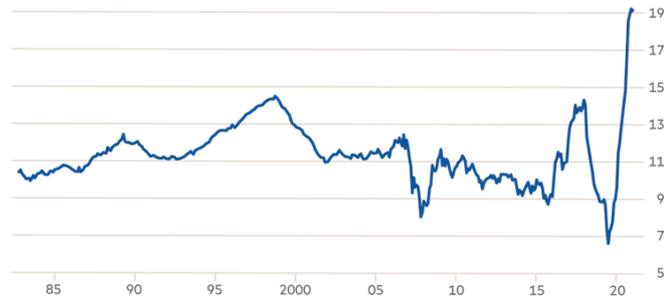


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Earnings growth forecasts

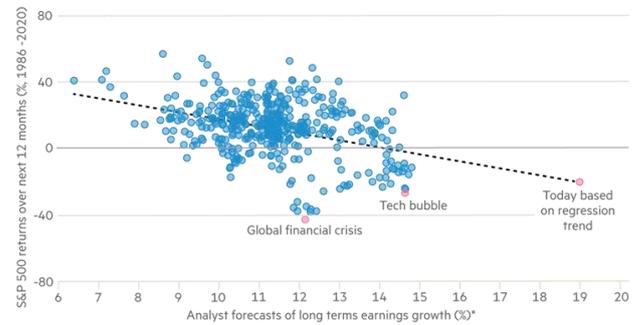
S&P 500 consensus long term earnings growth (%)\*



Source: Bank of America  
© FT

\* 5 to 10 year expectations of annual growth

## Strong earnings expectations have preceded previous market corrections



Source: Bank of America  
© FT

\* 5 to 10 year expectations of annual growth

Quelle beider Charts: Gewinnerwartungen sind gefährlich hoch, [Financial Times](#), 26NOV2021

Wie immer wird nur die Zeit zeigen, ob sich dies wieder ähnlich entwickeln wird. Aber selbst wenn die Marktentwicklung im zweiten Halbjahr 2021 vermuten lässt dass die Rotation von Wachstums- in Value-Aktien schon wieder beendet ist, sind solche relativen Rückschläge bei einem säkularen Trendwechsel (und einer Änderung des Narrativ) aus meiner Sicht unvermeidlich, da es Jahre dauern wird bis dieser vollständig vollzogen wurde. (Ähnlich wie es viele Jahre gedauert hat bis der Wachstums- bzw. Technologiesektor seine derzeitige Marktdominanz erreicht hat).

	USD-D	EUR-D	EUR-P	CHF-D
<b>latest NAV:</b>	<b>124.97</b>	<b>120.75</b>	<b>118.22</b>	<b>119.14</b>
<b>November Performance (%):</b>	<b>-4.68%</b>	<b>-4.81%</b>	<b>-4.84%</b>	<b>-4.69%</b>
<b>June-To-Date 2021 (%):</b>	<b>-4.41%</b>	<b>-4.61%</b>	<b>-4.76%</b>	<b>-4.54%</b>
<b>Since Launch p.a.:</b>	<b>9.42%</b>	<b>7.91%</b>	<b>8.03%</b>	<b>7.33%</b>

Was ist vor diesem Hintergrund seit den [Seasonal Reflections](#) vom Juli geschehen?

