

2023 / 02

Seasonal Reflections

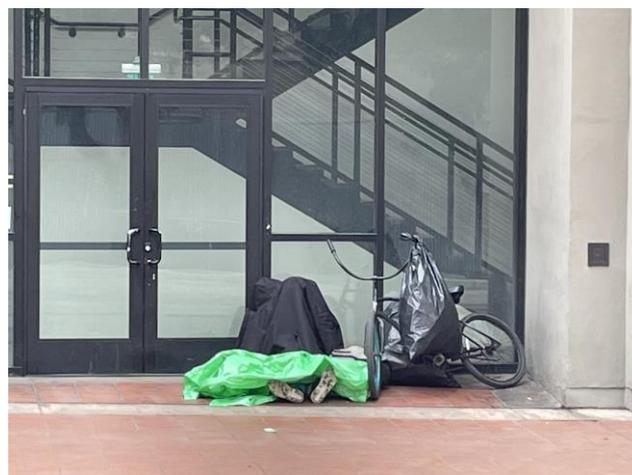
Quo Vadis?

Sehr geehrter Leser / Investor,

das erste Quartal des Jahres (sowie der April) sind wie im Flug vergangen und längst im Rückspiegel der Zeit verschwunden. Für meine Frau Alexandra und mich war es ein denkwürdiges Quartal, da wir unseren 25. Hochzeitstag feiern durften. Nachdem wir im Februar 1998 in Hongkong im kleinen Kreis von Freunden und Familie geheiratet hatten, beschlossen wir in diesem Februar in Begleitung unserer Töchter und enger Freunde nach Las Vegas zu reisen - und das nicht nur um unser Eheversprechen zu erneuern. Angesichts der langen Anreise entschieden wir uns nämlich für einen 3-wöchigen Aufenthalt, den wir mit Reisen durch Nevada, Arizona und Südkalifornien verbrachten.

Es gäbe viel über diese Reise zu erzählen, aber dies ist nicht der richtige Ort dafür. Ich erwähne dies jedoch, weil es mein erster Besuch in den USA seit fünf Jahren war, und dieser einen ziemlichen Eindruck hinterließ, nämlich dass dies ein Land im Niedergang ist.

Insgesamt fallen dem europäischen Besucher die bröckelnde Infrastruktur, schlechten Wohnverhältnisse (Wohnwagenparks) und das extreme Wohlstandsgefälle auf. Bei einem Spaziergang durch San Diego machte ich das nebenstehende Foto, welches für das Problem der verbreiteten Obdachlosigkeit und Drogenabhängigkeit steht. Vielleicht hat die besonders kalte Jahreszeit, die wir für unseren Besuch gewählt hatten, dies noch augenscheinlicher gemacht, aber Gespräche mit Einheimischen lassen vermuten, dass es sich um ein ernstes und anhaltendes Problem handelt.



Irgendwo (oder Überall) in San Diego, 24FEB2023, HGS' Foto

Wenn man jedoch die Politik der USA und wie sich das Land der Welt präsentiert beobachtet, könnte man zu dem Schluss kommen, dass es der Gipfel der Zivilisation ist. – Aber ist es das?

Vielleicht ist es nur ein weiteres Indiz dafür, was mit unserem Regierungssystem nicht stimmt. In der Demokratie sollte es um eine faire und gerechte Vertretung der Interessen des Volkes gehen, aber die Politik scheint zunehmend zum bevorzugten Karriereweg für Bürokraten und Opportunisten verkommen zu sein, deren Hauptaugenmerk darauf liegt, die Konkurrenz in Schach zu halten, um sich die Wiederwahl zu sichern, und nicht darauf, was für das langfristige Schicksal des Volkes das Beste ist. In der Wirtschaft und insbesondere im Finanzsektor gilt das Konzept der treuhänderischen Verantwortung, aber Politiker kommen immer noch mit haltlosen Versprechungen und leeren Behauptungen das Wohl ihrer Wähler im Sinn zu haben davon. Es besteht keine Notwendigkeit, dies objektiv zu belegen, und es gibt keine echte Rechenschaftspflicht. Das Geld der Steuerzahler wird in der Regel für kurzfristige Maßnahmen vergeudet, um die (Wieder-)Wahlchancen zu erhöhen, während alle westlichen Demokratien immer tiefer in die Schuldenfalle tappen. – Wo ist da die Nachhaltigkeit?

Zugegeben, das ist nicht wirklich etwas Neues, aber die Situation scheint immer mehr aus dem Ruder zu laufen. Die Franzosen sagen "Plus ça change, plus c'est la même chose". Wenn ich darüber, wie auch die ganze Weltverbesserungsbewegung, mit der wir heute konfrontiert sind, nachdenke, erinnert mich dies an eine der großen Pop-Ikonen der 80er Jahre, Joe Jackson, der in seinem "[Obvious song](#)" von 1991 die damals ebenfalls vorherrschende Hybris und Doppelmoral beklagte! – Für diejenigen, die sich für eine Zeitreise in die Vergangenheit entscheiden, geniessen Sie sowohl Musik & Text!

Wie immer ist dies nicht dazu gedacht, Schwarzmalerei zu verbreiten. Vielmehr möchte ich mit diesen Gedanken dazu beitragen, das Bewusstsein für dieses Thema zu schärfen und zum Nachdenken darüber anzuregen, was jeder von uns tun kann, um diesen Trends entgegenzuwirken oder zumindest darauf vorbereitet zu sein, wie sie unser Leben beeinflussen könnten. Schließlich könnten unsere Unabhängigkeit und Freiheit auf dem Spiel stehen, etwas, das wir alle gelernt haben, als selbstverständlich zu betrachten, auch wenn es das nicht ist.

Inhaltsverzeichnis:

- Das Makro-Umfeld für Investoren S. 3
- Wie ist die Lage an den Finanzmärkten? S. 10
- Was bedeutet dies für unser Fondsmanagement? S. 14
- Zum AbschlussP. 24

([Rot unterstrichene](#) Passagen sind aktive Weblinks & alle englischen Zitate von mir übersetzt!)

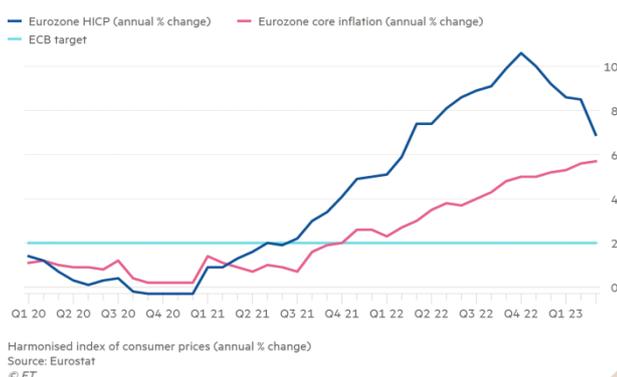


Das Makro-Umfeld für Investoren

Betrachtet man die Welt durch die politische Brille, so sind wir auf dem Weg zu dem, was viele als multipolare Welt bezeichnen und womit eine zunehmende politische (und auch wirtschaftliche) Fragmentierung einhergeht. Der russische Krieg in der Ukraine, die Vermittlung Chinas zwischen dem Iran und Saudi-Arabien, die zunehmenden Spannungen in der Straße von Taiwan und viele andere Krisenherde zeugen davon. Infolgedessen erwarten wir eine Phase wachsender internationaler Konfrontation (die tendenziell inflationär wirkt) anstelle von Kooperation (deflationär).

Zurzeit befindet sich die Weltwirtschaft in einem moderaten Abschwung, der bereits 2022 infolge des russischen Krieges in der Ukraine, Chinas Lockdown und des gleichzeitigen Anstiegs der weltweiten Inflationsraten eingesetzt hat. Letztere werden gemeinhin auf den Krieg in Russland und die daraus resultierende Störung der Rohstoffströme und -preise zurückgeführt. Wir glauben jedoch, dass dies vor allem auf die massiven fiskalischen Transferleistungen der Covid-Jahre zurückzuführen ist. Dieser Nachfrageimpuls war so stark, dass er nicht nur wachstumsfördernd wirkte, sondern auch zu einem weit verbreiteten Anstieg der Ersparnisse führte, die seit 2022 allmählich wieder freigesetzt werden. Gemeinsam mit Liefer- und Logistik-Engpässen und den (teilweise spekulativen) Anstiegen der Rohstoffpreise, ist die Erosion der Kaufkraft dabei inzwischen für alle Wirtschaftsakteure offenkundig geworden. Insbesondere die privaten Haushalte erlernen trotz der jüngsten Entspannung bei den Energie- und Lebensmittelpreisen, die die Kaufkraft vorübergehend gestärkt haben, allmählich den Fokus von der nominalen auf die reale (d. h. inflationsbereinigte) Einkommensbetrachtung zu richten. Die Folge sind zunehmende Arbeitskämpfmaßnahmen der gewerkschaftlich organisierten Arbeitnehmer, die in ganz Europa, aber auch in den USA zu beobachten sind.

Eurozone inflation has fallen to a one-year low



[Financial Times](#), 31MÄR2023

Aber wie geht's nun weiter? – Zwar ist der Inflationsanstieg inzwischen wieder rückläufig, aber die Energiepreise scheinen ihren Tiefpunkt erreicht zu haben und die Kerninflationen bleiben hartnäckig erhöht. Gleichzeitig hält sich die Gesamtnachfrage stabiler als befürchtet und wird durch die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft, die sich positiv auf das globale Wachstum auswirkt, weiter gestützt.

Vor diesem Hintergrund haben die Zentralbanken die Leitzinsen weiter angehoben, wobei sich die Inflation im Dienstleistungsbereich als hartnäckiger erweist als die Inflation im Güterbereich.





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Die OECD, die (vielleicht im Gegensatz zum Autor dieser Zeilen) stets optimistisch ist, geht davon aus, dass das globale Wirtschaftswachstum, gemessen am realen BIP, in diesem Jahr immer noch bei 2,6% liegen wird, verglichen mit 3,2% im Jahr 2022. Auf regionaler Ebene wird erwartet, dass sich das Wachstum in der Eurozone auf 0,8% verlangsamt und im Vereinigten Königreich gar auf -0,2% sinkt und Mitte des Jahres möglicherweise sogar in eine Rezession mündet.

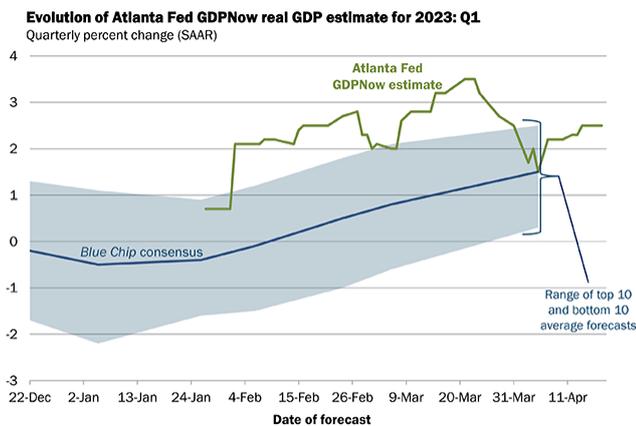
Im Gegensatz dazu und begünstigt durch die Wiedereröffnung Chinas dürfte Japans Wirtschaft 2023 um 1,4% wachsen. Für China, als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, wird nach 3% im Jahr 2022 mit einem Wachstum von 5% für 2023 gerechnet. Dies wird den globalen Handelspartnern Auftrieb geben, wobei die Auswirkungen in der asiatisch-pazifischen Region am stärksten sein dürften.



Bloomberg, [Points of Return](#), 19APR2023

Und in den USA deuten die GDPNow-Schätzungen der Atlanta Fed auf ein reales BIP-Wachstum von 2,5% hin. Der Chart nebenan zeigt auch, dass diese Schätzungen durchweg über dem Niveau liegen, das vom (privatwirtschaftlichen) Konsens prognostiziert wird.

