

2024 / 01

## Seasonal Reflections

Investieren mit Rückenwind

Liebe Leserinnen und Leser,

es ist Winter in Schaan – wenn auch zurzeit in seinem hässlichen Gewand: Einstellige Temperaturen, bleigrauer Himmel, Regen und Nebel – ein perfekter Zeitpunkt also, um mit dem Schreiben der Winterausgabe meiner *Seasonal Reflections* zu beginnen...

Die vergangenen drei Tage verbrachte ich mit meinen Incrementum Fondsmanager-Kollegen beim diesjährigen **Fonds Professionell Kongress**. Am Stand 160 auf Ebene 1 im Mannheimer Rosengarten führten wir zahlreiche interessante Gespräche mit den vorbeischauenden professionellen Investoren. Dabei konnte ich persönlich einige bekannte Gesichter aus dem Vorjahr wiedertreffen und wertvolles Feedback für meine Arbeit gewinnen.



Ronni Stöferle, Mark Valek, HGS & Christian Schärer (von links)



Wie schon im Vorjahr waren wir aber nicht nur als Aussteller auf der Messe, sondern hatten auch einen Vortragsslot. Christian Schärer und ich referierten dabei zum Thema „**Investieren mit (strukturellem) Rückenwind**“ (s. S.72), ein Vortragsthema, welches trotz Mittagessenszeit eine stattliche Anzahl von Besuchern anzog.

Und da das Thema möglicherweise auch Sie, liebe Leserinnen und Leser, interessiert, habe ich weiter unten ein Kapitel mit einer Zusammenfassung unseres Vortrags eingefügt.

Als verantwortlicher Manager eines vermögensverwaltenden Multi-Asset Fonds ist mir der persönliche Austausch mit Investoren und denen die es eventuell noch werden wollen sehr wichtig, um immer wieder zu überprüfen, ob unser Investmentansatz so wie auch unsere Kommunikation hinreichend transparent ist. Und deshalb hat es mich gefreut, dass der Austausch mit den unterschiedlichen Gesprächspartnern diesbezüglich keine nennenswerten Defizite aufzeigte.

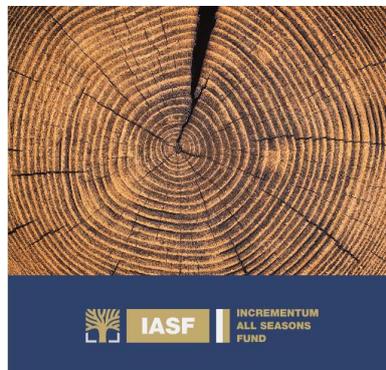
Wenn es Beanstandungen oder kritische Fragen gab, dann eher im Hinblick auf die Performance im vergangenen Jahr, da der **IASF** seit seinem Allzeithoch im April 2023 in einer anhaltenden Konsolidierungsphase steckt. Aber wie auch in Mannheim immer wieder betont, ist Investieren ein langfristiges Unterfangen, bei dem es selbstverständlich auch Flauten und gelegentliche Gegenwindphasen gibt.



Kein Chart, der zum Kauf einlädt!?! - IASF-EUR-I, IEM, 24JAN2024

## Inhaltsverzeichnis (alle unterstrichenen Passagen in **Rot** sind aktive Weblinks!):

- Rückblick auf das Jahr 2023 ..... S. 3
- Wie hat sich der IASF in diesem Umfeld geschlagen? ..... S. 6
- 2024 – Quo Vadis? ..... S. 9
- Investieren mit Rückenwind ..... S. 19
- IASF – PM-Feedback ..... S. 30
- Zum Abschluss ..... S. 35





## RÜCKBLICK AUF DAS JAHR 2023

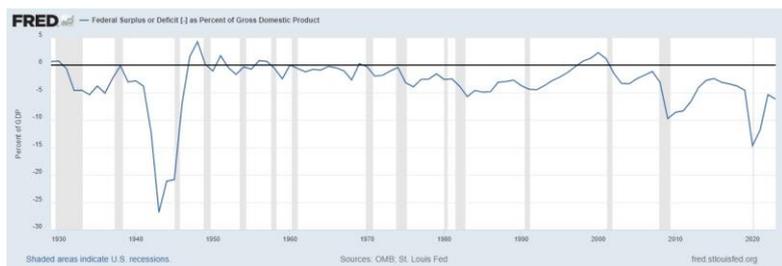


Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für deren Richtigkeit 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.

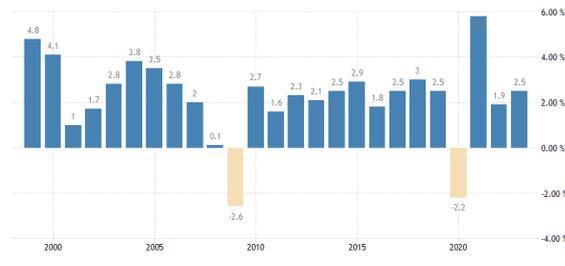
2023 hielt eine Reihe von Überraschungen für Investoren bereit. Geopolitisch waren der anhaltende Stellungskrieg in der Ukraine und der im Oktober ausgebrochene Israel-Hamas-Krieg die vorherrschenden Themen, während die Beziehungen zwischen den USA und China weiter auf Konfrontationskurs lagen. Überlagert wird all dies von den Konsequenzen der im Westen politisch forcierten Energiewende, die nicht nur sehr teuer ist, sondern langfristig auch die Frage nach der Sicherung des gesellschaftlichen Energiebedarfs und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit aufwirft.

Wirtschaftlich hatten die Konsenserwartungen zu Jahresbeginn rezessive Tendenzen in den G7-Staaten sowie eine deutliche Erholung der chinesischen Wirtschaft nach Ablauf der harschen Covid-Restriktionen erwarten lassen. Daraus wurde ein negativer Ausblick für die Aktienmärkte abgeleitet. Im Jahresverlauf erwies sich dann jedoch die wirtschaftliche Entwicklung in den G7-Staaten als weitaus resilienter, während Chinas Wirtschaft eher hinter den Erwartungen herhinkte.

Als Fondsmanager war 2023 aus meiner Sicht ein überaus schwieriges Jahr. Dies lag in erster Linie daran, dass ich in Übereinstimmung mit dem Konsens insbesondere das US- (aber auch das G7-) Wirtschaftswachstum unterschätzt hatte. Dies ist darauf zurückzuführen, dass ich den fiskalpolitischen Impuls durch die in Boomzeiten in dieser Höhe lange nicht mehr gesehene Nettoneuverschuldung des Staates unterschätzte. So betrug z.B. die Nettoneuverschuldung der US-Regierung im Jahr 2023 – und dies bei Vollbeschäftigung – 6.2% des Bruttonettoprodukts, welches real lediglich um 2.5% anstieg. Mit anderen Worten, ohne die Neuverschuldung des Staates befände sich die US-Wirtschaft längst in einer Rezession, ein Zustand, der sich ähnlich auch anderswo in den G7-Staaten konstatieren lässt.



US-Nettoneuverschuldung auf Jahresbasis in % des BSP, Quelle: [St. Louis Fed](https://fred.stlouisfed.org)



US-BSP auf Jahresbasis, Quelle: [Trading Economics](https://tradingeconomics.com)





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Meine Erwartungen hinsichtlich der Inflationsentwicklung (*«In der Tat ist es offensichtlich, dass wir einen ersten Inflationshöhepunkt überschritten haben und dass eine sich verlangsamende Wirtschaft, gepaart mit einer strafferen Geldpolitik und unterstützt durch einen wachsenden Basiseffekt ... die jährliche Inflation weiter dämpfen wird.»*; S. 4, [SR 2023/01](#)) wie auch der Zinsentwicklung (*«Folglich gehen wir insbesondere am längeren Ende der Zinsstrukturkurve eher von einer Erhöhung der Zinsen aus.»*; S. 5, [SR 2023/01](#)) erwiesen sich dagegen weitgehend als richtig. Denn die Notenbanken setzten in ihrem Kampf gegen die aus dem Ruder gelaufene Inflation den Anstieg der kurzfristigen Zinsen weiter fort (US Fed +100bp auf 5,5%; EZB +200bp auf 4%), was anfänglich auch die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen nach oben schnellen liess.

Dieser Prozess kehrte sich jedoch im Nov/Dez 2023 in den USA beinahe vollständig um, während 10-j. deutsche Staatsanleihen das Jahr sogar mit einer Rendite von 2.02% um mehr als 50bp tiefer als zu Jahresbeginn schlossen. Die am kurzen Ende reduzierte Zinsdifferenz zugunsten des EUR liess diesen im Jahresverlauf gegenüber dem Dollar um ca. 3% fester tendieren.