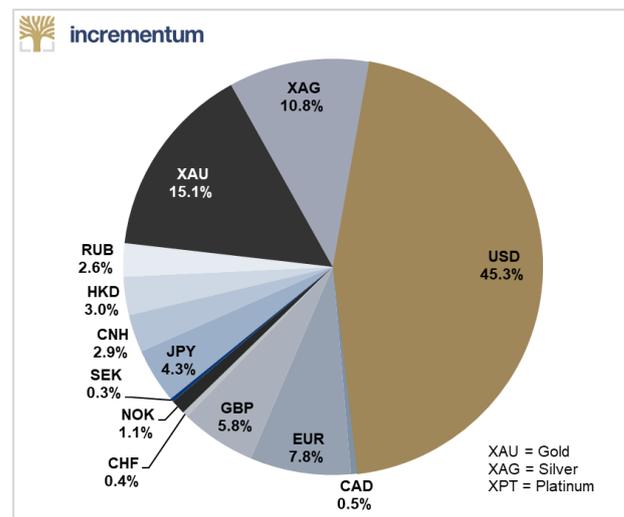
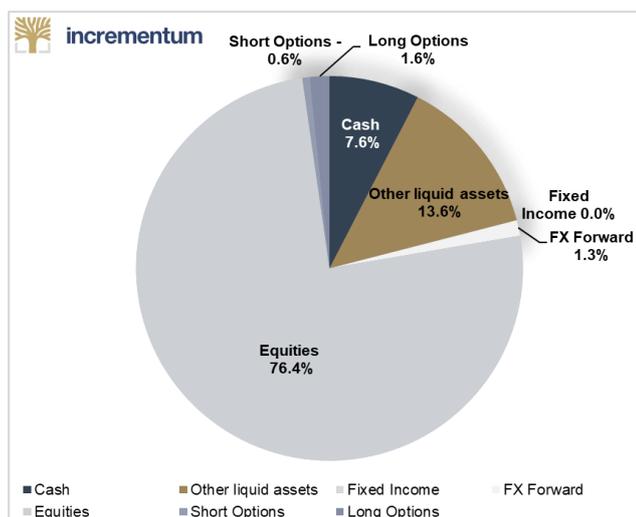
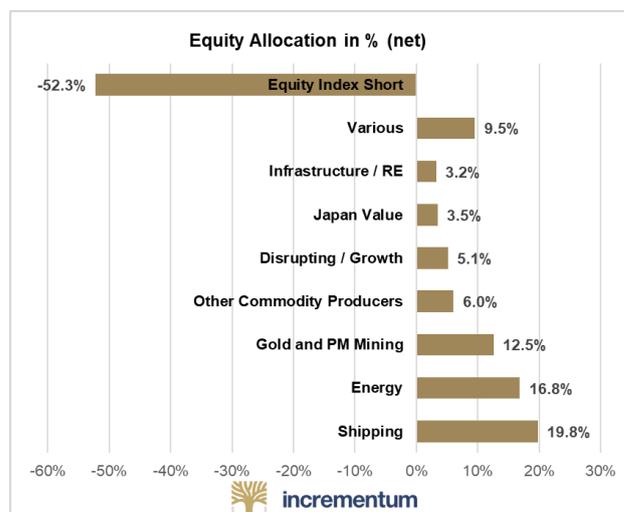
Im Vergleich zur Jahresmitte musste der **IASF** einen Anteilswertrückgang hinnehmen, der erst im November, und zwar fast ausschliesslich am letzten Handelstag des Fonds (26. November) entstand. Ein Grund dafür ist, dass die beträchtlichen Gewinne des 1. Halbjahres 2021 in den Bereichen **SCHIFFFAHRT** und **ENERGIE** im zweiten Halbjahr nicht wiederholt werden konnten. Vor allem in der **SCHIFFFAHRT** kam es in letzter Zeit trotz eines zunehmend attraktiven fundamentalen Bildes zu deutlichen Gewinnmitnahmen. **ENERGIE** sowie **GOLD- UND EDELMETALLPRODUZENTEN** leisteten insgesamt noch einen leicht positiven Beitrag, während im Segment **DISRUPTIVE TECHNOLOGIEN / WACHSTUM** Verluste anfielen, da die Bewertungen außerhalb von Big Tech kontrahierten. Ein weiterer wichtiger Negativ-Faktor waren unsere Short-Positionen in S&P500 und Nasdaq, die uns seit der Halbjahresmarke ca. 5 % des Portfoliowertes gekostet haben.

Insgesamt ergab sich so seit Juni eine Anteilswertkorrektur, wobei die 2021er Performance gut bleibt.

	USD-D	EUR-D	EUR-P	CHF-D
<b>Latest NAV:</b>	<b>124.97</b>	<b>120.75</b>	<b>118.22</b>	<b>119.14</b>
<b>November Performance (%):</b>	<b>-4.68%</b>	<b>-4.81%</b>	<b>-4.84%</b>	<b>-4.69%</b>
<b>2021 Performance (%):</b>	<b>18.12%</b>	<b>16.75%</b>	<b>16.37%</b>	<b>16.77%</b>
<b>Since Launch p.a.:</b>	<b>9.42%</b>	<b>7.91%</b>	<b>8.03%</b>	<b>7.33%</b>



Die folgenden Grafiken zeigen das Gesamtengagement des **IASF**: Verglichen mit der Allokation zur Jahresmitte 2021 ist das **AKTIEN**-Engagement brutto um 5,8% gestiegen, während es netto (nach Abzug der Short-Positionen des **IASF**) mit 24,1% weitgehend unverändert geblieben ist. Bei unseren Sektor-themen haben **ENERGIE** und **GOLD- UND EDELMETALLMINEN** 1,5%, **TECHNOLOGIE / WACHSTUM** 1,8% und **JAPAN VALUE** 2,1% zugelegt, während alle anderen thematischen Allokationen weitgehend unverändert blieben.