Das erste Drittel des Jahres 2023 deutet somit darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Wachstumsdynamik zwar verlangsamt, wir aber bislang eine Rezession vermeiden konnten, was die Geldpolitik vor ein Dilemma stellt.



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

[Atlanta Fed GDPNow](#), 18APR2023

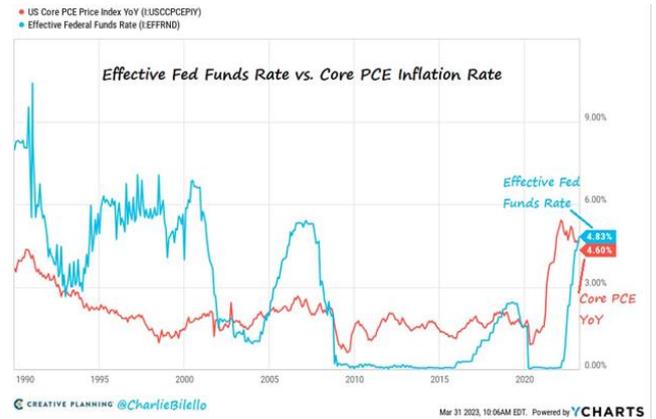
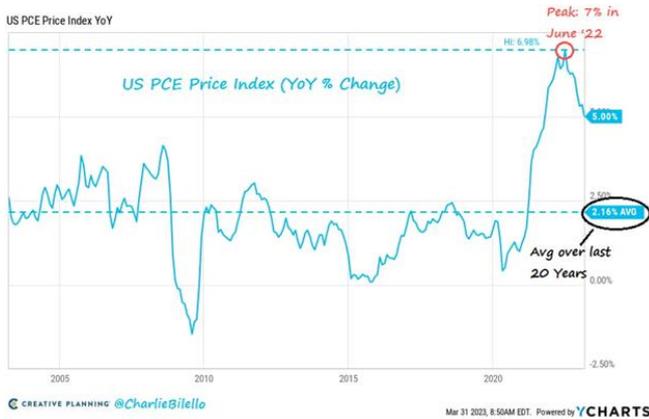
Schließlich scheinen die Zentralbanken der Ansicht zu sein, dass nur eine starke Verlangsamung der Gesamtnachfrage (also eine Rezession) die Inflationsraten wieder in gewohnte Bahnen lenken wird. Für Anleger sollte dies eine wichtige Erkenntnis sein, da bisher weitgehend die Erwartung vorherrscht, dass die Zentralbanken bald von ihrem derzeitigen Zinserhöhungspfad abweichen und die Zinsen wieder senken werden.

Aber ist das realistisch?



Incrementum All Seasons Fund

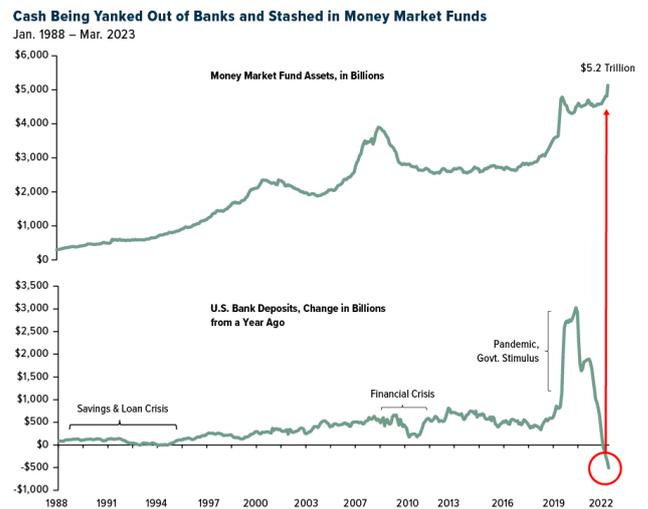
– in pursuit of real returns –



The Week in Charts, [Bilello.Blog](#), 7APR2023

Betrachtet man die Frage aus dem Blickwinkel der USA, so hat die PCE-Inflation im aktuellen Zyklus alle früheren zyklischen Höchststände hinter sich gelassen und ist nach wie vor viel zu hoch für den heiligen Gral des von der Zentralbank sanktionierten Inflationsziels von 2%. Die Fed Funds-Rate wurde in den letzten 14 Monaten auf ein Rekordniveau angehoben, holt aber erst jetzt die Kerninflation der Verbraucherpreise (CPI) ein. Dabei hat der rasche Anstieg der Finanzierungskosten bereits erste Risse im Finanzsystem verursacht. Unter dem Druck von schätzungsweise 620 Mrd. USD an nicht realisierten Verlusten mussten die US-Behörden im März den Zusammenbruch von zwei großen Banken, der Silicon Valley Bank (SVB) und der Signature Bank, verkraften, was zu einem erheblichen Vertrauensverlust bei den Einlegern führte.

In der Folge sind Mittel von vermeintlich schwächeren (meist kleineren und regionalen) Banken zu größeren und als sicherer geltenden Instituten geflossen. Darüber hinaus – und das ist vielleicht noch wichtiger – hat dies auch zu einem Mittelabzug aus dem gesamten Bankensystem geführt. So führte dies im März zum ersten Rückgang der Bankeinlagen im Jahresvergleich seit der Savings & Loan-Krise der 90er Jahre, welcher sich auf 500 Mrd. USD belief. Die Gelder, die aus dem Bankensystem abgezogen wurden, flossen in Staatsanleihen und Geldmarktfonds, die nicht nur mehr Sicherheit, sondern auch höhere Renditen bieten.



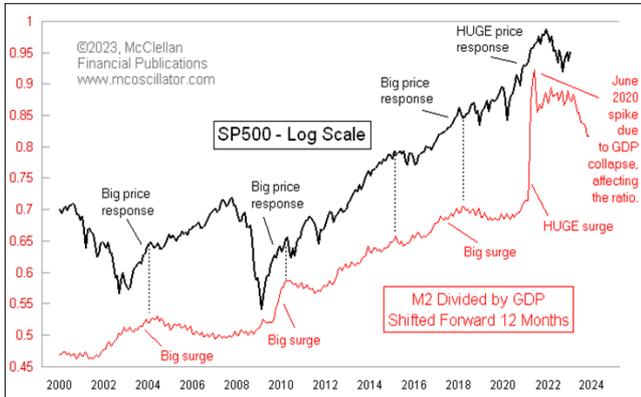
Source: ICI, Federal Reserve, Bloomberg, U.S. Global Investors
U.S. Global Investors, [Investor Alert](#), 31MÄR2023





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



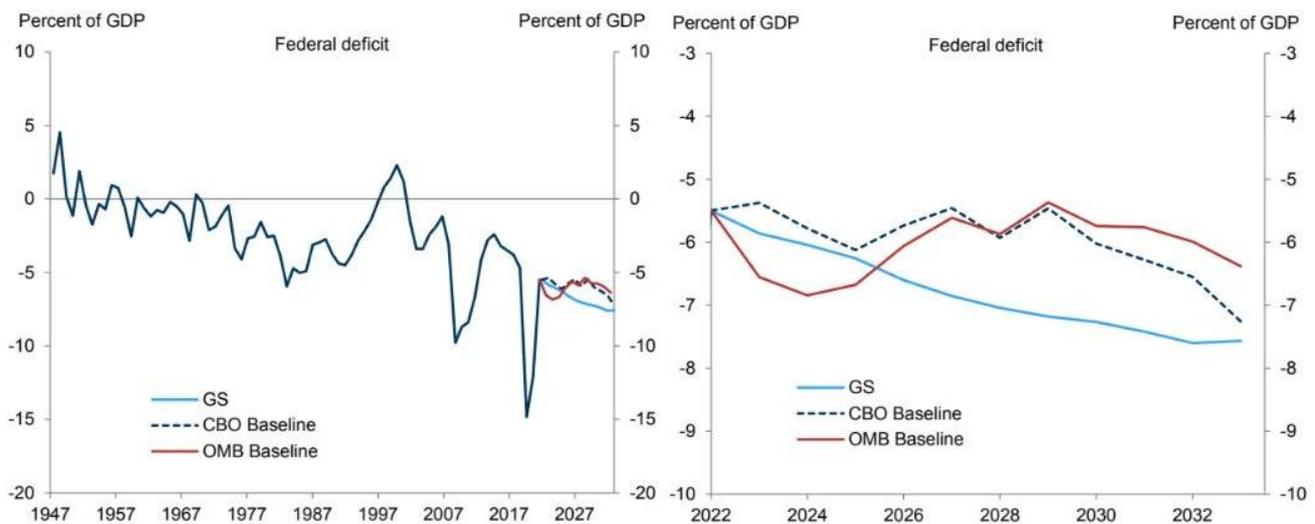
McClellan [Chart In Focus](#), 23DEZ2022

Diese Abflüsse werden die Probleme kleinerer Banken, die aufgrund von nicht realisierten Anleihekurs- und Kreditverlusten ohnehin schon mit einem Liquiditätsengpass zu kämpfen hatten, nur noch verstärken. In der Folge werden Banken restriktiver bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor werden, was wachstumsdämpfend wirkt sowie den Rückgang der Geldmengenaggregate weiter beschleunigt.

Die Anleger setzen nun erfahrungsgemäß darauf, dass die Fed ihre Geldpolitik bald umstellen wird, um eine Rezession zu vermeiden. Aber hier ist es m.E. wichtig zu verstehen, dass die Fed genau eine solche Rezession für notwendig hält, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen, nämlich mittels reduzierter Nachfrage und höherer Arbeitslosigkeit, auch wenn sie dies niemals zugeben würde. – Und nur um das klarzustellen: Unser Argument ist nicht, dass die Fed die Zinsen so lange hochhalten wird, bis die Inflation wieder unter 2% liegt, unabhängig davon, was in der Wirtschaft oder im Finanzsystem passiert. Aber sie wird die Grenzen der Belastbarkeit austesten und die Zinsen erst dann wieder deutlich senken, wenn sie sich gezwungen sieht dies zu tun, um die Integrität und Stabilität des gesamten Systems zu wahren.

Was erhöhte Zinssätze (nicht nur) für die (US-)Wirtschaft, sondern für alle Länder mit hoher Verschuldung bedeuten, ist in den nachstehenden Grafiken übersichtlich dargestellt:

Exhibit 1: The Federal Deficit Will Continue to Expand



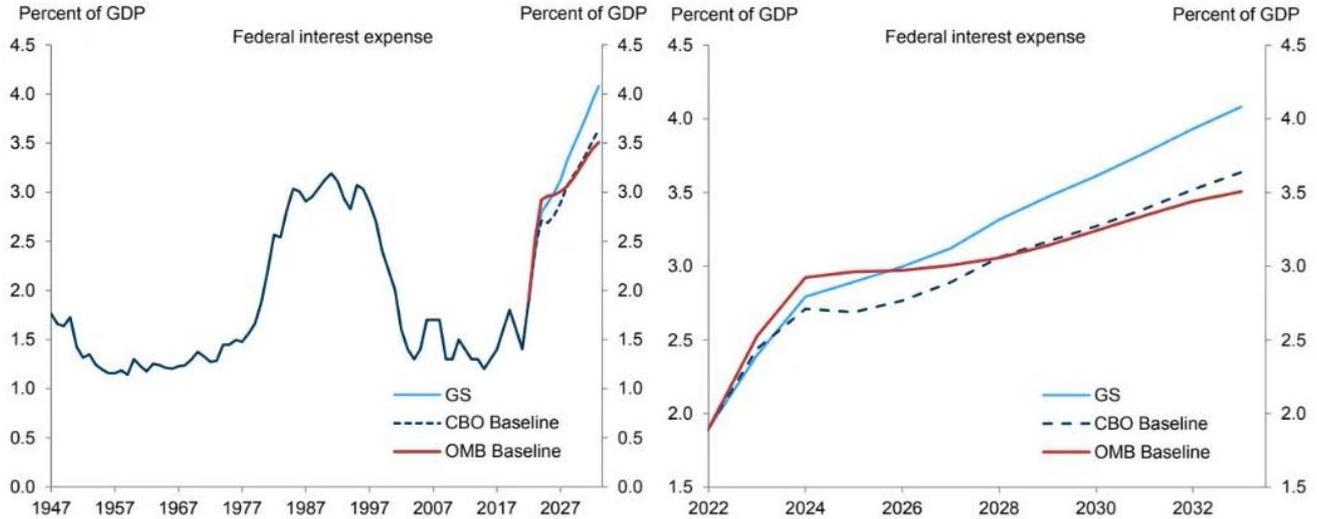
Source: Congressional Budget Office, Office of Management and Budget, Goldman Sachs Global Investment Research