Dabei überraschte, wie wenig sich die Finanzmärkte insgesamt und die Aktienmärkte im Speziellen von den erhöhten Kurzfristzinsen beeinflussen liessen.

| Key ETF Performance (% Total Return) |                     |          |       |       |        |                    |          |        |        |
|--------------------------------------|---------------------|----------|-------|-------|--------|--------------------|----------|--------|--------|
| US Related                           |                     |          |       |       | Global |                    |          |        |        |
| ETF                                  | Description         | December | Q4    | 2023  | ETF    | Description        | December | Q4     | 2023   |
| SPY                                  | S&P 500             | 4.57     | 11.64 | 26.19 | EWA    | Australia          | 10.65    | 15.49  | 13.86  |
| DIA                                  | Dow 30              | 4.92     | 13.06 | 16.03 | EWZ    | Brazil             | 6.51     | 18.11  | 32.69  |
| QQQ                                  | Nasdaq 100          | 5.59     | 14.59 | 54.85 | EWC    | Canada             | 6.29     | 11.12  | 14.75  |
| IJH                                  | S&P Midcap 400      | 8.71     | 11.64 | 16.42 | MCHI   | China              | -2.13    | -3.51  | -11.22 |
| IJR                                  | S&P Smallcap 600    | 12.78    | 15.06 | 16.07 | EWQ    | France             | 4.96     | 10.80  | 21.73  |
| IWB                                  | Russell 1000        | 5.00     | 12.07 | 26.41 | EWG    | Germany            | 4.51     | 13.33  | 23.36  |
| IWM                                  | Russell 2000        | 12.13    | 13.99 | 16.84 | EWH    | Hong Kong          | 6.01     | 3.91   | -13.81 |
| IVV                                  | Russell 3000        | 5.32     | 12.14 | 25.84 | PIN    | India              | 6.69     | 10.87  | 22.81  |
| IWV                                  | S&P 500 Growth      | 3.77     | 10.08 | 29.84 | EWI    | Italy              | 4.18     | 12.95  | 30.66  |
| IJK                                  | Midcap 400 Growth   | 7.47     | 10.04 | 17.42 | EWJ    | Japan              | 3.89     | 7.89   | 20.32  |
| IUT                                  | Smallcap 600 Growth | 12.17    | 14.36 | 17.12 | EWV    | Mexico             | 8.95     | 18.32  | 40.36  |
| IVE                                  | S&P 500 Value       | 5.56     | 13.56 | 22.09 | EWP    | Spain              | 1.92     | 13.11  | 30.29  |
| IJJ                                  | Midcap 400 Value    | 10.20    | 13.54 | 15.25 | EIS    | Israel             | 7.83     | 8.18   | 5.46   |
| IJS                                  | Smallcap 600 Value  | 13.35    | 15.77 | 14.69 | EWU    | UK                 | 4.39     | 6.86   | 12.42  |
| DVY                                  | DJ Dividend         | 5.76     | 10.02 | 1.16  | EFA    | EAFE               | 5.36     | 10.71  | 18.40  |
| RSP                                  | S&P 500 Equalweight | 6.82     | 11.81 | 13.70 | EEM    | Emerging Mkts      | 3.60     | 8.00   | 8.99   |
| FXB                                  | British Pound       | 1.36     | 5.33  | 8.58  | IOO    | Global 100         | 3.48     | 10.55  | 27.73  |
| FXE                                  | Euro                | 1.61     | 5.04  | 4.87  | BKF    | BIC                | 1.13     | 2.72   | 1.30   |
| FXJ                                  | Yen                 | 5.09     | 5.82  | -7.44 | CWI    | All World ex US    | 4.92     | 10.07  | 15.72  |
| XLY                                  | Cons Disc           | 6.13     | 11.27 | 39.64 | DBC    | Commodities        | -3.32    | -7.39  | -6.22  |
| XLP                                  | Cons Stap           | 2.70     | 5.47  | -0.83 | DBA    | Agric. Commod.     | -2.66    | 1.30   | 7.63   |
| XLE                                  | Energy              | 0.07     | -6.36 | -0.64 | USO    | Oil                | -4.98    | -17.57 | -4.94  |
| XLF                                  | Financials          | 5.25     | 13.91 | 12.02 | UNG    | Nat. Gas           | -8.15    | -25.77 | -64.04 |
| XLV                                  | Health Care         | 4.33     | 6.41  | 2.06  | GLD    | Gold               | 1.28     | 11.50  | 12.69  |
| XLI                                  | Industrials         | 7.07     | 13.05 | 18.13 | SLV    | Silver             | -5.84    | 7.08   | -1.09  |
| XLB                                  | Materials           | 4.52     | 9.66  | 12.46 | SHY    | 1-3 Yr Treasuries  | 1.10     | 2.51   | 4.16   |
| XLRE                                 | Real Estate         | 8.75     | 18.83 | 12.37 | IEF    | 7-10 Yr Treasuries | 3.77     | 6.40   | 3.64   |
| XLK                                  | Technology          | 4.18     | 17.67 | 56.02 | TLT    | 20+ Yr Treasuries  | 8.67     | 12.93  | 2.77   |
| XLC                                  | Comm Services       | 4.39     | 11.08 | 52.81 | AGG    | Aggregate Bond     | 3.69     | 6.75   | 5.65   |
| XLU                                  | Utilities           | 1.86     | 8.48  | -7.17 | BND    | Total Bond Market  | 3.55     | 6.61   | 5.65   |
|                                      |                     |          |       |       | TIP    | T.I.P.S.           | 2.43     | 4.51   | 3.81   |

Past performance is no guarantee of future results.

[Final 2023 Asset Class Performance Numbers](#), Bespoke Investment Group, 29.12.23

Wie die vorstehende Übersicht zeigt, waren deutliche zweistellige Gewinne an den Aktienmärkten die Norm, mit Ausnahme von Verlusten in China und Hong Kong. Auffällig ist auch das schwache Ergebnis beim Dow Jones Dividend (als Proxy für Value-Aktien), der sich kaum verändert zeigte, während die Anleihenmärkte im 4. Quartal die bis dato aufgelaufenen Verluste mehr als wettmachen konnten. Insgesamt schwach war zudem der Rohstoffsektor, mit der Ausnahme von Gold, während auf der Währungsseite der JPY zu deutlicher Schwäche neigte.





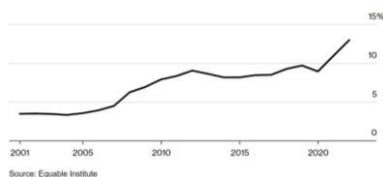
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Insgesamt erstaunt also vor allem wie wenig sich die gestiegenen Zinsen auf die Finanzmarktbewertungen auswirkten. Denn nachdem sich die Marktteilnehmer über Jahre hinweg die gestiegenen Bewertungen mit fallenden Zinsen und Zentralbankbilanzexpansion (QE) gerechtfertigt hatten, waren 2023 weder die gestiegenen kurzfristigen Zinsen noch die Anleiheverkäufe der Zentralbanken Grund genug für eine Bewertungsherabstufung. Im Gegenteil, die Anleger fanden offensichtlich den Glauben an den Fed-Put nach der kleinen US-Bankenkrise im Frühjahr wieder, die von der US-Notenbank mit neuen ausserordentlichen Liquiditätsmassnahmen bekämpft wurde.

Public Pensions Favor PE

Private equity's share of pensions' invested assets



Source: Equitable Institute

Havenstein Moment, [Substack](#), 22JUL23

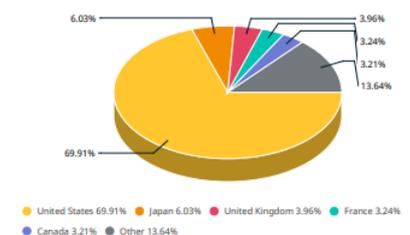
Weiterhin hat uns überrascht, wie wenig auch die hoch verschuldete Wirtschaft bisher von den gestiegenen Zinsen belastet wurde. Weder der Rekordanteil von Zombie-Unternehmen noch der stark gewachsene «Private Markets»- (Equity & Debt) Sektor, oder der Immobilienmarkt zeigen sich 2023 von den gestiegenen Finanzierungskosten sonderlich beeindruckt.

Dies liegt wohl auch daran, dass der rasante Zinsanstieg zwar einerseits sofort einen positiven Einfluss auf die während der langen Nullzinsphase hauptsächlich auf Sicht gehaltenen Aktiva hatte, während andererseits die Passiva durch mittel- und längerfristige Finanzierungsvereinbarungen den vollen Effekt des Zinsanstiegs noch zu absorbieren haben. Nicht nur in den USA sind wieder aufkeimende Sorgen über Finanzinstitute, die stark in der Finanzierung von Gewerbeimmobilien (Commercial Real Estate) engagiert sind, ein Zeichen dafür, dass der Zinsanstieg wohl noch nicht vollends verdaut ist.

Aber all dies konnte die Aktienmärkte nicht beeindrucken, sondern schien sie im Gegenteil regelrecht zu beflügeln. Getragen von überschäumenden Erwartungen hinsichtlich des Potentials von KI (Künstlicher Intelligenz) und auf dem Rücken der sogenannten *Glorreichen 7* ([Magnificent 7](#) = Apple (AAPL), Alphabet (GOOGL), Microsoft (MSFT), Amazon.com (AMZN), Meta Platforms (META), Tesla (TSLA) and Nvidia (NVDA)), die im Jahr 2023 einen durchschnittlichen Anstieg von 111% verzeichnen konnten, kletterte der S&P 500 im Jahresverlauf um 24% und der Nasdaq 100 gar um 54%.

Die Bedeutung dieser 7 Aktien zeigt sich am besten darin, dass sie am Jahresende knapp 19% des [MSCI World Index](#) ausmachten. Auch aufgrund dessen werden US-Aktien inzwischen mit fast 70% im [MSCI World Index](#) gewichtet, gefolgt von Japan mit 6% und UK mit 4%. - Nichts beschreibt in unseren Augen die US-Aktienblase besser, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass das US-Bruttosozialprodukt (BSP) nur ca. 20% des globalen BSP ausmacht.