Wie die obigen Grafiken zeigen, ist der **IASF** belaufen sich die Cash-Bestände und sonstigen liquiden Mittel auf ca. 21% des Gesamtvermögens, was sich mit einem Niveau von 29% zur Jahresmitte vergleicht. Unsere Nettooptionsposition hat sich ebenfalls um 1 % erhöht. Bei der Währungsallokation des (EUR-basierten) Fonds wurde das **USD**-Engagement um 19% auf 45% erhöht, was zu Lasten des **EUR**-Engagements des Portfolios geht, das um 33% auf 8% gesunken ist. Der Saldo ist auf die Auflösung von **GBP**- und **JPY**-Absicherungen und in jüngster Zeit auf eine kleine Allokation in **CNY** und **RUB** (jeweils 2,5%) zurückzuführen. Sowohl die Anteilsklasse USD (43% des gesamten Portfoliovermögens) als auch die Anteilsklasse CHF (9%) sind gegenüber dem zugrunde liegenden EUR-Anlageportfolio abgesichert.

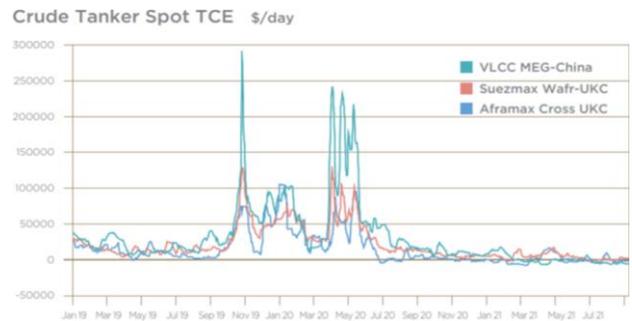
Auch beim Verkauf von meist kurzfristigen Einzelaktienoptionen waren wir wieder recht aktiv, was seit Mitte des Jahres zu einem Nettoertrag von ca. 2% des Fondsvermögens geführt hat.

Was gibt es sonst noch zur Allokation des **IASF** zu sagen?



Unsere bevorzugten Anlagethemen haben sich in diesem Jahr nicht wesentlich verändert. Das grösste Engagement besteht weiterhin in der **SCHIFFFAHRT**, speziell bei Tankern und Stückgutfrachtern sowie einem kleinen Engagement in Containeraktien und einer LPG-Aktie.

Tankeraktien leiden seit dem Kursfeuerwerk in 1H2020 unter anhaltender Preisflaute, da das Ölangebot nach wie vor von der OPEC gedrosselt und die Nachfrage durch Covid-bedingte Einschränkungen gebremst wird. Als Konsequenz liegen Gewinne und Aktienkurse für 2021 auf Mehrjahrestiefstständen, obwohl die Aussichten für 2022 vielversprechend sind.



Quelle: [Mid-Year Shipping Outlook 2021](#), SSY, Aug2021

Wie auch in anderen Schifffahrtssegmenten profitierten die Tankeraktien von den gestiegenen Preisen für gebrauchte Tonnage, die die steigenden Neubaukosten sowie mangelnde Verfügbarkeit von Werftplätzen widerspiegeln. Dies hat jedoch die Verschrottung von Tonnage gebremst, welche jedoch aufgrund bevorstehender strengerer Umweltvorschriften in der zweiten Hälfte 2022 wieder zunehmen dürfte, was positiv für den Tankersector wäre, der eines der ältesten Flottenprofile aufweist.

Angeführt von den volatilieren Capesize-Schiffen hat dagegen der Stückgutsektor von einem fantastischen Ratenumfeld profitiert. Wir halten vier Aktien in diesem Bereich und alle werden zu niedrigen einstelligen KGVs gehandelt und bieten hohe zweistellige Free-Cash-Flows und Dividendenrenditen, da die Anleger den nächsten zyklischen Abschwung für diesen Sektor bereits einkalkulieren. Ich persönlich halte dies für eine viel zu pessimistische Einstellung.



Quelle: Genco Shipping & Trading, [3Q Results Presentation](#)



Quelle: Star Bulk (left) and Belships 3Q Results Presentations

Hauptgründe sind ein weiterer Anstieg der Tonnen-Meilen (d. h. der erwarteten Seereisestrecke, da es einen Unterschied macht, ob z. B. China sein Eisenerz aus Australien oder Brasilien importiert) sowie ein historisches tiefes Flottenwachstum im Vorfeld neuer Umweltvorschriften, die den Einsatz älterer Schiffe unwirtschaftlich machen werden.