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Exhibit 2: Interest Expense on the Rise



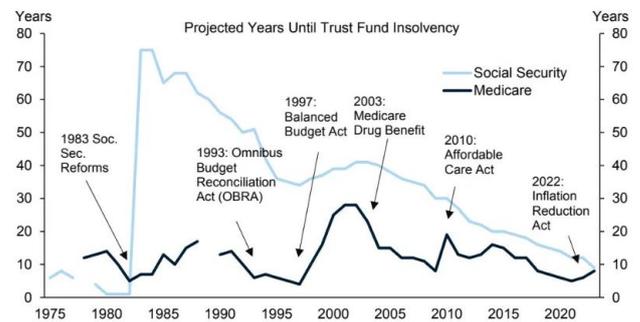
Source: Congressional Budget Office, Office of Management and Budget, Goldman Sachs Global Investment Research

[M'tourist Private Feed Recap](#), 21APR2023

Die Staatsverschuldung wird weiter steigen, da die Zinsausgaben in die Höhe schnellen und nicht durch geplante, geschweige denn tatsächliche Einsparungen ausgeglichen werden. Tatsächlich setzen die meisten westlichen Regierungen immer noch auf fiskalische Anreize wie das US-Inflationsbekämpfungsgesetz oder die europäischen Ausgaben für die grüne Energiewende. Diese werden weitestgehend fremdfinanziert. Gleichzeitig führen höhere Zinssätze für Staatsschulden allerdings auch dazu, dass mehr Geld vom Staat in den privaten Sektor fließt, was (zumindest teilweise) dazu beiträgt, die Kreditverknappung im privaten Sektor auszugleichen.

Schlussendlich unterscheidet sich dieser Zyklus von früheren durch die Dominanz der Finanzpolitik. Westliche Regierungen geben (geliehenes) Geld für den Klimawandel und den Aufbau einer besseren Gesellschaft aus, was zusätzliche Nachfrage in der Realwirtschaft schafft. Unabhängig davon, ob die Mittel vom Privatsektor / den Banken geliehen oder über die Aufzehrung des Treuhandfonds der Sozialversicherung künftigen Generationen entzogen werden, ist der Effekt derselbe.

Exhibit 16: Dwindling Trust Fund Balances Could Lead To Medium-Term Entitlement Reforms



Source: Social Security Administration, Department of Health and Human Services, Congressional Research Service, Goldman Sachs Global Investment Research

[M'tourist Private Feed Recap](#), 21APR2023





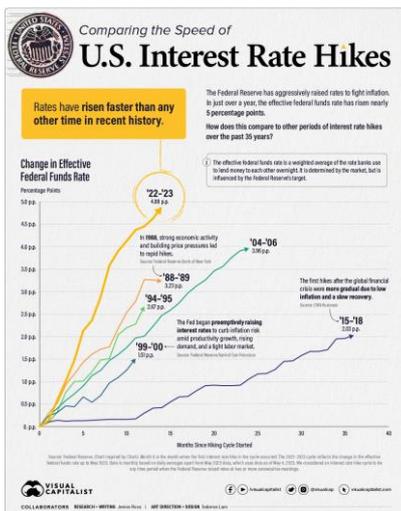
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

In diesen Zusammenhang passt auch, dass die weltweiten Militärausgaben nach Angaben des Stockholmer Internationalen Friedensforschungsinstituts in diesem Jahr voraussichtlich einen neuen Rekord von 2,24 Billionen US-Dollar erreichen werden, wie das WSJ berichtet. *"Wie üblich trug Uncle Sam mehr als seinen gerechten Anteil zu dieser Summe bei, da das US-Militär 877 Milliarden Dollar ausgab, was 39% der weltweiten Gesamtsumme entspricht. Allerdings stiegen diese Ausgaben im Vergleich zum Vorjahr nur um 0,7%. In Anbetracht des Krieges in der Ukraine überrascht es nicht, dass die europäischen Militärausgaben um 13% auf 345 Mrd. USD stiegen, was die höchste Wachstumsrate auf dem alten Kontinent seit dem Ende des Kalten Krieges darstellt. China seinerseits erhöhte seine Rüstungsausgaben auf 292 Mrd. \$, was einem Anstieg von 4,2% gegenüber 2021 entspricht."* (ADG, 24APR2023)

Zum einen sind wir also endgültig im Zeitalter der fiskalischen Verantwortungslosigkeit angekommen, zum anderen ist aber auch die Ära der billigen Arbeitskräfte vorüber. In Anbetracht der alternden Bevölkerung und allgemeinen demografischen Entwicklung wird dieser Einfluss zunehmend stärker spürbar werden. Auch dies deutet im Vergleich zu den vergangenen Jahrzehnten auf strukturell veränderte Inflationsaussichten hin. Darüber hinaus ist das makroökonomische Bild heute mit weiteren Risiken behaftet, wie z.B. dem Ende des langfristigen Schuldenzyklus. Während eines generationenlangen Rückgangs der nominalen Zinssätze ist der Schuldenstand (plus ungedeckter Zahlungsverpflichtungen) stark gewachsen und tut dies mit beschleunigtem Tempo, was das Wirtschaftswachstum bremst und die Zinsen in die Höhe treibt. Wie werden wir mit diesen Schulden umgehen?

Hier gibt es zwei Möglichkeiten, die m.M.n. in dieser Reihenfolge angewandt werden. Erst einmal wird man versuchen die reale Schuldenlast durch eine über den nominalen Zinsen liegende Geldentwertung weg zu inflationieren. Und wenn dies aus dem Ruder läuft, ist schlussendlich wohl mit einer Umstrukturierung der Staatsschulden zu rechnen. Aus diesem Grund erwarten wir bei Incrementum ein inflationäres Jahrzehnt, wenn auch mit erheblichen Schwankungen in der Veränderungsrate.



Visual Capitalist, 7MAI2023

Current Activity Diffusion Index

United States: Philly Fed Manufacturing Business Outlook (percent balance)



David Rosenberg, @EconguayRosie, Twitter, 16MÄR2023



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Kurzfristig bremsen jedoch höhere Zinsen und eine gestiegene Inflation die Wirtschaft, da niemand eine ernsthafte Chance hatte, sich auf den Zinsschock der letzten 15 Monate vorzubereiten... - und die Folgen werden in der gesamten Wirtschaft und im Finanzsektor nachhallen.

Die gute Nachricht ist, dass dies kurzfristig das Inflationswachstum dämpfen wird. Die schlechte Nachricht ist, dass dies einmal mehr die Anfälligkeit des gesamten Systems offenlegen wird.

Persönlich halte ich dies nicht für ein Umfeld, welches eine erneute Hausse an den Finanzmärkten initiieren wird, und dies drückt sich auch in unseren Positionierungen aus.



Wie ist die Lage an den Finanzmärkten?

Wenn ich die Lage an den Finanzmärkten betrachte, gab es selten eine Zeit größerer Verwirrung unter professionellen Marktbeobachtern und Anlegern. Die wirtschaftlichen Aussichten allein scheinen schon schwierig genug zu sein, aber es gibt auch sehr unterschiedliche Ansichten darüber, wohin sich die Märkte bewegen. Wann werden die Zentralbanken mit ihren Zinserhöhungen zum Ende kommen und wann werden sie die Geldpolitik wieder lockern? – Wie werden die langfristigen Renditen darauf reagieren? – Werden wir eine Rezession und damit eine Ausweitung der Risikoprämien erleben oder eine weiche Landung? – Wird sich der USD weiter abschwächen oder werden die Anleger den Dollar weiter als sicheren Hafen ansehen? – Die Ansichten sind so unterschiedlich wie auch gut begründet...

Persönlich bin ich davon überzeugt, dass die Finanzmärkte gerade das Echo der letzten Hausse erleben. Die Vergangenheit hat die Anleger gelehrt, dass die Zentralbanken in Zeiten von Finanzmarktstress immer umschwenken, und in Erwartung dessen haben sich die Anleihemärkte in letzter Zeit überraschend stark entwickelt, insbesondere US-Staatsanleihen, deren 10-jährige Rendite seit ihrem Höchststand im Oktober um fast 1% gefallen ist.

Dies steht in krassem Gegensatz zum Anstieg der Credit-Default-Swaps (CDS), die angesichts der Verhandlungen über die US-Schuldenobergrenze deutlich anziehen. CDS-Preise sind ein Maß für die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls der zugrunde liegenden Wertpapiere (hier US-Staatsanleihen). Diese befinden sich inzwischen schon wieder auf dem Niveau der EU-Staatsschuldenkrise, sind aber vom GFC-Niveau noch ein gutes Stück entfernt.



US Credit Default Swaps, Bloomberg

Dennoch sind die US-Renditen in letzter Zeit gesunken, d.h. die Anleihekurse wurden nach oben getrieben. Normalerweise lässt dies darauf schließen, dass die Anleger nach einem sicheren Hafen suchen, indem sie in die Sicherheit von Staatsanleihen flüchten. Dies tun sie üblicherweise in Erwartung einer (inflation-dämpfenden) Rezession. Gleichzeitig sind die Aktienmärkte jedoch wieder gestiegen, was im Gegensatz dazu die Erwartung einer wieder anziehenden Wirtschaft widerspiegelt.

Aber tut es das wirklich?

Sicher, die Aktienmärkte sind seit Oktober wieder gestiegen, und nirgendwo ist dies deutlicher zu sehen als bei den Technologiewerten, die infolgedessen in diesem Jahr einen Höhenflug erlebt haben, der an die große Blase von 2020/21 erinnert.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

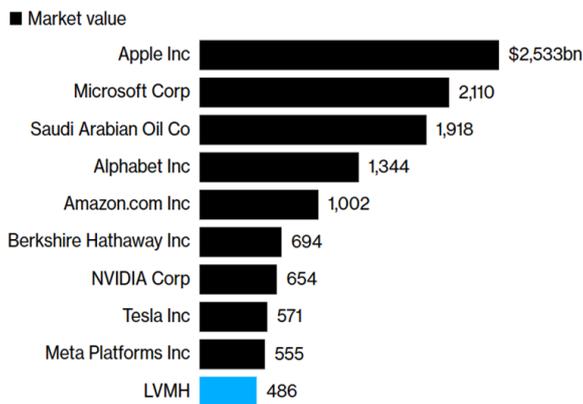
Der NYSE FANG+ Index stieg beispielsweise von knapp über 2000 Ende 2018 auf 8000 Anfang 2022, um dann bis Oktober letzten Jahres wieder auf 4100 zurückzufallen. Die anschließende Erholung führte den Index in der vergangenen Woche wieder auf ein Niveau von 6200, was einem Anstieg von 50% gegenüber den Tiefstständen im Oktober entspricht. – Wie ist das möglich?



investing.com (26APR2023)

LVMH Becomes Only European Stock to Join World Top 10

Luxury maker's market value approaching \$500 billion



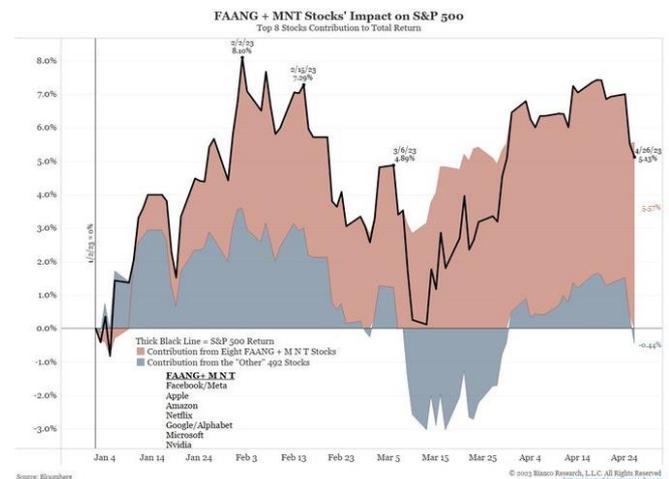
Bloomberg, 18APR2023

Tatsächlich klammern sich Anleger im Anfangsstadium eines Bärenmarktes oft an das, was sie kennen. Und zu wenige Anleger scheinen sich heute an eine Zeit erinnern zu können, in der Mega-Tech-Aktien nicht ablieferten, weshalb sie nach wie vor die Top-10-Liste der Aktien weltweit anführen und inmitten wachsender Unsicherheit über die Marktaussichten als sichere Häfen gelten. Es spricht Bände über das vergangene Investitionsregime, dass sie dies fast unabhängig von den Bewertungen getan haben...