COUNTRY WEIGHTS



[MSCI World Index Factsheet](#), 29.12.2023





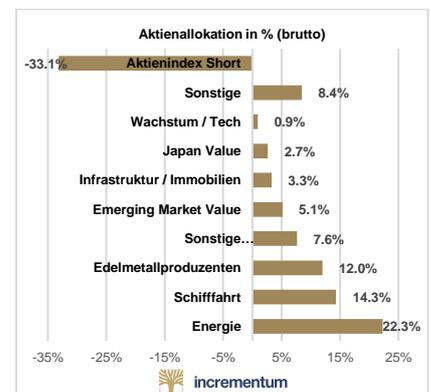
Andere Aktienmärkte konnten der rasanten Entwicklung der US-Märkte nicht folgen. So legte der Euro Stoxx 600 um 12.7% zu, während der chinesische CSI gar 11.4% verlor. Nur der japanische Nikkei 225 konnte getrieben vom schwachen JPY mit einem Jahresanstieg von 28% zumindest den S&P 500 überflügeln.

Überraschend war auch die Schwäche im Rohstoffsektor, wo sich wieder einmal zeigte wie bedeutend der Einfluss von Finanzinvestoren über die Futuresmärkte ist. Hier sind wir optimistisch, dass sich die Stimmung im Jahr 2024 wieder drehen wird.

## Wie hat sich der IASF in diesem Umfeld geschlagen?

Der **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** lieferte 2023 eine unterdurchschnittliche Performance ab. Grundsätzlich sind wir mit unserer globalen Anlagestrategie und Benchmark-unabhängigen Allokation bestrebt von Rückenwind an den Finanzmärkten zu profitieren, was uns im vergangenen Jahr jedoch nur teilweise gelungen ist. Auf der Anlageseite haben wir seit längerer Zeit aus Bewertungsgründen eine Allokation zu den *Glorreichen 7* gemieden, was unter den geschilderten Umständen schon ein signifikantes Handicap für unsere relative Performance darstellte. Denn gemäss [Forbes Magazine](#) wäre der S&P500 im vergangenen Jahr ohne die *Glorreichen 7* lediglich um 8% gestiegen. Im Vergleich dazu konnten unsere favorisierten Anlagethemen gute Ergebnisse abwerfen.

So stiegen unsere **ENERGIE**-Titel im Jahresverlauf trotz fallender Öl- (-10%) und Gaspreise (-44%) im Durchschnitt um 17% an. Dieses Ergebnis wurde insbesondere von einer nahezu Verdoppelung der Uranpreise getragen, was sich in einem Anstieg von 90% bei Cameco sowie 78% bei Sprott Uranium Trust widerspiegelte. Auch Seadrill, Technip Energies und Technip FTC registrierten Gewinne von rund 50%, während die Verluste vorrangig auf der Produzentenseite lagen (z.B. Baytex Energy -27%).



IASF-Aktienthemen 31.12.2023

Auch im Bereich **SCHIFFFAHRT** konnten wir mit einem durchschnittlichen Gesamtergebnis unserer Holdings von 43% wieder ausserordentlich gute Ergebnisse verzeichnen. Dabei wiesen alle Positionen schwarze Zahlen aus, die von 105% (Frontline) bis 10% (Pacific Basin) reichten. Da der Sektor über sehr gesunde Bilanzen verfügt, haben sich die Barausschüttungen entsprechend positiv entwickelt, was die durchschnittliche Dividendenrendite von knapp 10% zum Jahresende erklärt.

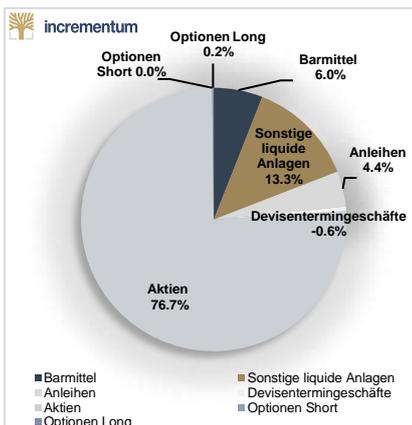


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Unsere **EDELMETALLPRODUZENTEN** profitierten von insgesamt festeren Goldpreisen (+13% in 2023) und konnten, obwohl Silber schwächelte (-1%), einen durchschnittlichen Wertzuwachs von 8% im Gesamtjahr ausweisen. Besonders positiv stachen hier Kinross Gold (+52%) und Equinox Gold (+45%) heraus, während Sibanye Stillwater (-46%) die grösste Belastung darstellte. **SONSTIGE ROHSTOFF-PRODUZENTEN** litten unter der allgemeinen Rohstoffpreisschwäche (-4,4% in 2023), wobei insbesondere die Düngemittelhersteller Nutrien (-20%) und Mosaic (-16%) nachgaben. Der Bereich **EM VALUE** (-3%) wiederum konnte die Schwäche des chinesischen Marktes leider nie abschütteln. **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** (+21%) und **JAPAN VALUE** (+35%; alle Performanceangaben immer im Durchschnitt des Investmentthemas und der Anlagewährung) konnten wiederum deutlich zweistellige Erträge fürs laufende Jahr verbuchen, während unsere **SONSTIGEN AKTIEN** nur knapp 1% zulegen konnten. Letztere waren vornehmlich mit Value-Aktien bestückt, die 2023 kein gutes Jahr hatten.

Das alles hätte ein zweistelliges Jahresergebnis bedeutet, hätten unsere Risikomanagement-Massnahmen uns im Gesamtjahr nicht 7,6% Performance gekostet, ein hoher Preis für unseren vorsichtigen Ansatz.



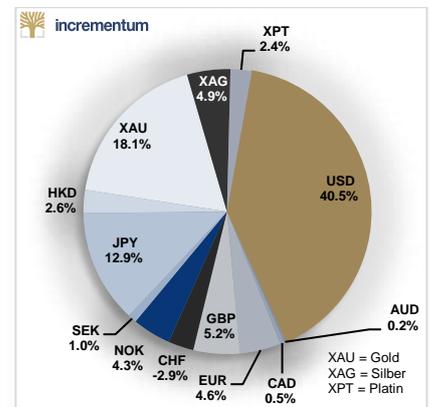
IASF-Vermögensaufteilung, 31.12.2023

Die Gesamtallokation des Portfolios zum Jahresende 2023 ist links aufgeführt. Aufgrund der leicht niedrigeren Aktienquote (76.7% der AuM vs 79.8% Ende 2022) und aufgrund der verschiedenen Aktienmarktabsicherungen (33% der AuM) ist das Portfolio defensiver positioniert.

Zins- und Dividendeneinnahmen beliefen sich im Gesamtjahr 2023 auf 0,5% und 3% des durchschnittlichen Fondsvermögens. Darüber hinaus konnten wir über den Verkauf von gedeckten Optionen weitere knapp 2% auf die durchschnittlichen AuM erwirtschaften.

Einen insgesamt negativen Performancebeitrag leistete unsere Währungsallokation, z.B. mit negativen Ergebnisbeiträgen von je ca. -1% für USD/HKD und NOK. Auch unsere im Jahresverlauf aufgebaute JPY-Allokation endete trotz augenscheinlicher Unterbewertung der japanischen Währung letztlich in den roten Zahlen.

| Risikokennzahlen (EUR-I)               |         |
|--|---------|
| Annualisierte Volatilität seit Auflage | 16,46%  |
| Maximale NAV-Korrektur (Drawdown)      | -25,49% |
| % Positive Monate                      | 57,32%  |



IASF-Währungsaufteilung, 31.12.2023



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Alles in allem ergab sich ein Gesamtergebnis, das insbesondere vor dem Hintergrund der exzellenten 2022er Performance von den Investoren im Jahresverlauf wohl zunehmend als enttäuschend eingestuft wurde. Dies erklärt auch die in der zweiten Jahreshälfte abflauenden Nettomittelzuflüsse, die jedoch fürs Gesamtjahr immer noch über EUR 50 Mio. ausmachten und dabei halfen die Gesamt-AuM des **IASF** auf über EUR 160 Mio. anzuheben. Trotz dieser nachlassenden Dynamik ist dies aus unserer Sicht jedoch weiterhin ein Ergebnis, auf das wir sehr stolz sein können.

Stolz können wir ebenso auf die **Refinitiv Lipper Awards 2023** sein, in denen der **IASF** auf Basis seiner 3-Jahres-Performance als bester Fonds in seiner Kategorie «*Mixed Asset EUR Flex – Global*» sowohl in Deutschland, Österreich und auch insgesamt in Europa gekürt wurde. Und auch 2023 wurde der **IASF** wieder mit den begehrten 5 Sternen der Fondsrating-Agentur **Morningstar** ausgezeichnet.



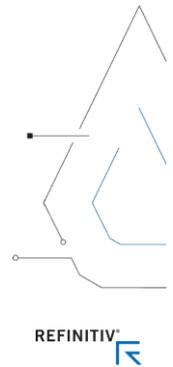
## Incrementum All Seasons Fund EUR-R

IFM Independent Fund Management AG  
Advised by Incrementum AG  
Best Fund over 3 Years  
Mixed Asset EUR Flex - Global

Robert Jorjins  
HEAD OF GLOBAL RESEARCH,  
LIPPER, REFINITIV

James Neill  
MANAGING DIRECTOR, HEAD OF FUND  
AND RESEARCH PRODUCTS AT IIFM



Zum Jahreswechsel 2023/24 ergibt sich ein Bild erhöhter Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der Finanzmärkte im kommenden Jahr. Unserer Meinung nach hat die Jahresend-Rally der Aktien- und Anleihepreise schon viel an positiven Erwartungen für 2024 vorweggenommen. Eine aufgrund auslaufender fiskalischer Stimulus-Effekte und gestiegener Zinsen nachlassende Wirtschaftsdynamik, gekoppelt mit gestiegenen langfristigen Inflationserwartungen und anhaltenden geopolitischen Spannungen, lassen uns erneut ein herausforderndes Jahr für Investoren erwarten.