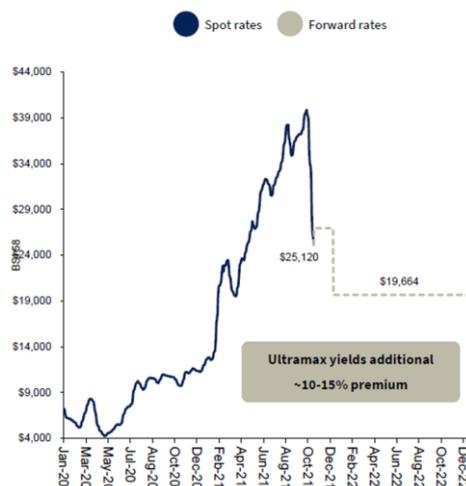


Für einen besseren Einblick in die aktuellen Bewertungen der Stückgutaktien werfen wir einen kurzen Blick auf eine der größeren Positionen des IASF, die in Oslo notierte Belships ASA:

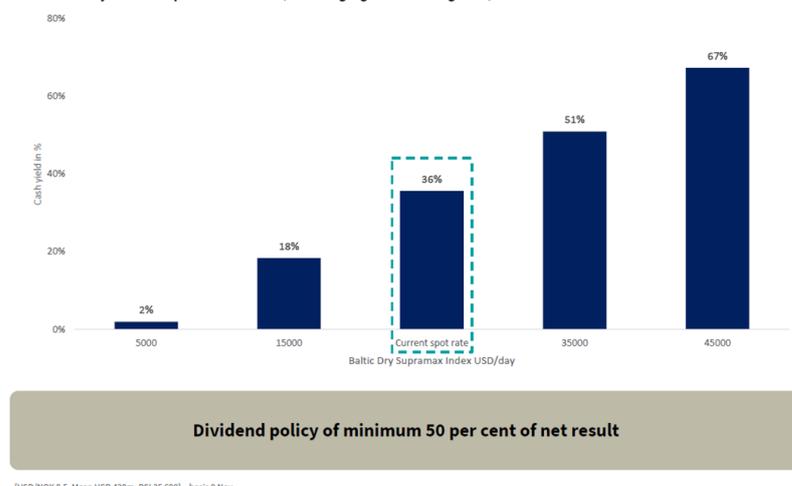
Belships ist das Ergebnis der 2019 erfolgten Fusion mit Frode Teigen's Lighthouse Group. Seit der Fusion hat Belships seine Flotte von 7 auf 30 Schiffe vergrößert und gleichzeitig verjüngt (das Durchschnittsalter der Schiffe liegt jetzt bei 4 Jahren) und gestrafft (nur noch Ultramax-Schiffe). Die Flotte wird zusammen mit 40 gecharterten Schiffen durch Lighthouse Navigation, den kommerziellen Arm von Belships, gemanaged, der einen substanziellen Beitrag zum Gesamtergebnis der Gesellschaft leistet.

Die Ertragskraft der Gesellschaft wird deutlich, wenn man bedenkt, dass Ultramax-Schiffe in den vergangenen 10 Jahren durchschnittlich 11.800 USD pro Tag verdienten. Belships' moderne Flotte hat gemäss der 3Q21 Ergebnispräsentation derzeit eine Cash-Breakeven-Rate von 10.500 USD. Damit wird klar, dass Eigner von Ultramax-Schiffen auf ein verlorenes Jahrzehnt zurückschauen, in dem sie im Durchschnitt kaum in der Lage waren, die Gewinnzone zu erreichen. Dies hat sich im Jahr 2021 jedoch klar geändert, denn Spot-Raten erreichten im 3Q Spitzenwerte von über 40.000 USD pro Tag, und die Terminkurse deuten auf immer noch sehr gesunde 20.000 USD im Laufe des Jahres 2022 hin.

Current Supramax spot and FFA curve



Potential cash yield from operations in 2022 (excluding Lighthouse Navigation)



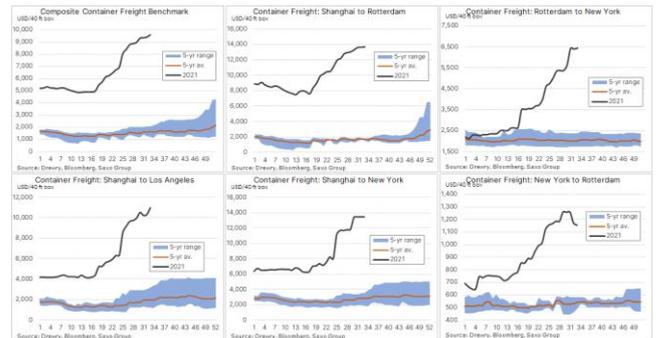
Quelle: Belships 3Q 2021 Results Presentation