Eine weitere Möglichkeit, die aktuelle Anlegerstimmung zu verdeutlichen, ist die Betrachtung des Performancebeitrags der ursprünglichen FAANG (Facebook/Meta, Apple, Amazon, Netflix, Google/Alphabet) plus MNT (Microsoft, Nvidia, Tesla) zum S&P 500 im Vergleich zu den übrigen 492 Aktien. "Was ist also die Botschaft des Aktienmarktes?"

* Die Wirtschaft läuft gut, da der Aktienmarkt nach 4 Monaten um über 5% gestiegen ist.

* Der wirtschaftliche Ausblick ist fragwürdig, da die "übrigen 492" Aktien den S&P 500 in diesem Jahr wie im letzten Jahr wieder nach unten ziehen." (Jim Bianco)



@biancoresearch, Twitter, 27APR2023



Zweifellos hat Jim diese Frage rhetorisch gemeint... - Die Anleger sind auf der Suche nach sicheren Häfen, seien es Staatsanleihen oder die US-Tech-Giganten. Sie tun dies jedoch ohne Rücksicht auf die Bewertungen. Am deutlichsten wird dies bei den sicheren Häfen für Aktien, wo allein Apple und Microsoft eine Marktkapitalisierung von 5 Billionen Dollar aufweisen und mit dem 7-fachen bzw. 11-fachen des Umsatzes gehandelt werden. Das ist sehr teuer, selbst für quasi-monopolistische Unternehmen. Keiner hat dies besser in die richtige Perspektive gerückt als [Sun Microsystems' Scott McNealy](#).

Ist es also möglich, dass sich die Rally der Mega-Cap-Technologiewerte fortsetzt? Sicher, alles ist möglich! Das habe ich in 30 Jahren professioneller Anlagetätigkeit gelernt. Ebenso habe ich gelernt, dass die Vorstellung rationaler Märkte und Wirtschaftsteilnehmer ein Märchen ist, das man an der Universität erzählt bekommt. Es spiegelt ein theoretisches Konzept wider, das auf den ersten Blick so viel Sinn ergibt - und doch wenig mit der Realität zu tun hat.



Source: [Hedgeye](#)

Und wenn man erlebt, wie die Aktie von Meta (alias Facebook) innerhalb von 6 Monaten um 170% steigt sowie an dem Tag, an dem im Bericht über das 1. Quartal ein Umsatzwachstum von 3% (NOMINAL!) sowie die Einführung von KI in seinen Apps und Geschäftsbereichen bekannt gegeben wird, um 15% in die Höhe schnellte, kann ich mich des Eindrucks nicht erwehren, dass die Anleger nichts gelernt haben.

Deshalb bin ich persönlich überzeugt, dass die Aktienmärkte sich in einer Echo-Blase befinden, die irgendwann platzen wird, und dass Technologie- und Wachstumsaktien eine längere Phase der Konsolidierung und Kurskorrekturen erleben werden, die sie letztlich wieder in Einklang mit den allgemeinen Aktienmarktbewertungen bringen werden. Ich bin auch davon überzeugt, dass Value- und Substanzwerte in einen neuen Bullenmarkt eingetreten sind, der sich über viele Jahre hinweg entfalten wird. Aber da es auch dafür keine Garantien gibt, überprüfe ich ständig meine eigenen Annahmen und frage mich, wo ich vielleicht falsch liege. Aber ich habe noch keine überzeugenden Argumente gefunden, die mich von dieser Einschätzung abbringen.

Erlauben Sie mir hier aus dem hervorragenden [Market Intelligence Report](#) von Larry Jeddloh von der TIS Group zu zitieren, der am 26APR2023 veröffentlicht wurde: *“Ein Datenpunkt tauchte heute auf Twitter auf, als Tommy Thornton berichtete, dass laut Goldman Sachs ihre Hedge-Fonds-Kunden brutto zu 188% und netto zu 51% long sind. Die Bruttoposition liegt im 98. Perzentil in der Geschichte des Indikators.*



Es ist kaum zu glauben, dass US-Aktien eine Rezession eingepreist haben, wenn die Aktienquote so hoch ist. Es ist auch nur schwer zu glauben, dass Investoren bearish sind, wenn die Marktkapitalisierung der NASDAQ-Aktien immer noch etwa 15 Billionen Dollar beträgt. Den Stau bei den Tech-Mega-Caps haben wir schon einmal erlebt, zuletzt Anfang 2000, kurz vor dem Platzen der Dot-Com-Blase, als die Fed die Liquidität aus dem Diskontfenster abzog. Hohe Tech-Bewertungen, enorme Marktkapitalisierung und eine Fed, die Liquidität abzieht – kommt Ihnen das bekannt vor?”

Warum ist dies für europäische Anleger so wichtig, mögen Sie sich fragen? – Weil der US-Aktienmarkt, der ca. zwei Drittel der weltweiten Aktienkapitalisierung ausmacht, der Hund ist und der Rest der Welt der Schwanz. Und gerade vor dem Hintergrund der Dominanz des passiven Investierens ist es weiterhin der Hund, der mit dem Schwanz wedelt...



Source: [Hedgeye](#)

Letztendlich ist es genau das, was das Investieren so herausfordernd und schwierig macht. Denn gerade in Marktkorrekturphasen muss man sorgfältig seine eigenen Ansichten darüber entwickeln, was wert ist, gehalten zu werden, und man darf sich dabei nicht von kurzfristigen Schwankungen abschrecken lassen. Sowohl die Finanzmärkte als auch die Wirtschaft können ziemlich verwirrend sein, und da niemand eine Kristallkugel hat, mit der man die Zukunft voraussehen kann, handeln wir immer unter dem Vorzeichen von Ungewissheit. Alles, was wir als Anleger tun können, ist, uns an unsere Prozesse zu halten, taktisch vorzugehen, aufmerksam und vor allem sehr geduldig zu sein, um so die unvermeidlichen Frustrationsphasen zu überstehen und die sich letztlich bietenden Chancen zu nutzen.



Was bedeutet dies für unser Fondsmanagement?

Natürlich gäbe es noch viel mehr zum vorgenannten Thema zu sagen, aber es ist wohl an der Zeit, diese Ausgabe der **Seasonal Reflections** fertigzustellen. Schließlich habe ich den vorherigen Artikel in den zwei Wochen während meiner Geschäftsreise nach Asien verfasst, während der ich viele **IASF**-Investoren in der Region getroffen habe. Es war meine erste Reise seit dreieinhalb Jahren, und ich habe es sehr genossen, einige meiner Leser persönlich zu treffen.

Lassen Sie uns also dieses Kapitel mit einigen Gedanken beginnen, die durch jüngste Fragen zum **IASF** und zu unserer Verwaltung der Anlegergelder angeregt wurden: In meiner früheren Laufbahn als Private Banker verfolgte ich bei Empfehlungen an meine Kunden grundsätzlich einen Co-Investment-Ansatz. Das daraus resultierende "Skin In The Game" sorgte für den nötigen Fokus und verstärkte das Verantwortungsbewusstsein für die mir anvertrauten Gelder. Als ich den **IASF** ins Leben rief, zögerte ich einen Moment lang, ob ich auch ein Seed-Investor werden sollte. Schließlich würde dies eine ernsthafte Konzentration meines persönlichen finanziellen Risikos bedeuten und meine Vorsorge für den Ruhestand an den Erfolg meines neuen Weges als Fondsmanager und Unternehmer binden. Letztlich war es aber nur ein Moment des Zweifels, denn ich wusste, dass ich das Fondsvermögen immer nur so verwalten kann, als wäre es mein eigenes Geld. Schließlich treffe ich dann alle Entscheidungen als Investor und nicht aus geschäftlichen Erwägungen heraus. Das macht mich nicht unbedingt zu einem besseren Fondsmanager, aber es bringt meine eigenen Interessen optimal mit denen der externen Investoren in Einklang.

Muss ich deshalb Beiträge wie diesen schreiben? – Eine Zeit lang habe ich daran gezweifelt, dass es die Zeit und die Mühe, die ich dafür aufbringe, wirklich wert ist. Aber nach den jüngsten Rückmeldungen und der wachsenden Zahl von Anfragen, wann die nächste Ausgabe erscheinen wird, die ich nicht nur während meiner Reise, sondern auch während der diesjährigen **Fonds Professionell in Mannheim** erhalten habe, weiß ich, dass es sich lohnt. Schließlich sind die **Seasonal Reflections** mein Medium, mit dem ich meine Ansichten als IASF-Fondsmanager über die Wirtschaft und die Finanzmärkte kommuniziere sowie unseren aktuellen Portfoliomanagementprozess darlege, was sowohl bestehenden als auch neuen und potenziellen Investoren zugutekommt. Und nachdem ich mehr als zwei Jahrzehnte lang solche Berichte verfasst habe, kann ich auch kaum leugnen, dass mir das Schreiben Freude bereitet und mir zudem hilft, meine Gedanken zu fokussieren, auch wenn ich mir heutzutage manchmal wünsche, dass es nicht so ein zerstückelter Prozess wäre.

Gestatten Sie mir daher, Ihnen auf den folgenden Seiten Rück- wie auch Ausblicke auf unser Portfoliomanagement zu geben. Doch bevor ich beginne, beachten Sie bitte den folgenden Hinweis:





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

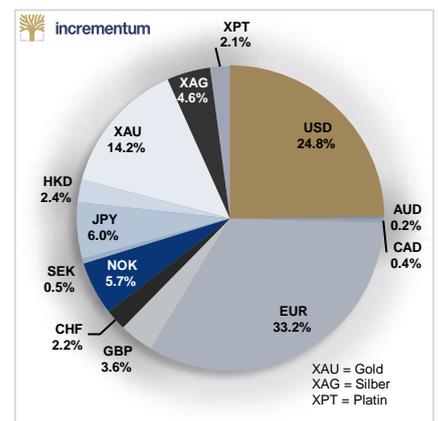
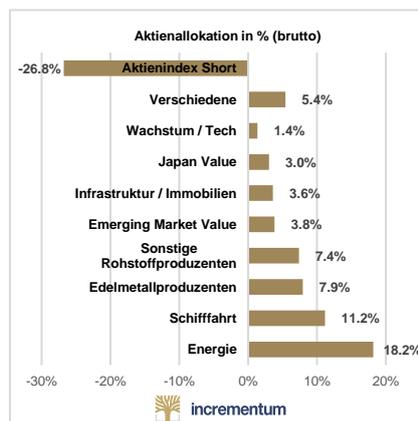
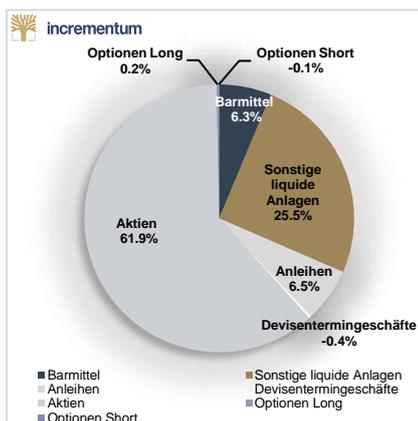


Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. Seasonal Reflections werden zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Werbung für den Kauf einzelner Wertpapiere oder des Incrementum All Seasons Fund dar. Historische Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und der Wert des Fonds kann sowohl steigen als auch fallen. Wenn Sie eine Anlageberatung wünschen, wenden Sie sich bitte an einen zugelassenen Anlageberater.