Diese kurzfristigen Ungewissheiten werden dabei jedoch weiterhin vom Ende des jahrzehntelangen Schuldenexpansionszyklus überlagert. In Kombination mit der sich verändernden Demografie sowie zunehmenden Deglobalisierungstendenzen sehen wir eine Dekade höherer struktureller Inflation, als die an die wir uns in den 2010er Jahren gewöhnt haben. Somit liegt unser Investmentfokus weiterhin auf inflationssensitiven Anlagen wie Edelmetallen, sowie Rohstoff- und Substanzaktien. Es würde uns zudem sehr wundern, wenn die Favoriten des letzten Jahres auch 2024 wieder auf der Gewinnerseite stünden, und die US-Aktienmärkte erneut ihren internationalen Geschwistern davoneilten. Anleihen sehen wir derweil als wenig attraktiv an, bleiben jedoch zumindest für die erste Jahreshälfte konstruktiv für die Entwicklung des US-Dollars.

Zum Abschluss möchten wir uns an dieser Stelle bei unseren langfristigen Investoren für ihre Geduld und ihr Vertrauen in unsere Arbeit bedanken. Alles in allem wird auch 2024 von uns allen wieder viel Geduld erfordern, aber wir sind optimistisch, dass wir auch im neuen Geschäftsjahr ein attraktives inflationsadjustiertes Anlageergebnis erreichen können.





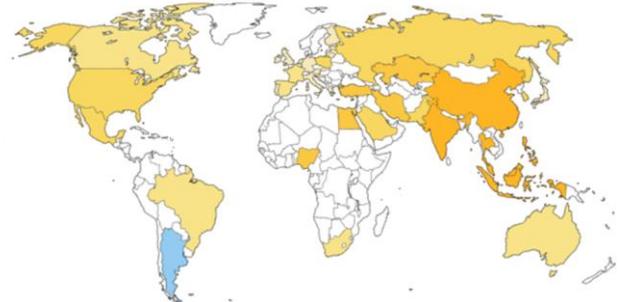
## 2024 – Quo Vadis?

An dieser Stelle möchte ich an die zuletzt geäußerten Sätze nochmals anknüpfen und etwas detaillierter auf die momentane Situation und den Ausblick für den weiteren Jahresverlauf eingehen.

Trotz anhaltender Rezessionserwartungen erweist sich der globale Wachstumsausblick weiterhin als solide. So hat der IWF seine globalen Wachstumsvorhersagen für 2024 vor kurzem, getragen von höheren Staatsausgaben und damit Wachstumserwartungen in den USA und China, von 2.9% auf 3.1% angehoben. Damit verbunden war aber auch ein Hinweis auf anhaltende Inflations- und geopolitische Risiken. Für 2025 beließ der IWF den Wachstumsausblick bei immer noch ordentlichen 3.2%.

### Economic Output in 2024

Change in gross domestic product (YoY)

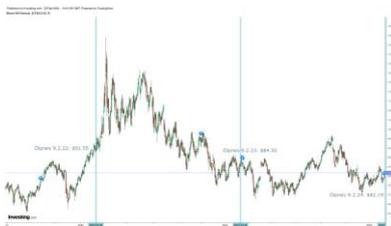


Source: International Monetary Fund

Note: Mapped data show forecasts for distinct economies. Euro-area countries show regional GDP estimate except for Germany, France, Italy, Spain and the Netherlands.

[Globale Wachstumsschätzungen des IWF](#), Bloomberg, 30JAN2024

Zusammen mit den antizipierten rückläufigen Inflationsraten scheint ein Stagflationsszenario erst einmal abgewendet und erklärt damit auch die zuletzt stark gestiegene Risikoneigung der Investoren. - Ich habe mit dieser erneuten Goldilocks-Einschätzung jedoch meine Mühen: So ist der Wachstumsimpuls in der westlichen Welt durch die Auswirkungen der massiven fiskalpolitischen Stimuli während der Covid-Jahre und deren Multiplikatoreffekte verstärkt und verlängert worden. Hinzu kommen noch die verschiedenen Investitions- und Subventionsprogramme insbesondere zur Förderung der Energiewende, die ebenfalls die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhen. Gleichzeitig wirken die gefallen Rohstoffpreise für den privaten Sektor wie eine Steuersenkung, d.h. ceteris paribus wird der Spielraum für diskretionäre Ausgaben erhöht. Der rapide Zinsanstieg hat derweil auf der Aktivseite für eine Erhöhung der Einnahmen gesorgt, während er sich auf der Passivseite aufgrund der längeren Zinsbindung nur mit Verzögerung auswirkt. Klar ist jedoch, dass all diese Effekte zunehmend auslaufen, was weiterhin für eine mittelfristige Wachstumsstagnation spricht.



Brent-Ölpreis im Jahresvergleich,

[investing.com](https://www.investing.com)

Auf der Inflationsseite haben die gefallen Rohstoffpreise ebenfalls für temporäre Entlastung gesorgt. Ein Beispiel sind die gefallen Ölpreise, die jedoch inzwischen nachlassende inflationsdämpfende Basiseffekte aufweisen. So lag der Brent-Ölpreis am 9.2.24 nur noch 2.7% unter dem Niveau des 9.2.23, und ein weiterer Anstieg des Preises kann somit im Jahresverlauf schnell wieder einen positiven Basiseffekt bewirken.

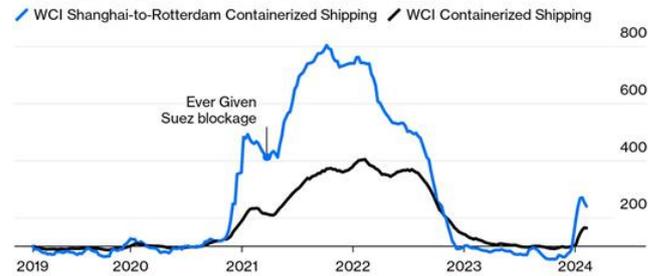




Als inflationsdämpfend hat sich in den vergangenen 2 Jahren auch die Auflösung der während der Covid-Jahre entstandenen Lieferkettenprobleme ausgewirkt. Hier sind jedoch neue Logistikprobleme im Zusammenhang mit den Vorgängen im Suez-Kanal / Roten Meer, auf die ich weiter unten in der Zusammenfassung der Präsentation „Investieren mit Rückenwind“ noch näher eingehen werde, gerade dabei den Effekt wieder umzukehren.

### Bottleneck Alert

Shipping through Suez is growing more expensive again



Source: Bloomberg  
Re-based: 01/01/2019 = 100

Bloomberg Opinion

Container-Frachtraten, [Bloomberg Points of Return](#), 13FEB2024

Ein weiterer Grund wieso sich der Preis-auftrieb wohl nicht wie von vielen Markt-beobachtern erwartet demnächst wieder verflüchtigen wird ist die Tatsache, dass Lohnforderungen und -abschlüsse dem Inflationstrend nachlaufen. Schließlich überraschte der Inflationsanstieg 2021/22 alle Wirtschaftsteilnehmer in besonderem Masse, nachdem lange nur Disinflation bzw. die Angst vor Deflation die öffentliche Meinung prägten.

### Wage growth going to re-accelerate? Oh, oh...

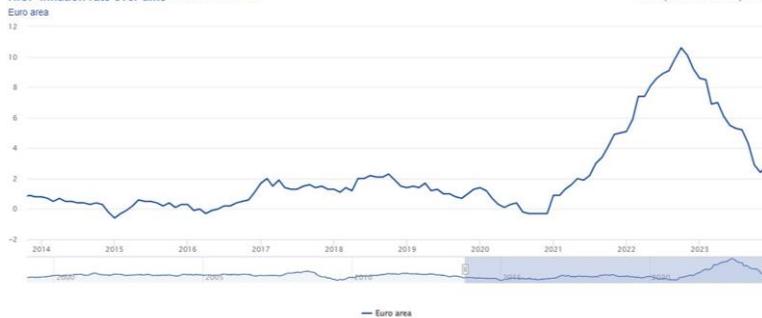
Oh oh.....



Source: Steno Research, Bloomberg and Macrobond

Geplante Lohnentwicklg & Löhne, [Steno Signals #82](#), 14JAN2024

### HICP inflation rate over time - Overall index



EUROPEAN CENTRAL BANK | EUROSYSTEM

https://data.ecb.europa.eu

[Konsumentenpreis-inflation Eurozone](#), ECB, 13FEB2024

### Negotiated wages rose at the fastest pace in the eurozone's history last year

Growth in negotiated wages in the euro area, annual % change



FINANCIAL TIMES

Source: ECB • Not seasonally and working day adjusted

Lohnentwicklung Eurozone, [Financial Times](#), 7FEB2024

So hatte z.B. der Konsumentenpreisauftrieb in der Eurozone Anfang 2022 schon mehr als 5% erreicht, während die Lohnabschlüsse noch bei knapp über 1% und damit einem langjährigen Tief lagen. Hier hilft die Tatsache, dass der Arbeitsmarkt Post-Covid sehr viel enger ist, was die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer stärkt und eine wichtige Voraussetzung dafür ist, dass der zuvor erlittene Kaufkraftverlust der Einkommen wieder aufgeholt werden kann. Umgekehrt erhöht dies jedoch auch den Kostendruck bei den Arbeitgebern...