Da Belships bereits 50% seiner verfügbaren Schiffstage für 2022 zu einer Durchschnittsrage von 23.000 USD verbucht hat und die Terminkurse nur geringfügig unter diesem Niveau liegen, ist das Unternehmen auf dem besten Weg im nächsten Jahr allein mit seiner Flotte eine Cash-Rendite von 30% zu erzielen (d.h. ohne Berücksichtigung von Beiträgen der Lighthouse Navigation). Und dennoch werden die Aktien dieses Unternehmens, welches eine zunehmende Cashflow-Visibilität bietet, nur zum 3-4-fachen Jahresgewinns für 2022, weniger als dem 0,7-fachen Nettoinventarwert, sowie einer 2-stelligen Dividendenrendite gehandelt. Die Attraktivität der Aktie wird auch von Mehrheitsaktionär Frode Teigen gesehen, der in letzter Zeit Aktien am freien Markt gekauft hat.



Der letzte Superzyklus für den Massengutsektor liegt 15 Jahre zurück, und nur wenige Anleger können sich vorstellen, dass sich ein solcher trotz der derzeit günstigen Fundamentaldaten wiederholen könnte. Dabei genügt ein Blick auf den Containersektor, um zu sehen was passiert, wenn die Nachfrage das verfügbare Angebot für etwas so Entscheidendes wie die weltweiten Schiffskapazitäten übersteigt.

*“Im 3Q21 hat die Containerschifffahrt Gewinne in Höhe von 48,1 Mrd. USD und damit fast 50% höher als die FANG-Aktien eingefahren, während die Gewinnmarge von 42,7 % fast 3x so hoch war. Im Vergleich zu Apple und Microsoft waren die Gewinne der Containerschifffahrt immer noch fast 15% und die Gewinnmarge 30% höher. Dies bedeutet ein rekordverdächtiges Jahr, in dem der Sektor auf dem besten Weg ist, Gesamtgewinne in der Größenordnung von bis zu 200 Mrd. USD zu erzielen.”* (Quelle: [splash247.com](https://www.splash247.com), 22NOV2021)



Quelle: Ole S Hansen, @Ole\_S\_Hansen, [Twitter](https://twitter.com/Ole_S_Hansen), 20AUG2021

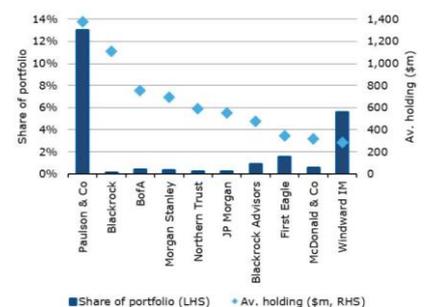
Wir sind noch weit davon entfernt, so etwas Verrücktes im Stückgutsektor zu erleben, aber ich erwarte klar ein längerfristig höheres Ratenumfeld für diesen Sektor. Und der Bewertungsunterschied bleibt frappierend, denn die 12 größten Containerschifffahrtsunternehmen sind zusammen weniger als 10% der gesamten Marktkapitalisierung von Apple wert.



Quelle: [Hedgeye](https://www.hedgeye.com), 22JUN2021

Ähnlich verhält es sich mit Gold und Edelmetallminen, die zu den IASF Favoriten gehören, obwohl 2021 ein frustrierendes Jahr ist, da die Edelmetallpreise trotz gestiegener Inflationsraten und rekordtiefer Realrenditen wenig Anlegerinteresse finden. Für uns ist eine solche Reifenpanne zu verkraften, da uns weniger die Geschwindigkeit als die Richtung, in die wir gehen, interessiert.

Die vorherrschende Stimmung und das entsprechende Allokationsinteresse wird mit dem Chart und dem dazugehörigen Artikel wunderbar illustriert: *“Die meisten institutionellen Portfolios halten entweder gar kein Gold (z.B. Vanguard, DFA, Berkshire Hathaway) oder nur so wenig, dass es kaum Beachtung verdient. Die nebenstehende Grafik zeigt, dass die meisten Institutionen typischerweise eine Allokation von unter 1% halten. Und dabei sind die Goldallokationen oft auf spezialisierte Portfolios oder einen Goldfonds zurückzuführen. Anders als vor 10 oder 15 Jahren ist Gold heute wieder zu einem Nebenschauplatz geworden, wie es in den 1980er und 1990er Jahren der Fall war.”*



Quelle: [Institutional investors don't care about gold anymore](https://www.institutionalinvestors.com), via KoI, 11NOV2021 (Übersetzung HGS)