In den ersten vier Monaten des Jahres 2023 lieferte der **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** insgesamt zufriedenstellende Ergebnisse, wobei diese hauptsächlich im Januar erwirtschaftet wurden. (Bitte beachten Sie, dass dies nicht ungewöhnlich ist, da die Performanceentwicklung unregelmäßig ist, weshalb wir den langfristigen Charakter dieses Anlageinstruments betonen).

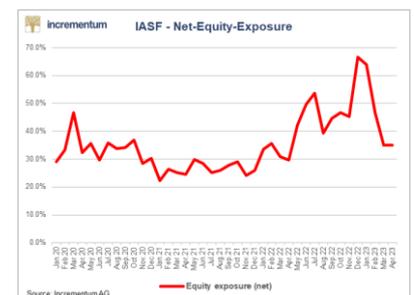
	EUR-I	EUR-R	EUR-V	CHF-I	CHF-R	USD-I
Aktueller Anteilswert:	174.67	172.98	108.66	169.90	104.91	185.32
Performance April:	-1.63%	-1.66%	-1.69%	-1.72%	-1.72%	-1.53%
Performance 2023:	5.59%	5.46%	5.34%	5.26%	4.73%	6.93%
Seit Auflegung p.a.:	15.39%	15.95%	N.A.	14.57%	N.A.	17.16%

Nach den obigen Ausführungen zum makroökonomischen Umfeld wird es den Leser kaum überraschen, dass sich unsere Allokation nicht sehr stark verändert hat.



Aber was hat sich denn seit Jahresende verändert?

Aktien sind unsere Hauptrisikoquelle und hier ist die Bruttoaktienallokation um 5% auf 62% sowie netto von 67% auf 35% gesunken, da wir unsere Aktienindex-Shorts im ersten Quartal wieder aufgebaut haben, was das oben beschriebene schwierige Makrobild widerspiegelt.

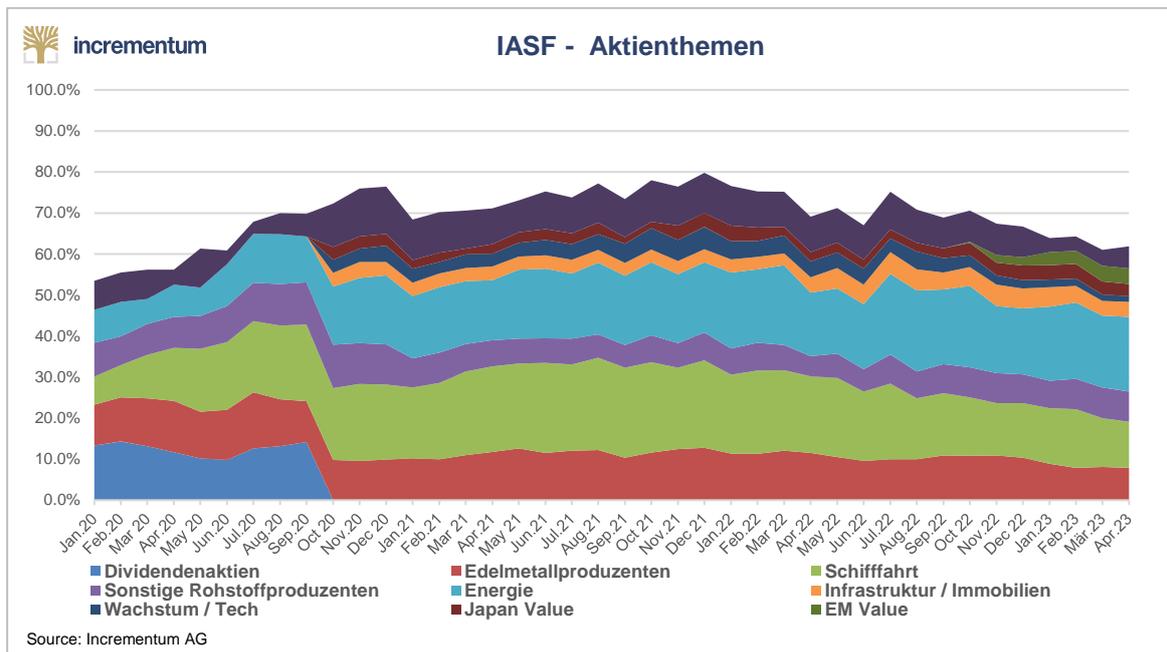




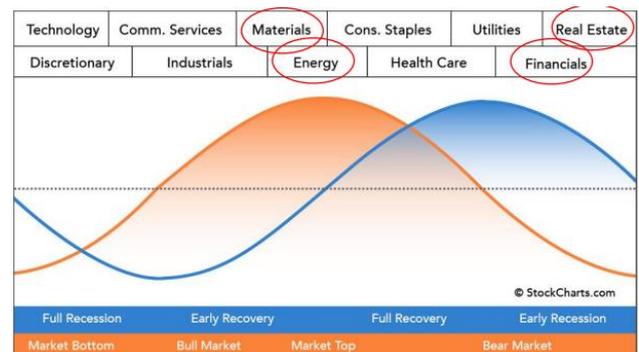
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Was unsere Anlagethemen betrifft, so war im **ENERGIE**-Sektor ein Anstieg von 2%-Punkte sowie bei den Themen **SCHIFFFAHRT** und **EDELMETALLPRODUZENTEN** jeweils ein Rückgang von 2%-Punkte zu verzeichnen. Letzteres ist auf unser Zögern zurückzuführen der jüngsten Rallye nachzujagen, und unser Gesamtengagement in Edelmetallen bleibt beträchtlich. **SONSTIGE ROHSTOFF-PRODUZENTEN**, **JAPAN VALUE** sowie **WACHSTUM / TECH** sind weitgehend unverändert gegenüber Ende 2022 gewichtet. **EMERGING MARKET VALUE** wurde um 2%-Punkte und **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** um 1%-Punkt erhöht. DAS Thema **VERSCHIEDENE** wurde um 2%-Punkte reduziert.



Das oben abgebildete Diagramm ist wichtig, da es verdeutlicht, dass sich unsere bevorzugten Anlagethemen eher graduell entwickeln und sich nicht ständig ändern. Für den Anleger ist es entscheidend zu verstehen, dass unser Anlagestil eher pragmatisch als dogmatisch ist, weshalb wir keine idealisierte Sektorallokation über den Zyklus hinweg verfolgen, wie in der Grafik rechts zu sehen ist.



Der Wellenreiter, 10MAI2023

Dabei will ich einen so gearteten Anlageansatz gar nicht bewerten. Aber persönlich bin ich davon überzeugt, dass wenn dies so funktionieren würde, es sicher entsprechen erfolgreiche Anlagestrategien hervorgebracht hätte. Wir halten den typischen Zyklus für nützlich, wenn es darum geht, unser Gesamtengagement in den wichtigsten Anlageklassen zu steuern, aber auch hier ist es immer die Value-orientierte Bottom-up-Bewertung, die unsere individuellen Entscheidungen bestimmt.

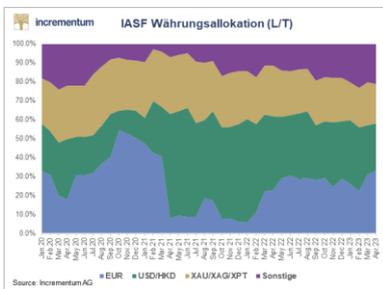




Incrementum All Seasons Fund

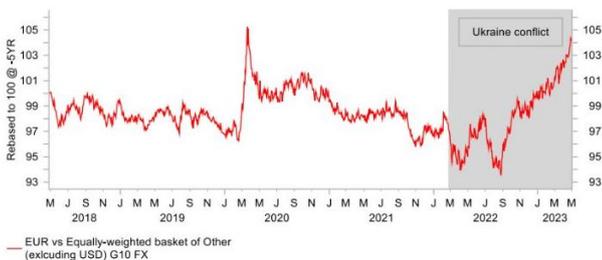
– in pursuit of real returns –

Auf der detaillierteren Ebene der Einzelinvestitionen haben wir 7 Positionen abgebaut und 13 neu eröffnet. Wir waren auch bei der Volatilitäts-Ernte zurückhaltender, aber haben dennoch in den ersten vier Monaten ca. 1% der durchschnittlichen AuM durch den Verkauf von Optionen verdient. Die Nettoeinnahmen aus Dividenden beliefen sich im selben Zeitraum auf gut 0,7%. Gleichzeitig haben wir unser Engagement in Anleihen mit einer Mischung aus kurzlaufenden EUR- und längerlaufenden USD-Unternehmensanleihen in absoluten Zahlen fast verdoppelt. Unsere Indexabsicherungen konzentrieren sich nach wie vor überwiegend auf die US-Märkte und bestehen hauptsächlich aus Nasdaq E-Minis (ca. 42% der Short-Positionen), S&P500 und Russel2000 E-Minis sowie einer kleinen DAX-Short-Futures-Position zur Absicherung unseres europäischen Aktienengagements. Darüber hinaus haben wir eine Long-Position im VIX-Index-Future aufgebaut (bis zu ca. 5%), die wir seit März aktiv handeln.



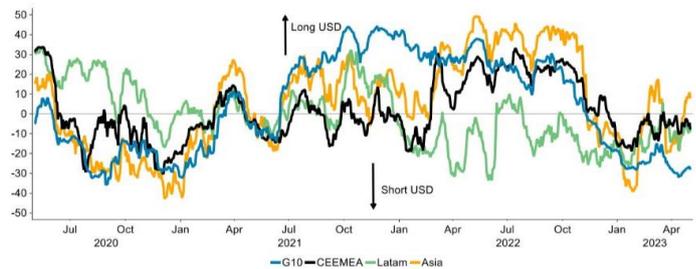
Auf der Devisenseite ist unsere EUR-Allokation seit Jahresende um 4%-Punkte und unser USD-Engagement um 1%-Punkt gesunken, während die NOK- und JPY-Allokation um jeweils 2%-Punkte anstieg. (Anfang Mai haben wir das USD-Engagement gegenüber dem EUR um 8% erhöht, da der USD seit letztem Sommer ziemlich stark gefallen ist und kurzfristig überverkauft erscheint.)

PERFORMANCE OF EUR VS. NON-USD G10 FX



Source: Bloomberg, Macrobond & MUFG GMR

Fig.2: Weighted-average FX positioning by region*



Source: BNP Paribas

[M'tourist Private Feed Recap](#), 5MAI2023

Und zu guter Letzt ist unser Gesamtengagement in Edelmetallen im Laufe dieses Jahres konstant bei knapp über 20% geblieben.

Warum gab es also nur eine allmähliche Verschiebung in der Gesamtportfolioallokation? – Nun, wie bereits erwähnt, betrachten wir uns als Investoren, und Investitionen sind immer langfristig angelegt. Und damit sollten Anleger – unter normalen Umständen – nicht mit massiven Verschiebungen der Portfolio-Allokation rechnen, da dies nicht unserem Investmentverständnis entspricht.