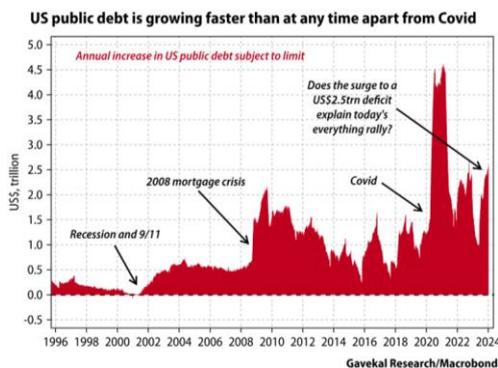


Dies sind nur einige kurzfristig wirksame Gründe, die für anhaltend höhere Inflationsraten sprechen. Darüber hinaus wirken langfristig strukturelle Inflationstreiber, die ich in diesen Berichten immer wieder angesprochen habe. Dazu gehören

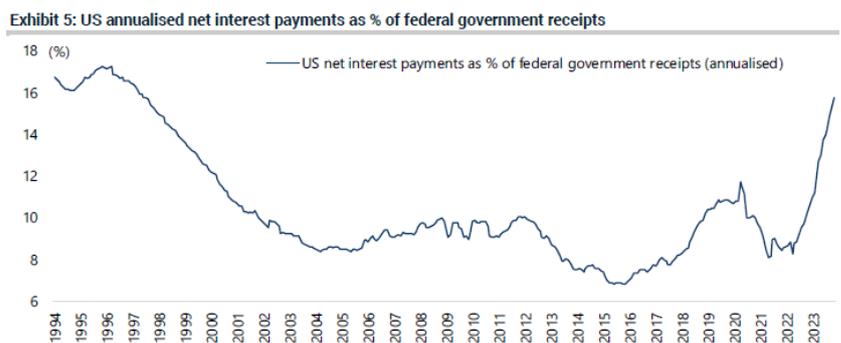
- der Trend zur Deglobalisierung, sei es über die Wiederansiedlung von Industrien, die in den vergangenen Dekaden in China und anderen Billiglohnländern produzierten, oder durch den vermehrten Einsatz von Handelsbeschränkungen (z.B. Einfuhrzölle und Sanktionen),
- die demographischen Veränderungen in den Industrieländern aber auch in China, wo rapide alternde Gesellschaften nicht nur für ein stagnierendes oder gar schrumpfendes Arbeitskräfteangebot sorgen, sondern die zunehmende Zahl der Rentner auch den Trend zum Entsparen fördert und damit c.p. die Kapitalkosten erhöht,
- strukturell steigende Rohstoffkosten, die durch eine lange Phase von die Fördermengen nicht hinreichend ersetzenden Neuinvestitionen auch dem **IASF** auf Jahre hinaus Rückenwind verschaffen werden.

Über all dem steht jedoch das schuldenfinanzierte Wachstum der Staatsquote. Spätestens seit den Covid-Jahren sind hier im Hinblick auf eine verantwortliche Haushaltsführung alle Dämme gebrochen. Nicht nur in den USA, sondern auch in Europa ist die Staatsverschuldung zu einem strukturellen Nachfragetreiber geworden und der private Sektor dabei mit produktivitätshemmenden Vorschriften überhäuft worden. Dadurch hat sich zunehmend eine Kultur der Abhängigkeit, des Neids und der Umverteilung entwickelt, anstatt Leistung, Selbstvertrauen und Optimismus zu fördern.

Die Entwicklungen in den USA dienen hier nur als Beispiel:



Jährl. US-Nettoneuerschuldg, [GaveKal](#), JAN2024



Source: Bureau of the Fiscal Service, US Treasury, CEIC Data, Jefferies

Jährliche US-Zinszahlg in % der Staatseinn., [M'tourist Private Feed Recap](#), 29DEC2023

Wie der Chart oben links zeigt, ist die jährliche Neuverschuldung in den USA seit Anfang dieses Jahrhunderts stetig gestiegen und hat dabei mit bis zu zweistelligen Prozentsätzen zum Bruttosozialprodukt beigetragen. All dies war aufgrund der lange Zeit fallenden Zinsen bis 2016 mit fallenden Kosten verbunden. Seitdem hat sich der Trend jedoch und zuletzt deutlich gedreht und der Schuldendienst nimmt nun nach 7% im Jahr 2016 ca. 16% aller Staatseinnahmen in Anspruch – Tendenz steigend!





Hier hat sich damit ein Dilemma entwickelt, dass auch für Investoren mehr und mehr Relevanz erhalten wird. Denn während sich die US-Staatsschulden seit 2014 ca. verdoppelt haben, sind die Devisenreserven der internationalen Zentralbanken, für die US-Staatsanleihen aufgrund des Leitwährungsstatus des US-Dollars die wichtigste Anlagekategorie darstellen, weitgehend unverändert geblieben. Das bedeutet, dass die USA zuletzt vermehrt auf heimische Investoren (darunter auch die US-Notenbank) angewiesen war, um ihren (Re-)Finanzierungsbedarf zu decken.

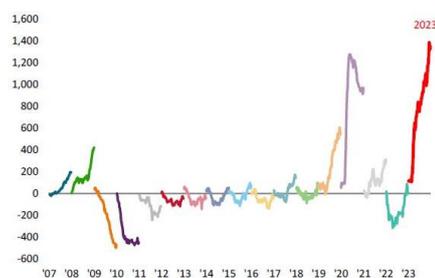
Dies hat offensichtlich Auswirkungen für die Notenbankpolitik, die neben den offiziellen Zielen von Preisstabilität und Vollbeschäftigung ein übergelagertes Ziel hat, nämlich die Finanzierung des Staates zu gewährleisten. Und in diesem Zusammenhang fällt es mir schwer die Hoffnung auf fallende Zinsen, die viele Marktteilnehmer zurzeit gemäß den historischen Mustern wieder in Risikoanlagen treibt, zu teilen. Denn die USA (ex Federal Reserve) haben m.M.n. nicht die Kapazität die weiter steigende Neuverschuldung im Inland zu finanzieren. Sollte die Fed jedoch den Prozess der Anleiheverkäufe (Bilanzverkürzung) stoppen oder gar umkehren, wird sich dies negativ auf den US-Dollar auswirken und darüber auch auf die importierte Inflation. Alternativ kann die Fed die Zinsen länger höher halten, um US-Staatsanleihen relativ zu anderen internationalen Reserve-Anlagen attraktiver zu machen. Dies würde jedoch die hochverschuldete inländische Wirtschaft weiter belasten, und wohl auch den Investoren klarmachen, dass der Fed-Put langsam ausläuft.

Was bedeutet das alles für die Finanzmärkte?

Nun, zuerst einmal bleiben Anleihen aus fundamentaler Sicht höchst unattraktiv. 10-jährige deutsche bzw. US-Staatsanleihen bei 2,3% bzw. 4,1% sind bei gestiegenen strukturellen Inflationserwartungen von 3-5% aus meiner Sicht nicht investierbar. Zudem befinden sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen weiterhin auf rekordtiefem Niveau und werden wohl nur in einer Rezession wieder attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten.

Interessant fand ich vor diesem Hintergrund die folgenden drei Charts, die fürs vergangene Jahr rekordhohe Zuflüsse in Geldmarktfonds und US-Staatsanleihen verzeichnen, welche vor dem Hintergrund der jahrelangen Zinsdürre nachvollziehbar sind.

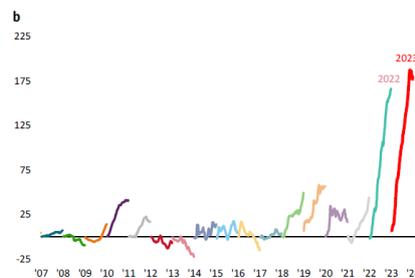
Chart 4: Record annual inflow to cash in 2023 (\$1.3bn)  
Cumulative inflows to money market funds, by year (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPR

BoFA GLOBAL RESEARCH

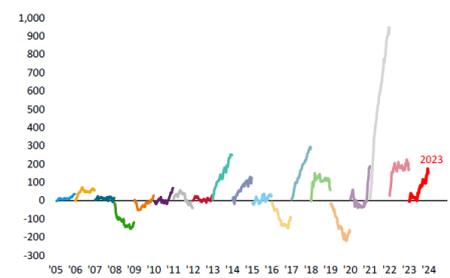
Chart 5: Record annual inflow to Treasuries in 2023 (\$177bn)  
Cumulative inflows to Treasuries, by year (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPR

BoFA GLOBAL RESEARCH

Chart 6: \$152bn Inflows to stocks in 2023  
Cumulative inflows to equities, by year (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPR

BoFA GLOBAL RESEARCH

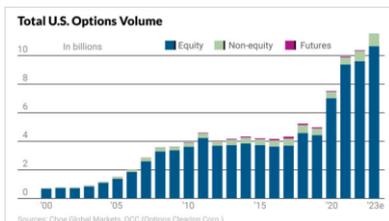
Kumulative Zuflüsse zu Geldmarktfonds (l), US-Staatsanleihen (Mitte) und Aktien (r), [M'tourist Private Feed Recap](#), 29DEZ2023





Dabei haben Geldmarktfonds sicher von der Umschichtung aus bis dahin weitestgehend zinslosen Sichteinlagen profitiert, während die Zuflüsse in US-Staatsanleihen ebenfalls von den deutlich gestiegenen Zinsen bestimmt wurden. Die Sehnsucht nach wieder berechenbaren, risikolosen Erträgen hat hier wohl in ähnlicher Weise gewirkt, wie der Anblick auch nur eines Schlucks brackigen Wassers auf einen kurz vor dem Ertrinken stehenden Menschen.