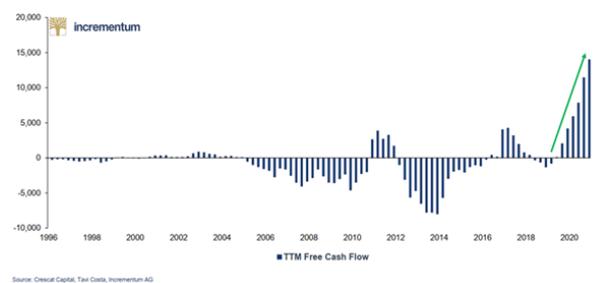


Die trübe Stimmung gegenüber Edelmetallaktien ist darauf zurückzuführen, dass sich die Kurse trotz beachtlicher Flukuationen in zwei Jahrzehnten nicht weiterentwickelt haben. Offensichtlich war es viel spannender und ungleich lohnender, in Apple, Tesla oder Bitcoin zu investieren. Die Grafik unten rechts belegt jedoch auch eine massgebliche Veränderung im Management dieser Gesellschaften, die nach Jahren verschwendeter Cashflows und teurer Übernahmen nun endlich Geld verdienen.



FTSE Gold Mines Index, Quelle: [investing.com](https://www.investing.com)

Gold Mining Is More Profitable Than Ever!  
TTM Free Cash Flow of Top 50 Miners by Market Cap in the Canadian & US Stock Exchanges, in USD mn, Q1/1996-Q4/2020



Quelle: [#IGWTChartbook2021](https://twitter.com/IGWTChartbook2021), Twitter, 16NOV2021

Derzeit scheinen sich nur wenige für diesen fundamentalen Wandel zu interessieren – und im Moment ist dies nur ein weiteres Beispiel für die Vernachlässigung fundamentaler Entwicklungen durch die Marktteilnehmer. Diejenigen, die sich die Mühe machen, einen genaueren Blick auf diese zu werfen (wie BakerSteel als Edelmetallminenmanager es offensichtlich getan hat, belegt durch das Zitat auf Seite 1 unten), können nur zu dem Schluss kommen, dass die Aktien von Edelmetallproduzenten ein fundamental höchst attraktives Anlagethema sind. Und genau solche suchen wir hier...

**ERINNERUNG:** Aufgrund meiner Rolle als verantwortlicher Fondsmanager des IASF betrachten Sie bitte alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere die zu den Fondsanlagen, als voreingenommen und nicht auf die individuellen Leserbedürfnisse zugeschnitten. Obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, spiegelt er meine persönlichen Einschätzungen wider, die jedoch aufgrund ihrer vorrausschauenden Natur mit Unsicherheiten verbunden sind. Wenden Sie sich daher an einen lizenzierten Anlageexperten, wenn Sie eine Anlageberatung suchen! Und berücksichtigen Sie, dass vergangene Wertentwicklungen keinen Schluss auf zukünftige Renditen zulassen und alle Investitionen mit Risiken bis hin zum Kapitalverlust verbunden sind.

## Zum Schluss

Das Jahr 2021 war für Anleger in vielerlei Hinsicht ein außergewöhnliches Jahr, und selbst der Dezemberanfang wurde von hoher Volatilität geprägt. Bitcoin und andere Kryptowährungen wurden am vergangenen Wochenende brutal abverkauft und reagierten damit auf einige Wochen deutlicher Verkäufe bei Technologie- und Wachstumsaktien außerhalb der großen 5.



Letzteres lässt sich mit einem Blick auf den ARK Innovation Fund belegen, der in 4 Wochen 25% und seit seinem Allzeithoch über 40% verloren hat. Das technische Bild lässt eine Beschleunigung des Abwärtstrends vermuten, was den Nasdaq drücken und der Rotation von Wachstum zu Value Schwung verleihen könnte.



ARK Innovation ETF, Quelle: [investing.com](https://www.investing.com)

Unabhängig vom kurzfristigen Ausblick belegt diese Grafik die steigende Konzentration an den Aktienmärkten. Nicht nur weil die Zahl der Aktien mit adäquater Liquidität in ETFs immer weiter abnimmt und passiv verwaltete Gelder zunehmend in den US-Mega-Caps engagiert sind, sondern auch weil es Hinweise dafür gibt, dass Hedgefonds dasselbe tun. Was geschieht wohl, wenn externe Effekte einen Zyklus von Zwangsliquidationen einleiten?



Source: Bloomberg Intelligence

Quelle: [Weekly S&P500 ChartStorm](https://www.chartstorm.com), 28NOV2021

Wie immer wird die Zukunft die Antwort liefern, da das Finanzsystem weiterhin mit Liquidität geflutet ist. Im IASF wurden die Aktienanlagen im November wieder auf ein attraktives Niveau gedrückt, was uns abgesehen von der Möglichkeit unvorhergesehener Schocks optimistisch bleiben lässt. Ein möglicher Schock wäre eine schlechte Entwicklung an der Covid-Omicron-Front, die sich zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Berichts jedoch in positiver Hinsicht zu entwickeln scheint. Wir werden wie immer wachsam bleiben und entsprechend reagieren.