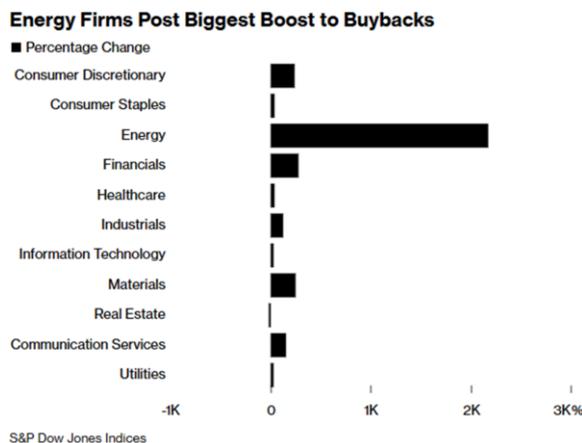


Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Ende April war **ENERGIE** unser größtes Aktienthema (18% der AuM), das von ca. 20 Einzelanlagen repräsentiert wird, und innerhalb dessen die Sektoren Öl und Gas (7%), Uran (4%) und Energy Services (7%) vertreten sind. Die gewichtete durchschnittliche 2023er Performance betrug 11% (vor Dividenden), das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) 1,5, das KGV 19 und die Dividendenrendite 2,4%.

Diese Durchschnittswerte werden durch die spätzyklischen Energy Services und die noch immer den Start eines neuen Bullmarktes erwartenden Uranwerte in die Höhe getrieben. Ein besserer Gradmesser für die Attraktivität des Sektors ist das Ausmaß der Aktienrückkäufe, die unsere These untermauern, dass der Sektor nicht den zyklischen Spielregeln folgt. Statt erhöhte Cashflows vorzugsweise in neue Produktionskapazitäten zu investieren, werden diese genutzt, um Schulden abzubauen und Distributionen an die Aktionäre zu finanzieren. Zur selben Zeit wurde die strategische Erdölreserve der USA in einem politischen Versuch, die Preise (und den Inflationsdruck) zu senken, massiv reduziert, was vorübergehend zusätzliches Angebot schuf. Sollte der Plan einer Wiederauffüllung umgesetzt werden, wird sich dieser Effekt ins Gegenteil wenden.



[Bloomberg](#), 15MÄR2023



Saxo Market Call, [Slide Deck](#), 10MAI2023

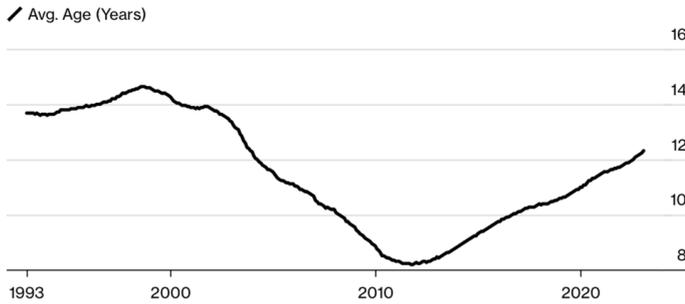
Unser **SCHIFFFAHRTS**-Engagement (11% der AuM, ca. 15 Titel, vor allem Tanker und Massengutfrachter) hat bis April 24% Performance abgeliefert. Unsere Aktienselektion handelt hier zum 1,2-fachen des Buch- sowie <0,8-fachen des Nettoinventarwerts, einem KGV von 5,6 und wirft zurzeit eine Dividendenrendite von 13% ab, was zeigt wie attraktiv dieses Segment weiterhin bewertet ist.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

The Average Age of the Global Tanker Fleet is at a 20-Year High

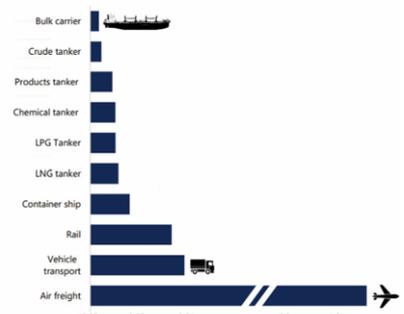


Source: Clarksons Shipping Intelligence Network

[Chartbook by Adam Tooze](#), 31MÄR2023

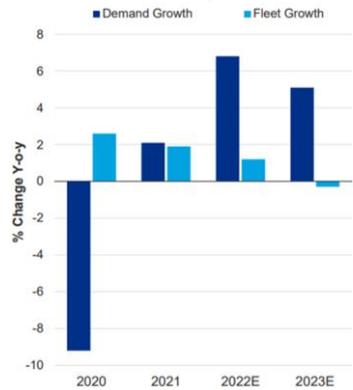
Sustainable Shipping Industry

CO2 per tonne km



Belships ASA, 3Q2021 Results Presentation

Tanker Demand Set to Outstrip Fleet Growth in 2022 / 23



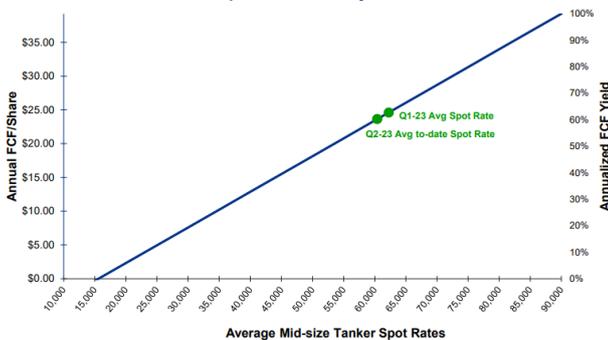
Source: Clarksons (Demand Growth);
Clarksons / Internal Estimates (Fleet Growth)

[Teekay Tanker, 2Q 2022 Präsentation](#)

Langfristig ist die **SCHIFFFAHRT** weiter ein zyklischer Sektor, der bei seinen Reinvestitionen durch die Unsicherheit hinsichtlich der Behandlung von Emissionen (auch wenn die Schifffahrt weniger umweltschädlich als Luftfracht oder Lkw-Verkehr ist) sowie politisch akzeptable neue umweltfreundliche Antriebstechnologien eingeschränkt wird. Ein Ergebnis davon ist, dass z.B. das erwartete Flottenwachstum der Tankernachfrage hinterherhinkt. Ersteres ist recht vorhersehbar, da die Auftragsbücher der Werften bereits bis Ende 2025 gefüllt sind. Die daraus resultierende Angebotsverknappung hat im vergangenen Jahr und bis ins Jahr 2023 hinein zu hohen Frachtraten geführt, die für Tanker-Reeder und -aktien äußerst profitabel waren.

Ein Beispiel für die aktuelle Bewertung von Tankeraktien liefert die Grafik unten links. Sie stammt aus der Präsentation der 1Q-Ergebnisse von Teekay Tanker (TNK) vom 11. Mai. Die Gesellschaft (Marktkapitalisierung 1,31 Mrd. USD, was ca. 75 % des NAV bei minimaler Verschuldung entspricht) meldete einen Quartalsgewinn von 4,97 USD je Aktie (zuletzt bei 39 USD gehandelt) und erwartet ein ähnliches Ergebnis für 2Q. TNK nahm die Dividendenzahlungen auf und kündigte ein Aktienrückkaufprogramm an, um die Free Cashflow (FCF)-Flut einzusetzen. Das Diagramm zeigt den annualisierten FCF (pro Aktie und FCF-Rendite) auf der Grundlage der durchschnittlichen Frachtraten in Q1 und Q2.

FCF Per Share Spot Rate Sensitivity Next 12 Months (1,2,3)



Teekay Tanker, [1Q 2023 Investor Präsentation](#)



[Teekay Tanker Aktie](#); IASF's Kaufpreis ist USD 13.67

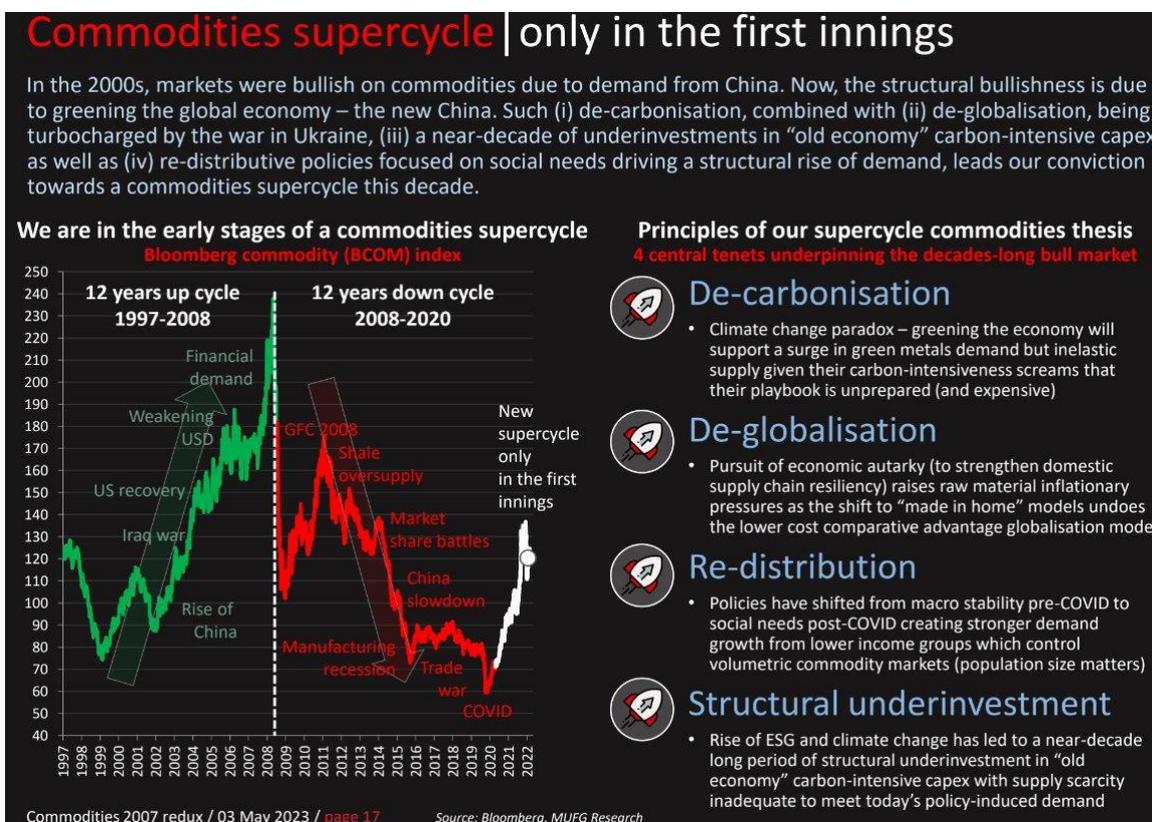


Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Tatsächlich handelt die Aktie zu annualisierten FCF-Renditen in der 50-60% Bandbreite, welche wir nur zu gern weiter für den IASF einsammeln werden, auch wenn TNK schon sehr gut gelaufen ist. – Natürlich ist dies ein extremes Beispiel, aber es spiegelt generell die Bewertungen in diesem Segment des Schifffahrtssektors wider. Zudem spricht der Sachwerte-Charakter von Schifffahrtsaktien im von uns erwarteten langfristigen Inflationsumfeld für ein anhaltendes Engagement in diesem Thema.

Unsere SONSTIGEN ROHSTOFFPRODUZENTEN (ca. 10 Unternehmen; 7% Allokation) sind in diesem Jahr um 3% gefallen und werden mit dem 1,5-fachen Buchwert, weniger als dem 8-fachen Gewinn gehandelt und bieten eine Dividendenrendite von 7%.