Was mich bei dieser Chart-Sammlung jedoch überraschte, war wie wenig es eigentlich braucht, um die US-Aktienmärkte zu bewegen... – Nettozuflüsse von 152 Mrd. USD entsprechen ca. 0.3% der Gesamtmarktkapitalisierung zum Jahresende 2023 von rund 50 Bio. USD. Ein solch geringer Nettoneu-geldzufluss genügte offenbar um den Russell 2000 um 15%, den S&P 500 um 24% oder den Nasdaq 100 um 54% ansteigen zu lassen. Dies zeigt m.E. deutlich, wie eng die amerikanischen Aktienmärkte aufgrund der großen (quasi-) passiven Bestände geworden sind.



Investor's Business Daily, 24MAY2023

Dabei ist das Narrativ weiterhin verfälscht. So wurde im Januar dem nebenstehenden Chart viel Aufmerksamkeit gewidmet, mit dem Morningstar aufzeigt, dass die in passiven Investmentfonds / ETFs verwalteten Vermögen zum ersten Mal die in aktiven Fonds verwalteten Volumen übertroffen haben. Dabei wird jedoch nicht berücksichtigt, dass der weitaus größte Teil der sogenannten „aktiven“ Investmentfonds lediglich „index hugger“ (also, sich an den Index klammernde Investoren) sind.

Historical Fund Assets: Active vs. Passive



Source: Morningstar Direct Asset Flows. Data as of Dec. 31, 2023.

Chartbook Top Links, 21JAN2024

Dies sind Investoren, die durch geringe Über- bzw. Untergewichtungen im Vergleich zu ihrer Benchmark versuchen dieselbe zu schlagen. Dies ist für Betrachtungen der Marktstruktur relevant, da sie nur ein sehr geringes „aktives“ Element in den Investmentprozess einbringen. Und diese Marktstruktur ist so verzerrt wie nie zuvor: Die US-Märkte sind seit Jahren das Zugpferd im globalen Kontext, und die sogenannten „Magnificent“ (in Anlehnung an einen alten Western: Glorreichen) 7 tragen den Großteil der Performance der US-Märkte.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Auf die Dominanz und das daraus resultierende Gewicht der US-Aktienmärkte im globalen Kontext bin ich auf Seite 5 dieser SR schon eingegangen.



@TaviCosta, X, 30JAN2024

Ein weiteres Indiz für die völlig aus dem Lot geratenen internationalen Verhältnisse ist die Tatsache, dass das Preis-zu-Buchwert-Verhältnis des Nasdaq inzwischen höher ist als das Kurs-Gewinn-Verhältnis des chinesischen Aktienmarktes. Fondsmanager Tavi Costa kommentierte dies wie folgt: „KI wird die Welt revolutionieren, aber sie wird wohl kaum etwas an der Tatsache ändern, dass die Wirtschaft Konjunkturzyklen durchläuft und aufgeblähte Bewertungen letztlich wieder verpuffen.“

Wie sehr dabei der US-Marktaufschwung von nur wenigen Titeln abhängt, illustriert die folgende Übersicht: Der S&P 500 schloss am 6. Februar mit einem Stand von 4954 um 3.86% höher als zum Jahresende 2023. Eine Betrachtung der einzelnen Sektoren zeigt jedoch die große Mehrzahl der Aktien in allen Sektoren überwiegend in der Verlustzone. Das ist nicht das Bild eines gesunden Marktes!

| CONSUMER DEFENSIVE - PACKAGED FOODS     |                                  | UTILITIES - UTILITIES - REGULATED ELECTRIC |                                    | FINANCIAL - BANKS - REGIONAL   |  | ENERGY - OIL & GAS E&P |  |
|---|----------------------------------|--|------------------------------------|--|--|------------------------|--|
| <b>KHC</b> <b>37.22 +0.65%</b>          | <b>SO</b> <b>67.18 -4.19%</b>    | <b>MTB</b> <b>132.98 -2.99%</b>            | <b>COP</b> <b>109.97 -5.25%</b>    | <div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="background-color: #28a745; color: white; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>NVDA</b><br/>+40.00%</div> <div style="background-color: #28a745; color: white; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>META</b><br/>+29.79%</div> <div style="background-color: #28a745; color: white; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>AMZN</b><br/>+12.09%</div> <div style="background-color: #dc3545; color: white; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>AUTO MANUF</b></div> <div style="background-color: #dc3545; color: white; padding: 5px;"><b>TSLA</b><br/>-27.13%</div> </div> |  |                        |  |
| <b>GIS</b> <b>63.53 -2.47%</b>          | <b>DUK</b> <b>76.80 -1.84%</b>   | <b>USB</b> <b>40.10 -7.35%</b>             | <b>COP</b> <b>109.97 -5.25%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>HRL</b> <b>29.80 -7.19%</b>          | <b>AEP</b> <b>76.80 -5.44%</b>   | <b>PNC</b> <b>145.83 -5.83%</b>            | <b>EOG</b> <b>109.65 -9.34%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>K</b> <b>54.12 -3.20%</b>            | <b>D</b> <b>44.69 -4.92%</b>     | <b>TFC</b> <b>36.25 -1.81%</b>             | <b>PXD</b> <b>226.16 +0.57%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>MKC</b> <b>65.85 -3.76%</b>          | <b>PCG</b> <b>16.37 -9.21%</b>   | <b>FITB</b> <b>33.31 -3.42%</b>            | <b>OXY</b> <b>56.98 -4.57%</b>     |  |  |                        |  |
| <b>LW</b> <b>104.13 -3.66%</b>          | <b>XEL</b> <b>58.52 -5.48%</b>   | <b>MTB</b> <b>132.98 -2.99%</b>            | <b>HES</b> <b>145.46 +0.90%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>SJM</b> <b>129.21 +2.24%</b>         | <b>ED</b> <b>89.67 -1.43%</b>    | <b>HBAN</b> <b>12.40 -2.52%</b>            | <b>DVN</b> <b>40.69 -10.18%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>CAG</b> <b>28.56 -0.35%</b>          | <b>PEG</b> <b>58.20 -4.82%</b>   | <b>RF</b> <b>17.96 -7.33%</b>              | <b>FANG</b> <b>149.62 -3.52%</b>   |  |  |                        |  |
| <b>CPB</b> <b>43.72 +1.13%</b>          | <b>EIX</b> <b>65.56 -8.29%</b>   | <b>CFG</b> <b>31.55 -4.80%</b>             | <b>CTRA</b> <b>24.19 -5.21%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>REAL ESTATE - REIT - RESIDENTIAL</b> |                                  | <b>KEY</b> <b>14.22 -1.25%</b>             | <b>EQT</b> <b>34.18 -11.59%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>ESS</b> <b>230.34 -7.10%</b>         | <b>WEC</b> <b>78.03 -7.29%</b>   | <b>CMMA</b> <b>50.36 -9.77%</b>            | <b>MRO</b> <b>22.32 -7.62%</b>     |  |  |                        |  |
| <b>AVB</b> <b>169.99 -9.20%</b>         | <b>DTE</b> <b>103.92 -5.75%</b>  | <b>ZION</b> <b>38.87 -11.40%</b>           | <b>APA</b> <b>29.81 -16.92%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>EQR</b> <b>58.51 -4.33%</b>          | <b>ES</b> <b>53.69 -13.01%</b>   | <b>FINANCIAL - ASSET MANAGEMENT</b>        |                                    |  |  |                        |  |
| <b>INVH</b> <b>32.22 -5.54%</b>         | <b>ETR</b> <b>99.60 -1.57%</b>   | <b>BX</b> <b>121.25 -7.39%</b>             | <b>FINANCIAL - CAPITAL MARKETS</b> |  |  |                        |  |
| <b>MAA</b> <b>124.84 -7.16%</b>         | <b>FE</b> <b>36.22 -1.20%</b>    | <b>BLK</b> <b>783.17 -3.53%</b>            | <b>MS</b> <b>85.89 -7.89%</b>      |  |  |                        |  |
| <b>ESS</b> <b>230.34 -7.10%</b>         | <b>PPL</b> <b>25.62 -5.46%</b>   | <b>BK</b> <b>55.01 +5.69%</b>              | <b>GS</b> <b>383.02 -0.71%</b>     |  |  |                        |  |
| <b>UDR</b> <b>35.43 -7.47%</b>          | <b>CMS</b> <b>56.58 -2.57%</b>   | <b>AMP</b> <b>390.07 +2.70%</b>            | <b>SCHW</b> <b>62.37 -9.35%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>CPT</b> <b>93.88 -5.45%</b>          | <b>AEE</b> <b>67.97 -6.04%</b>   | <b>STT</b> <b>72.57 -6.31%</b>             | <b>RJF</b> <b>112.42 +0.82%</b>    |  |  |                        |  |
| <b>HEALTHCARE - HEALTHCARE PLANS</b>    |                                  | <b>TROW</b> <b>108.24 +0.51%</b>           | <b>MKTX</b> <b>221.29 -24.44%</b>  |  |  |                        |  |
| <b>UNH</b> <b>502.96 -4.47%</b>         | <b>PPG</b> <b>137.57 -8.01%</b>  | <b>PFG</b> <b>77.52 -1.46%</b>             | <b>AAPL</b> <b>-2.52%</b>          |  |  |                        |  |
| <b>UNH</b> <b>502.96 -4.47%</b>         | <b>LIN</b> <b>400.63 -2.45%</b>  | <b>NTRS</b> <b>78.74 -6.68%</b>            | <b>TSLA</b> <b>-27.13%</b>         |  |  |                        |  |
| <b>ELV</b> <b>490.33 +3.98%</b>         | <b>SHW</b> <b>304.49 -2.38%</b>  | <b>BEN</b> <b>26.33 -11.62%</b>            |                                    |  |  |                        |  |
| <b>CVS</b> <b>72.44 -8.26%</b>          | <b>APD</b> <b>218.02 -20.37%</b> | <b>IVZ</b> <b>15.68 -12.11%</b>            |                                    |  |  |                        |  |
| <b>CI</b> <b>321.27 +7.29%</b>          | <b>ECL</b> <b>195.55 -1.41%</b>  |  |                                    |  |  |                        |  |
| <b>HUM</b> <b>361.02 -21.14%</b>        | <b>PPG</b> <b>137.57 -8.01%</b>  |  |                                    |  |  |                        |  |
| <b>CNC</b> <b>74.07 -0.19%</b>          | <b>DD</b> <b>61.21 -20.43%</b>   |  |                                    |  |  |                        |  |
| <b>MOH</b> <b>351.10 -2.83%</b>         | <b>LYB</b> <b>93.15 -2.03%</b>   |  |                                    |  |  |                        |  |
|   | <b>IFF</b> <b>80.18 -0.98%</b>   |  |                                    |  |  |                        |  |
|   | <b>ALB</b> <b>108.73 -24.74%</b> |  |                                    |  |  |                        |  |
|   | <b>EMN</b> <b>82.53 -8.12%</b>   |  |                                    |  |  |                        |  |