Wie immer lade ich an dieser Stelle meine Leser zu Rückmeldungen [per E-Mail](#) ein und bedanke mich herzlich für Ihr Interesse und meinen Investoren für Ihr Vertrauen und Ihre Unterstützung.

Schöne Grüße aus Schaan, Liechtenstein & einen schönen Advent wünscht Ihnen

Hans G. Schiefen

=====

**Hans G. Schiefen**

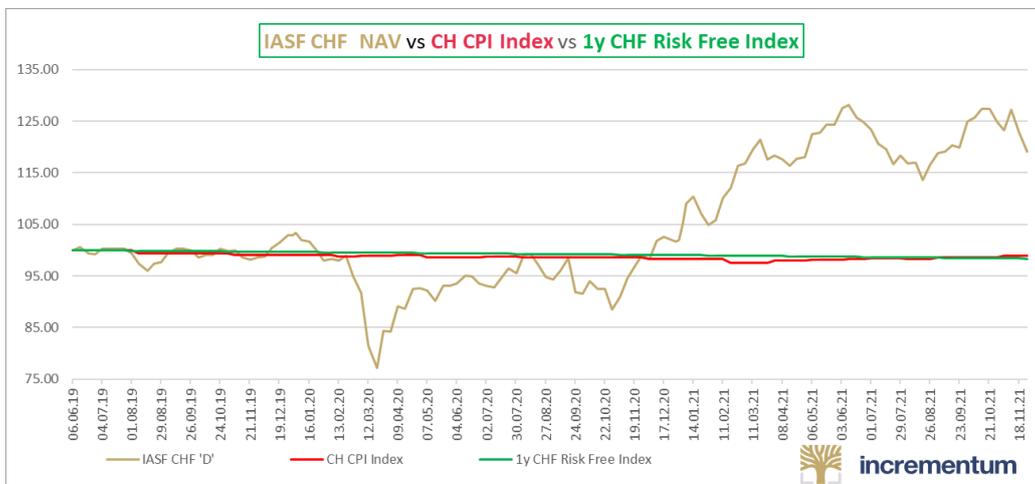
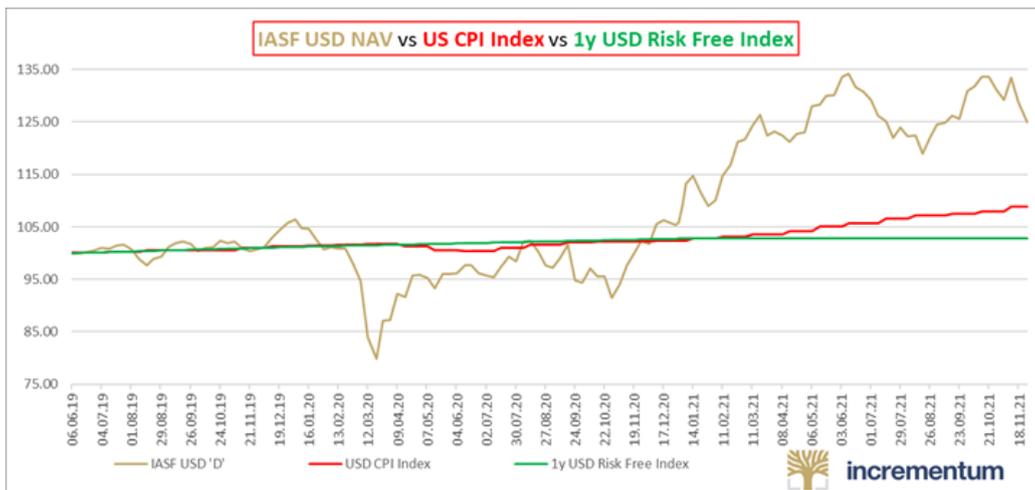
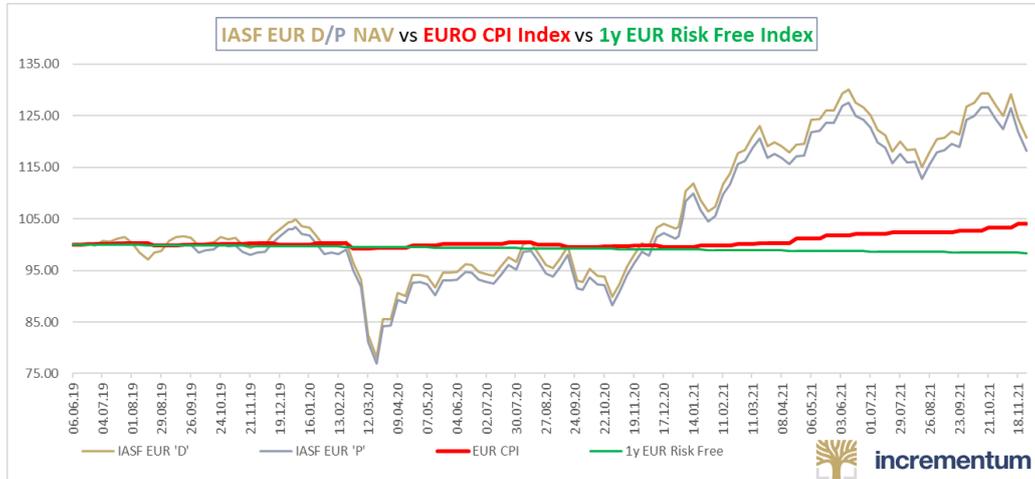
Partner & Fund Manager IASF  
Incrementum AG  
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)  
Tel.: +423 237 26 67 (o), +41 78 828 1339 (m)  
Mail: [hgs@incrementum.li](mailto:hgs@incrementum.li)  
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li) & <http://ingoldwetrust.li>