M'tourist Private Feed Recap, 5MAY2023

Das Argument für einen neuen Rohstoff-Superzyklus ist in der o.a. Grafik zusammengefasst; als Haupttreiber werden die Ziele zur Einschränkung des CO₂-Ausstosses, die De-Globalisierung, Umverteilung, sowie strukturelle Unterinvestments der vergangenen Jahre aufgeführt. Diese Trends machen den fundamentalen Rückenwind aus, den wir für Rohstoffproduzenten erwarten. Zusätzlich sind steigende Rohstoffpreise typisch für inflationäre Zeiten. Uns ist dabei durchaus bewusst, dass dies nicht automatisch den Produzenten zugutekommt, die nicht nur mit steigendem Kostendruck, sondern auch mit Begleitumständen wie strengerer Regulierung, teureren Projektgenehmigungsverfahren und höheren Steuern zu kämpfen haben. Die gute Nachricht ist jedoch, dass bisher wenig positive, aber viele negative Erwartungen eingepreist sind.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

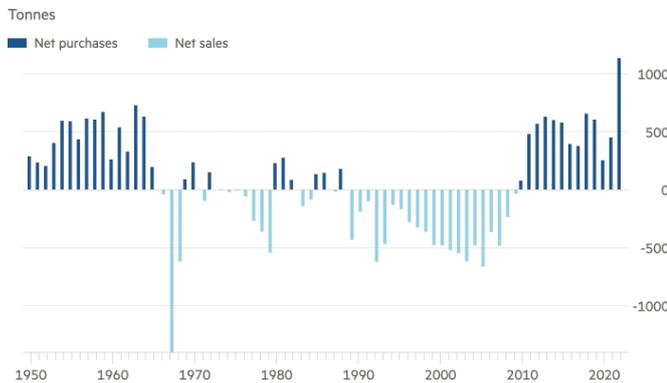
Ein kurzes Wort zu unseren **GOLD- UND EDELMETALLPRODUZENTEN**. Der Goldpreis ist zuletzt stark gestiegen und hat sich seinen Allzeithochs (in USD) genähert. Ein Grund dafür ist die Entwicklung am Anleihemarkt. Da Gold keine Rendite abwirft, wird es durch höhere Anleiherenditen weniger attraktiv. Wenn die Renditen wie in den vergangenen Monaten sinken, unterstützt dies i.d.R. den Goldpreis.



Gold (XAU) in USD, [investing.com](https://www.investing.com)

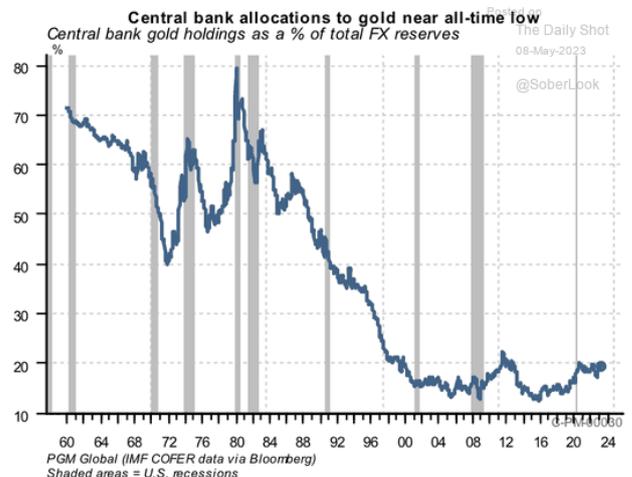
Vermutlich wird es kurzfristig jedoch noch nicht zu einem Ausbruch nach oben kommen, da das Inflationswachstum zuletzt eher rückläufig war und sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum weiter eintrüben. Da wir längerfristig jedoch weiterhin von einem nachhaltig inflationären Umfeld ausgehen, sollte der Goldpreis – nach einer kurzfristigen Konsolidierung – weiter deutlich ansteigen. Und mit dieser Einschätzung stehen wir wohl nicht allein da, denn die Zentralbanken sind aktive Käufer. Und diese Käufe werden auch deshalb anhalten, da die Goldbestände der Zentralbanken historisch weiterhin relativ tief sind.

Central bank gold purchases hit highest level on record



Sources: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council
© FT

[Financial Times](https://www.ft.com), 23APR2023

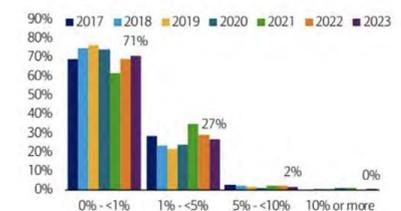


[@jessefelder](https://twitter.com/jessefelder), [Twitter](https://twitter.com/jessefelder), 9MAI2023

Wer bisher weiter geringes Interesse an Gold zeigt, sind Anlageberater und Vermögensverwalter. Dabei war eine 10% Allokation zu physischem Gold zu Beginn der 90er Jahre noch ein Standardbestandteil einer diversifizierten Vermögensallokation. Angesichts des Themas der Ent-Dollarisierung und des Fehlens einer fundamental soliden Fiat-Währungs-Alternative bin ich überzeugt, dass sich die typische Goldallokation wieder in diese Richtung bewegen wird. Angesichts des begrenzten Angebots wird dies zwangsläufig zu höheren Preisen führen.

Exhibit 60: 71% of advisors have little to no exposure in Gold (<1% of assets)

Asset allocated to gold among all book of business



Source: Wealth Management Marketing Research, BofA US Equity & US Quant Strategy
BoFA GLOBAL RESEARCH

Quelle der Grafik fehlt (urspr. Bk of Am.)





Incrementum All Seasons Fund

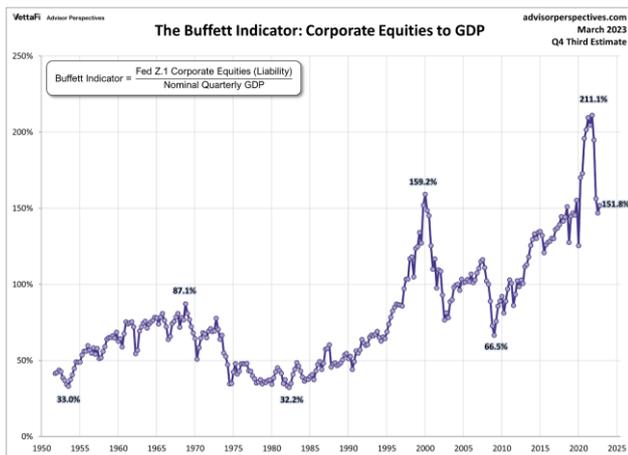
– in pursuit of real returns –

Wie immer gibt es in diesen Seiten mehr zu sagen und zu schreiben, aber es ist Zeit zum Schluss zu kommen. – Eine Grafik, die ich hier jedoch noch hervorheben möchte, zeigt die stark divergierende Gewinnentwicklung zwischen US- und globalen Unternehmen. Dies ist der Hauptgrund, warum wir unsere Short-Positionen am Aktienmarkt überwiegend auf US-Aktienindizes stützen, da wir kein glaubwürdiges Szenario sehen, in dem dieser Trend langfristig anhalten kann.



[Weekly S&P500 ChartStorm](#), Callum Thomas, 1JAN2023

Dies ist umso wichtiger, wenn man die allgemeine US-Aktienmarktbeurteilung mitberücksichtigt.



Factor	Start Date of Data	End Date of Data	Most Recent Value	Most Recent Title
Median Price to Earnings	03/31/1964	03/31/2023	24.2	Extremely Overvalued
Price to GAAP Earnings	03/31/1926	03/31/2023	23.9	Extremely Overvalued
Price to Shiller Earnings	12/31/1925	12/31/2022	27.9	Extremely Overvalued
Price to Shiller Operating Earnings	01/31/1995	03/31/2023	26.0	Moderately Overvalued
Price to Shiller Operating Earnings (GAAP Earnings Prior to 1994)	02/29/1936	03/31/2023	26.0	Extremely Overvalued
Total Market Value to Shiller Total NIPA Earnings	02/28/1957	03/31/2023	28.0	Extremely Overvalued
Total Market Value to Total NIPA Earnings	03/31/1952	03/31/2023	26.1	Extremely Overvalued
Price to Cash-Adjusted Earnings	12/31/1973	03/31/2023	18.9	Moderately Overvalued
Price to Operating Earnings	12/31/1984	03/31/2023	20.8	Moderately Overvalued
Price to Forward Earnings	02/28/1983	03/31/2023	18.0	Moderately Overvalued
Price to 4Y Trailing & 1Y Forward Earnings	02/29/1988	11/30/2022	20.7	Moderately Overvalued
Price to 1Y Trailing & 1Y Forward Earnings	02/28/1987	11/30/2022	17.8	Moderately Overvalued
Price to Sales	01/31/1972	03/31/2023	2.3	Extremely Overvalued
Price to Book	12/31/1925	03/31/2023	3.8	Extremely Overvalued
Price to Cash Flow	01/31/1967	03/31/2023	13.5	Extremely Overvalued
Dividend Yield	12/31/1925	03/31/2023	1.7	Extremely Overvalued

Shiller PE Ratio



DECILE	TOTAL RETURN BY DECILE RANGE		RETURN DECILE AVG	AVG BEGIN P/E	AVG END P/E
	FROM	TO			
1	-1.8%	3.6%	1.3%	27.0	14.8
2	3.7%	5.4%	4.7%	16.3	9.5
3	5.4%	6.5%	6.0%	17.3	12.2
4	6.5%	7.6%	7.2%	20.6	19.6
5	7.6%	8.9%	8.2%	16.4	14.2
6	9.0%	10.9%	9.6%	17.4	18.3
7	11.0%	13.4%	12.0%	15.0	20.2
8	13.7%	14.7%	14.2%	12.6	20.9
9	14.7%	16.2%	15.5%	11.2	20.7
10	16.3%	19.2%	17.2%	11.4	23.4

Notes: Total Return Includes Dividend Yield; P/E is CAPE P/E10

Copyright 2003-2023, Crestmont Research (www.CrestmontResearch.com)

[On My Radar](#), Steve Blumenthal, CMG, 7APR2023



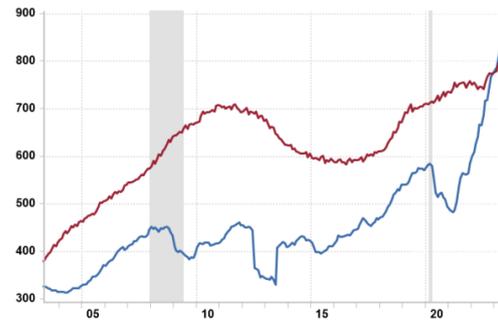
Sicher, ich habe schon erlebt, dass Überbewertungen in höheren Überbewertungen mündeten, aber wir wissen – nicht nur intuitiv, sondern aus Erfahrung – dass *“Wenn etwas nicht weitergehen kann, dann wird es stoppen.”* [Stein's Gesetz](#) wurde 1986 in Bezug auf die Unfähigkeit wirtschaftlicher Trends sich ewig fortzusetzen geprägt und seine Gültigkeit in Bezug auf den Schuldenzyklus der westlichen Welt steht noch vor einer Abschlussprüfung. Alle mir vorliegenden Hinweise deuten darauf hin, dass es sich auch dabei als unwiderlegbar erweisen wird.

Zuletzt verbreiteten sich die Kommentare von Investor Stan Druckenmiller anlässlich der Sohn 2023 Konferenz viral auf Twitter, und ich denke es ist es wert seine Bemerkungen zu Vermögensblasen (@Stephen_Geiger, [hier](#)) oder den Problemen von ungedeckten Sozialversicherungs- und Rentenansprüchen ([here](#)) anzuhören. Zweifellos sind dies überzeugende Argumente, aber wie sich dies letztlich entwickeln wird, bleibt abzuwarten. Für uns ist klar, dass die globalen Finanzmärkte unter einem neuen Paradigma stehen: Nach 3 Jahrzehnten sinkender Inflation und zunehmend lockerer Geldpolitik, die schließlich in ZIRP (Zero Interest Rate Policy) und sogar NIRP (Negative Interest Rate Policy) endete, wobei die Zentralbanken auch noch Staatsschulden monetarisierten, sind wir nun in eine Phase längerfristiger Inflation eingetreten, die mit steigenden Nominalzinsen und einer strafferen Geldpolitik einhergeht. Und da die Nominalzinsen, genauer gesagt der risikofreie Zinssatz, für die Bewertung von Wertpapieren ausschlaggebend sind, wird dies zwangsläufig zu einer Korrektur der Bewertung von Wertpapieren mit langer Duration führen, egal ob es sich um Anleihen oder Aktien handelt, ein Prozess, der meiner Meinung nach gerade erst begonnen hat.

Dies erfordert einen weitaus taktischeren Investitionsansatz als die "Buy-(the dip-)and-hold"-Strategien, die in den letzten Jahrzehnten so gut funktioniert haben.