@NorthmanTrader, X, 6FEB2024



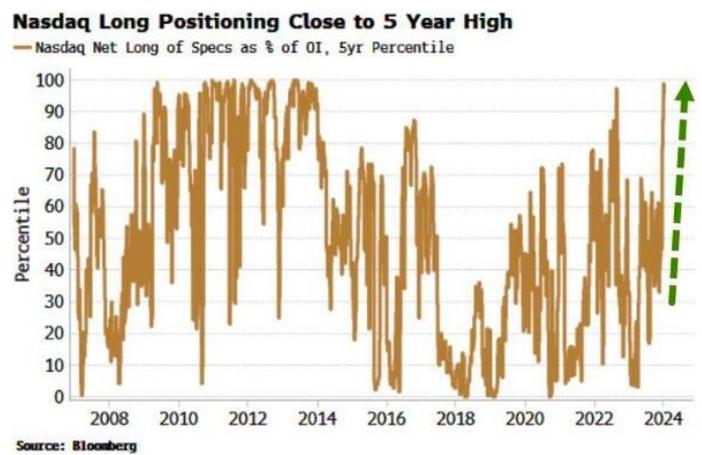
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Neben dem schon bekannten Phänomen des **FOMO** (Fear Of Missing Out = Die Angst etwas zu versäumen) scheinen die US-Aktienmärkte verstärkt durch eine Variante davon beherrscht zu werden, nämlich **FOMU** (Fear Of Materially Underperforming = Die Angst vor deutlicher Underperformance). Aktive Fondsmanager, die eine fundamentale Beurteilung ihrer Anlagen vornehmen, sind in der Regel in den „Mag 7“ unter- oder auch gar nicht mehr investiert. Dies gilt u.a. auch für den **IASF**, der im letzten Jahr nicht nur nicht in den Schwergewichten der US-Indizes investiert war, sondern durch Nasdaq 100 und S&P 500-Short Positionen auch noch auf eine Korrektur der aus unserer Sicht bestehenden Überbewertung derselben gesetzt hat. - Ich gebe dabei gerne zu, dass ich von FOMU nicht unbeeindruckt bin. Aber ich habe immer fundamental investiert und bin davon überzeugt, dass auch die Mag 7 / Tech / KI-Blase in ihrer momentanen Ausprägung platzen wird.



[Party Like It's 1999](#), GaveKal Research, 7FEB2024



[Calvin's thoughts](#), Substack, 20JAN2024

Aus der Vielzahl der Charts und Illustrationen, die diese Überbewertung bildlich darstellen, habe ich oben links die Entwicklung des S&P 500- und MSCI Welt IT & Kommunikationssektor, jeweils relativ zum S&P 500 / MSCI Welt Index ausgewählt, die die vielen Vergleiche mit der Dot-Com-Blase zur Jahrtausendwende rechtfertigen. Der Chart oben rechts zeigt zudem, dass die Investoren kurzfristig im Nasdaq die höchste Net Long-Position in Prozent des Open Interest halten.

Wie aussergewöhnlich die Lage am US-Aktienmarkt zurzeit ist, zeigt ein Tweet von [Jason Goepfert](#) vom 6.2., als der S&P 500 0.35% von seinem 3-Jahres-Hoch entfernt war. Zum selben Zeitpunkt befanden sich die Aktienkurse von weniger als 40% der Index-Komponenten oberhalb ihres 10-Tage-Durchschnitts (TD) und weniger als 70% oberhalb ihres 200-TD. Eine solche Marktstruktur, in der Rekord-Index-Niveaus von so relativ wenigen Index-Komponenten getragen wurde, trat seit 1928 bisher nur einmal auf, nämlich am 8. August [1929](#)...



S&P 500, 1928-33, [Finanzen.net](#)





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Das alles stört die Investoren zurzeit herzlich wenig. Für sie zählt nur der Aktienkurs und dessen Momentum, nicht die Bewertung der unterliegenden Gesellschaft. Ihre Erfahrung hat sie immer wieder gelehrt, dass man jede Korrektur in den großen Tech-Firmen kaufen muss (*Buy the Dip*), da in der Folge immer wieder neue Hochs zu erwarten sind.

In gewisser Weise ist dies gar eine rationale Verhaltensweise, zumindest so lange bis das Narrativ sich ändert und plötzlich jeder erkennt was doch schon immer so offensichtlich war, nämlich dass der Tech-Sektor und die Glorreichen 7 extrem überteuert sind, wie die einfache, auf Basis der per 14.2. veröffentlichten Daten erstellte, nebenstehende Übersicht zeigt.

| As of<br>14.02.2024 | MarketCap<br>in Mrd. \$ | Sales<br>in Mrd. \$ | P/Sales | Price<br>from ATH |
|---------------------|-------------------------|---------------------|---------|-------------------|
| AAPL                | 2840                    | 368                 | 7.72    | -8.0%             |
| AMZN                | 1760                    | 575                 | 3.06    | -9.7%             |
| GOOG                | 1820                    | 307                 | 5.93    | -5.5%             |
| META                | 1200                    | 135                 | 8.89    | -3.0%             |
| MSFT                | 3010                    | 228                 | 13.20   | -3.3%             |
| TSLA                | 585                     | 97                  | 6.03    | -38.0%            |
| NVDA                | 1820                    | 45                  | 40.44   | -0.6%             |

Mag 7: Marktkap., Umsatz, Marktkap./Umsatz, % vom Allzeithoch

Auf den ersten Blick stellt sich hier vielleicht die Frage, ob Tesla mit seiner gesunkenen Marktkapitalisierung und nach erfolgter starker Kurskorrektur noch zu den Mag 7 gezählt werden kann? – Aber mir kommt dabei in erster Linie ein Kommentar von Scott McNealy, Mitbegründer von Sun Microsystems, in den Sinn, welchen ich in dieser Publikation schon einmal zitiert habe. Dieser hatte zum Ausklang der Dot-Com-Blase einer Schar versammelter Analysten in Anspielung auf den vormaligen Preis der Sun Microsystems Aktie von 64 USD und die damit verbundene Bewertung des Unternehmens zum 10-fachen der Umsätze **folgendes** zu sagen (meine Übersetzung ins deutsche):

*«Beim 10-fachen des Umsatzes muss ich Ihnen, um eine 10-jährige Amortisation zu erreichen, 10 Jahre lang 100% des Umsatzes in Form von Dividenden ausschütten. – Dies setzt voraus, dass ich das von meinen Aktionären bewilligt bekomme. Das setzt voraus, dass ich keine Herstellungskosten habe, was für ein Computerunternehmen sehr schwierig ist. Es setzt voraus, dass ich keine Kosten habe, was bei 39.000 Mitarbeitern wirklich schwierig ist. Es setzt voraus, dass ich keine Steuern zahle, was extrem schwierig ist. Und es setzt voraus, dass Sie keine Steuern auf Ihre Dividenden zahlen, was eigentlich illegal ist. Und es setzt voraus, dass ich ohne Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den nächsten 10 Jahren die derzeitige Umsatzrate beibehalten kann. Möchte nun noch jemand von Ihnen meine Aktien für 64 \$ kaufen? Ist Ihnen klar, wie lächerlich diese Grundannahmen sind? Sie brauchen keine Transparenz. Sie brauchen keine Fußnoten. Was haben Sie sich dabei gedacht?»*

Ja, was denken sich die Investoren, die für den Nvidia-Umsatz den 40(!)-fachen Wert zu zahlen bereit sind? – Oder den 13-fachen für Microsoft? – Oder den 12-fachen im Mittel? – Ich weiss es nicht! Was ich weiss ist, dass Märkte länger irrational sein können als man je für möglich halten würde. Aber wenn Bewertungen noch eine Rolle spielen und das Phänomen der Rückkehr zum langfristigen Mittel (und darunter) nicht ausser Kraft gesetzt ist (was sicher nicht der Fall ist), dann ist unsere Nasdaq 100-Short-Position im **IASF** jetzt mehr denn je gerechtfertigt.