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Appendix \*



\* Die Grafiken zeigen die indizierte Entwicklung des IASF-Anteilswertes vom Zeitpunkt der Fondslancierung (6Jun2019 für Anteilsklasse 'D'; 26Sep2019 für EUR-P) bis zum letzten Bewertungstag (26NOV2021), in Relation zum relevanten Inflations-indikator (CPI) sowie der (risikolosen) 1-Jahres-Verzinsung.



## IASF PM Shaped By 8 Investment Lessons

1. Capital markets, like the economy, are inherently cyclical in nature, and you must always know where you are in the cycle, while not hesitating to “Be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful.” (Quote: Warren Buffett)
2. Prices paid determine future returns, i.e. the higher valuations are, the lower future return expectations must be (and vice versa), which is the essence of value investing.
3. Capital preservation is the conditio sine qua non, and a consistent and long-term investment strategy is more important than short-term momentum chasing.
4. As a result you must always know when you trade, or when you invest.
5. The most basic and effective risk management tools are proper diversification and the ability to hold cash.
6. Hard assets are preferable to intangibles, distributions to accruals.
7. Look for the incentives: True alignment of interest works in investors' favor.
8. There is no magic formula for successful investing: Consider both macro- and micro-economic issues, be diligent, flexible, patient, keep an open mind, and realize that investing will always remain more of an art rather than a science.

### Disclaimer

This document is for information only and does not constitute investment advice, an investment recommendation or a solicitation to buy or sell but is merely a summary of key aspects of the fund. In particular, the document is not intended to replace individual investment or other advice. The information needs to be read in conjunction with the current (where applicable: full and simplified) prospectus as these documents are solely relevant. It is therefore necessary to carefully and thoroughly read the current prospectus before investing in this fund. Subscription of shares will only be accepted on the basis of the current (where applicable: full and simplified) prospectus. The full prospectus, simplified prospectus, contractual terms and latest annual report can be obtained free of charge from the Management Company, Custodian Bank, all selling agents in Liechtenstein and abroad and on the web site of the Liechtenstein Investment Fund Association (LAFV; [www.lafv.li](http://www.lafv.li)).

The information contained in this publication is based on the knowledge available at the time of preparation and is subject to change without notice. The authors were diligent with the selection of information, but assume no liability for the accuracy, completeness or timeliness of the information provided. This fund is domiciled in the Principality of Liechtenstein and might be further registered for public offering in other countries. Detailed information on the public offering in other countries can be found in the current (where applicable: full and simplified) prospectus. Due to different registration proceedings, no guarantee can be given that the fund and – if applicable – sub-funds are or will be registered in every jurisdiction and at the same time. Please note, that in any country where a fund is not registered for public offering, they may, subject to applicable local regulation, only be distributed in the course of ‘private placements’ or institutional investments. Shares in funds are not offered for sale in countries where such sale is prohibited by law.

This fund is not registered under the United States Securities Act of 1933. Fund units must therefore not be offered or sold in the United States neither for or on account of US persons (in the context of the definitions for the purposes of US federal laws on securities, goods and taxes, including Regulation S in relation to the United States Securities Act of 1933). Subsequent unit transfers in the United States and/or to US persons are not permitted. Any documents related to this fund must not be circulated in the United States.

Past performance is not a guide to future performance. Values may fall as well as rise and you may not get back the amount you invested. Income from investments may fluctuate. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value, price or income of investments. You should obtain professional advice on the risks of the investment and its tax implications, where appropriate, before proceeding with any investment.