CHART 1: National Defense Spending & Interest Paid on Public Debt

United States
(red line: national defense spending; 12-month moving total; \$ billions)
(blue line: interest paid on public debt; 12-month moving total; \$ billions)



Shading indicates recession
Source: Haver Analytics, Rosenberg Research

Haymaker, [Friday Highlight Reel – Edition #12](#), 12MAI2023





ZUM ABSCHLUSS: DIES IST KEINE ANLAGEBERATUNG!

Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** muss ich die Leser darauf hinweisen, dass alle in diesem Bericht geäußerten **Ansichten, insbesondere zu einzelnen Anlagen oder der Anlagestrategie des Fonds, voreingenommen und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann weder ich noch die Incrementum AG für die Richtigkeit der hier gemachten Aussagen eintreten. Seasonal Reflections werden nur an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und dürfen nicht als Versuch gesehen werden, für eine Investition in einzelne Wertpapiere oder in den IASF zu werben. Wenn Sie also Anlageideen oder Ratschläge suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und seien Sie daran erinnert, dass vergangene Wertentwicklung keine Garantie für zukünftige Erträge ist und dass alle Investitionen ein Risiko beinhalten, einschließlich des Kapitalverlusts.**

Wie üblich möchte ich diese Seiten mit einem aktualisierten Diagramm zur Vermögensentwicklung des **IASF** abschließen, die in diesem Jahr um über 60% auf 170 Mio. EUR gestiegen ist. In Gesprächen wurde ich zuletzt häufig gefragt, ob die Höhe der Mittelzuflüsse Auswirkungen auf die Umsetzung unseres Anlagekonzepts hat. Dies ist bislang nicht der Fall, und ich erwarte nicht, dass sich das in näherer Zukunft ändert. Aber wir werden dies natürlich beobachten und unsere Anleger über entsprechende neue Erkenntnisse diesbezüglich umgehend informieren.



Schaaner Wiesen, HGS' Foto, 13.MAI.2023

Und mit einem passenden Jahreszeitenbild, welches zuletzt bei einem Spaziergang durch die Schaaner Wiesen gemacht wurde und den nass-kühlen Frühling zeigt, möchte ich diese Ausgabe der **Seasonal Reflections** nun abschließen. Wie immer freue ich mich über Rückmeldungen unserer Leserinnen und Leser **per E-Mail** und danke Ihnen allen für Ihr Interesse und unseren Investoren für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung.

Herzliche Grüße aus Schaan, Liechtenstein,

Hans G. Schiefen

=====

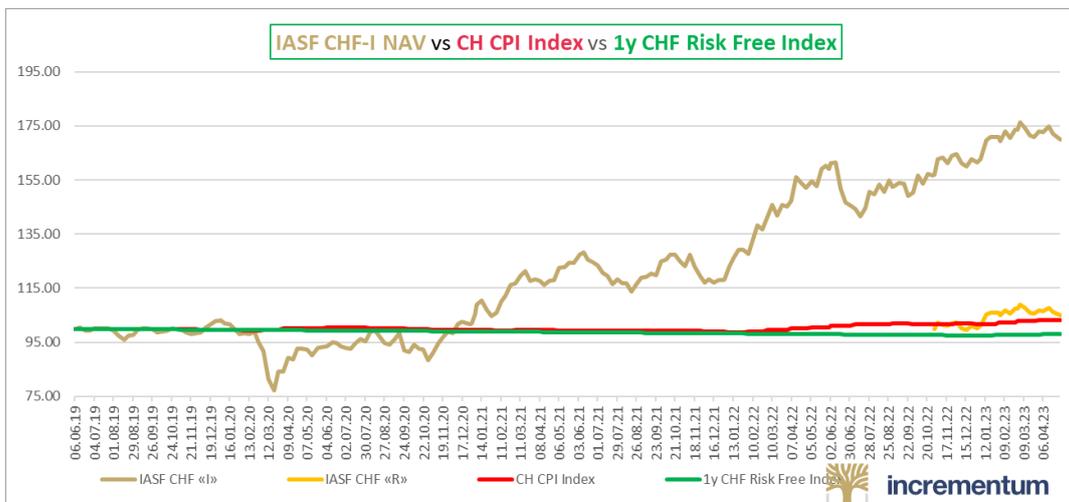
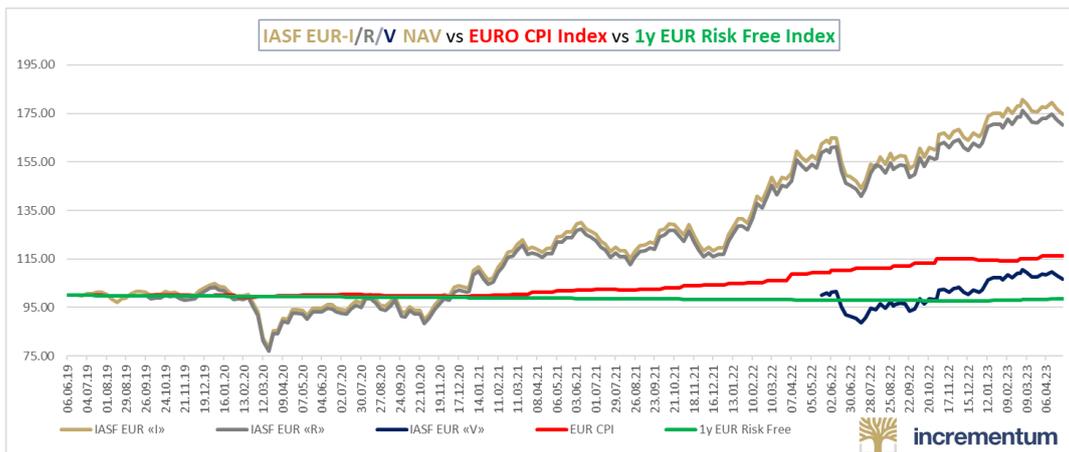
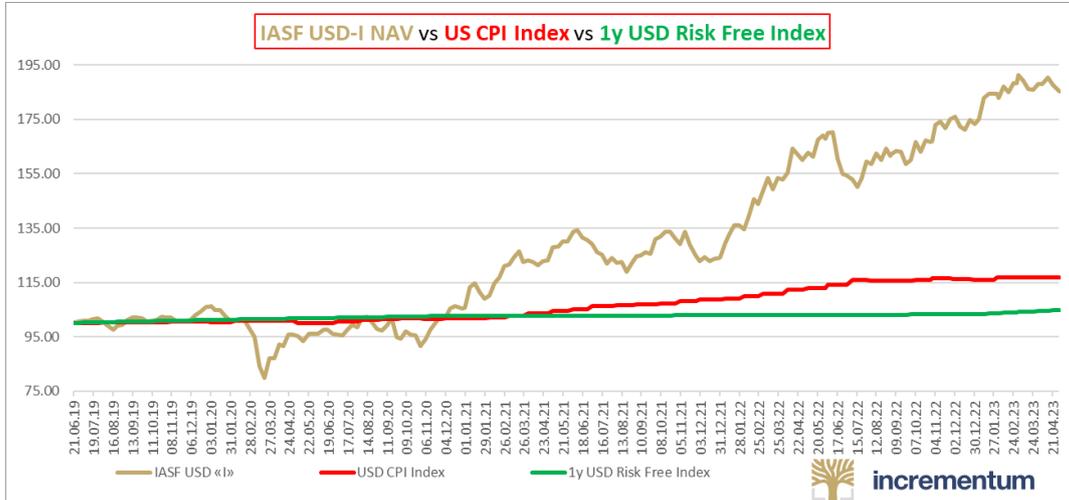
Hans G. Schiefen
Partner & Fund Manager
Incrementum AG
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)
Tel.: +423 237 26 67
Mail: hgs@incrementum.li
Web: www.incrementum.li



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Anhang *



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (30APR2023), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile) auf indexierter Basis.



IASF – 8 Investment Lektionen des Portfolio Managers

1. Die Kapitalmärkte, wie auch die Wirtschaft, unterliegen saisonalen Zyklen, und man muss sich immer bewusst sein, wo man sich im Zyklus befindet und nie zögern "vorsichtig zu sein wenn andere gierig sind" (Warren Buffett)
2. Der Preis für ein Wertpapier bestimmt seine zukünftige Rendite, d.h. je höher der Preis und die Bewertung desto tiefer müssen die zukünftigen Ertragserwartungen ausfallen (und umgekehrt), was dem Kern des Value Investing entspricht.
3. Kapitalerhalt ist die *Conditio Sine Qua Non*, und eine konsistente und langfristig ausgelegte Anlagestrategie ist wichtiger als das kurzfristige Verfolgen von Trends und Momentum.
4. Daher sollte man immer wissen wann man spekuliert oder wann man investiert.
5. Die grundlegendsten und effektivsten Instrumente des Risikomanagements sind eine gute Diversifikation sowie die Fähigkeit liquide Mittel halten zu können.
6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten, Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.
7. Beachte Anreize und Motivation: Wahre Interessenkongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg; Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexible, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich der Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf dar, sondern ist lediglich eine Zusammenfassung der wichtigsten Aspekte des Fonds. Das Dokument ist insbesondere nicht dazu bestimmt, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die Informationen müssen in Verbindung mit dem aktuellen (ggf. vollständigen und vereinfachten) Prospekt gelesen werden, da nur diese Dokumente relevant sind. Es ist daher notwendig, den aktuellen Verkaufsprospekt sorgfältig und gründlich zu lesen, bevor man in diesen Fonds investiert. Die Zeichnung von Anteilen wird nur auf der Grundlage des aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekts akzeptiert. Der vollständige Prospekt, der vereinfachte Prospekt, die Vertragsbedingungen und der letzte Jahresbericht können bei der Verwaltungsgesellschaft, der Depotbank, bei allen Vertriebsstellen im In- und Ausland sowie auf der Website des Liechtensteinischen Anlagefondsverbandes (LAFV; www.lafv.li) kostenlos bezogen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Erstellung und können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Die Autoren waren bei der Auswahl der Informationen sorgfältig, übernehmen jedoch keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Informationen. Dieser Fonds ist im Fürstentum Liechtenstein domiziliert und kann auch in anderen Ländern zum öffentlichen Angebot registriert werden. Detaillierte Informationen über das öffentliche Angebot in anderen Ländern können dem aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekt entnommen werden. Aufgrund der unterschiedlichen Registrierungsverfahren kann keine Gewähr dafür übernommen werden, dass der Fonds und ggf. die Teilfonds in jeder Jurisdiktion und zum gleichen Zeitpunkt registriert sind oder werden. Bitte beachten Sie, dass in Ländern, in denen ein Fonds nicht für das öffentliche Angebot registriert ist, dieser vorbehaltlich der geltenden lokalen Vorschriften nur im Rahmen von "Privatplatzierungen" oder institutionellen Anlagen vertrieben werden darf. Anteile an Fonds werden in Ländern, in denen ein solcher Verkauf gesetzlich verboten ist, nicht zum Verkauf angeboten.

Dieser Fonds ist nicht gemäß dem United States Securities Act von 1933 registriert. Fondsanteile dürfen daher in den Vereinigten Staaten weder für noch auf Rechnung von US-Personen angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Definitionen für die Zwecke der US-Bundesgesetze über Wertpapiere, Waren und Steuern, einschließlich Regulation S in Bezug auf das United States Securities Act von 1933). Spätere Anteilsübertragungen in den Vereinigten Staaten und/oder an US-Personen sind nicht zulässig. Alle Dokumente, die sich auf diesen Fonds beziehen, dürfen nicht in den Vereinigten Staaten in Umlauf gebracht werden.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Beleg für die künftige Wertentwicklung. Der Anteilswert kann sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den von Ihnen investierten Betrag zurück. Die Erträge aus Anlagen können schwanken. Änderungen der Wechselkurse können sich negativ auf den Wert, den Preis oder die Erträge von Anlagen auswirken. Bevor Sie eine Anlage tätigen, sollten Sie sich von einem Fachmann über die mit der Anlage verbundenen Risiken und gegebenenfalls über die steuerlichen Auswirkungen beraten lassen.