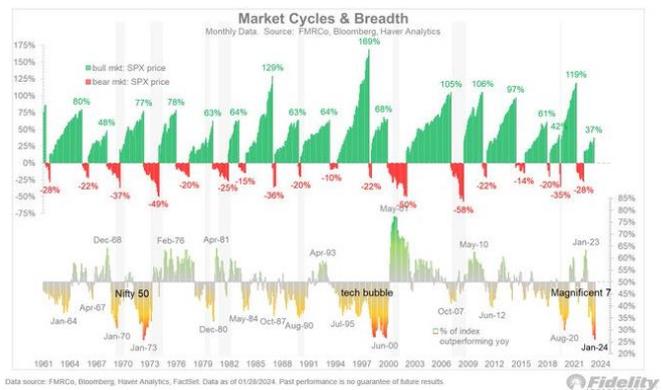


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

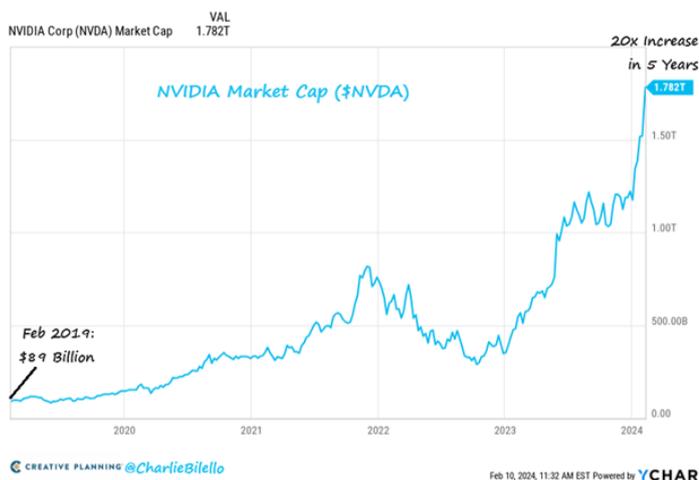
Was ist in dieser Situation Ihrer Meinung nach die verantwortliche Haltung? - In Panik verfallen und unseren Ansatz aufgeben, die Shorts schließen bzw. mit überteuerten Puts arbeiten? Oder am eigenen Ansatz festhalten, selbst wenn dies eine Konsolidierung des Anteilswertes in einem andernfalls positiven Aktienmarktumfeld nach sich zieht, und wir damit vielleicht - wie ich im Januar-Managementkommentar schrieb - im Auge manches Investors «bestenfalls als stur oder einfach nur dumm» dastehen? - Geduld, Disziplin sowie die Überzeugung vom eigenen Investmentansatz, aber auch die Fähigkeit im Vergleich zur Masse eine andere Position einzugehen, gehören für mich zu den wichtigsten Eigenschaften erfolgreicher Investoren. - QED!

Wie erwähnt erleben wir zurzeit einen der engsten Märkte der Geschichte, in dem nur 26% der Aktien eine bessere Performance als der S&P 500 Index aufweisen. Das letzte Mal, als dies der Fall war (1998-2000), endete es in Tränen (-53% im S&P 500). Und beim vorletzten Mal (1970-73) führte es mit einem Rückgang des Kurs-Gewinn-Verhältnisses vom 20- auf das 7-fache zu einer scharfen Bewertungskontraktion.



@TimmerFideLity, X, 1FEB2024

Aber diesmal wird es sicher anders sein ...



| S&P 500 Energy Sector ETF (XLE) vs. NVIDIA (SNVDA) |                              |   |                              |
|--|------------------------------|---|------------------------------|
| Ticker   | Name                         | Market Cap (\$Billions)<br>As of 2/9/24 | Net Income (TTM, \$Billions) |
| XOM  | Exxon Mobil Corp             | 404                                     | 36                           |
| CVX  | Chevron Corp                 | 280                                     | 21                           |
| COP  | ConocoPhillips               | 131                                     | 11                           |
| SLB  | Schlumberger Ltd             | 67                                      | 4                            |
| EOG  | EOG Resources Inc            | 65                                      | 8                            |
| PSX  | Phillips 66                  | 63                                      | 7                            |
| MPC  | Marathon Petroleum Corp      | 63                                      | 10                           |
| PXD  | Pioneer Natural Resources Co | 53                                      | 5                            |
| OXY  | Occidental Petroleum Corp    | 50                                      | 5                            |
| VLO  | Valero Energy Corp           | 49                                      | 9                            |
| HES  | Hess Corp                    | 44                                      | 1                            |
| WMB  | Williams Companies Inc       | 41                                      | 3                            |
| OKE  | ONEOK Inc                    | 40                                      | 2                            |
| KMI  | Kinder Morgan Inc            | 37                                      | 2                            |
| HAL  | Halliburton Co               | 31                                      | 3                            |
| BKR  | Baker Hughes Co              | 29                                      | 2                            |
| FANG   | Diamondback Energy Inc       | 27                                      | 3                            |
| DVN  | Devon Energy Corp            | 27                                      | 4                            |
| TRGP   | Targa Resources Corp         | 19                                      | 1                            |
| CTRA   | Coterra Energy Inc           | 18                                      | 2                            |
| EQT  | EQT Corp                     | 14                                      | 3                            |
| MRO  | Marathon Oil Corp            | 13                                      | 2                            |
| APA  | APA Corp                     | 9                                       | 2                            |
| <b>Energy Sector Totals (XLE)</b>                  |                              | <b>1574</b>                             | <b>147</b>                   |
| <b>Nvidia (SNVDA)</b>                              |                              | <b>1782</b>                             | <b>19</b>                    |

Nvidia Marktkapitalisierung (l), Marktkapitalisierung des S&P 500 Energie-Sektors (r), [The Week in Charts \(2/13/24\)](#) by C. Bilello, 13FEB2024

Bisher ist jedoch noch keine Wende im Investorenverhalten absehbar. Während Nvidia-Aktien seit Jahresbeginn 45% gestiegen sind, ist unser Energie-Portfolio (trotz des positiven Uran-Beitrags) im Schnitt um ca. 5% gefallen, obwohl der Ölpreis seit Jahresbeginn um mehr als 5% gestiegen ist. Wie die Tabelle oben rechts zeigt, ist Nvidia inzwischen mehr wert als der gesamte S&P 500-Energiesektor...



Während der Nvidia-Kurs weiter in die Stratosphäre steigt, berichtet [Bloomberg](#), dass Amazon-Gründer Jeff Bezos während der vergangenen 4 Handelstage Aktien im Wert von 4 Mrd. USD verkaufte. Peter Atwater kommentierte dies am 14.2. auf X: „*Es gibt nur zwei Situationen, in denen man Aktien im Wert von 4 Mrd. Dollar in 4 Tagen verkauft: Wenn man es muss und wenn man dumm wäre, es nicht zu tun...*“



Peter Atwater  
@Peter\_Atwater



There are only two moments when you sell \$4 billion of stock in four days: when you have to and when you are stupid not to...

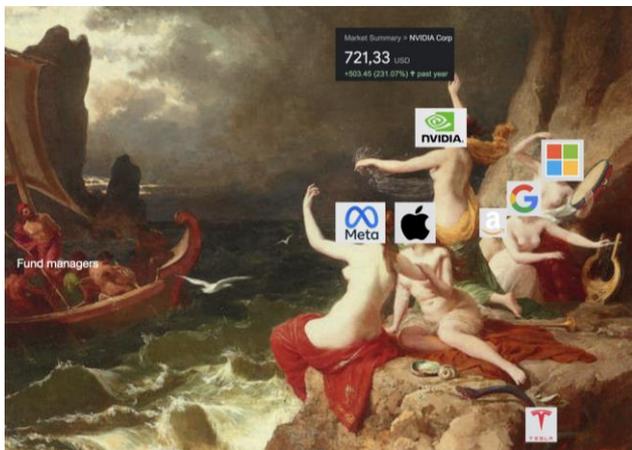


Jesse Felder @jessefelder · 21h

Bezos Sells \$4 Billion of Amazon Stock in Four Trading Days  
[bloomberg.com/news/articles/...](https://www.bloomberg.com/news/articles/...)

5:30 PM · Feb 14, 2024 · 545.2K Views

@Peter\_Atwater, X, 14FEB2024



[Avoiding the Siren Song](#) by Trader Ferg, 14FEB2024

Ich bitte meine Leser um Verständnis, aber ich könnte zu diesem Thema tatsächlich endlos weiterschreiben, doch nehme ich an, dass mein Argument zur vielleicht wichtigsten Frage unserer Investoren klar sein sollte.

Diese lautet: Ist es für **IASF** sinnvoll nicht länger gegen den Strom zu schwimmen und stattdessen von FOMU getrieben mit der Herde zu laufen? – Meine Antwort darauf bleibt (bis auf weiteres) ein NEIN!

Für diejenigen unter meinen Lesern, die es nicht zu mühsam finden englische Interviews anzuhören, verlinke ich hier noch Addam Taggart's (Thoughtful Money) Interview mit [Grant Williams](#), der zu meinen absoluten Favoriten-Kommentatoren und Marktbeobachtern gehört, und auch diesmal wieder mit seinen Big Picture-Betrachtungen wertvolle Perspektiven und Denkanstöße liefert.

Zudem hörensenswert ist eines der seltenen Interviews mit einem der großen noch aktiven Value-Manager. [David Einhorn](#) hat in seinem Gespräch mit Barry Ritholz in der Bloomberg Reihe „*Masters in Business*“ viel interessantes über die aktuelle Marktstruktur und die Herausforderung für Value Manager zu sagen. Insbesondere fand ich seine Beschreibung des Investmentprozesses von Greenlight Capital interessant, der durchaus Ähnlichkeiten mit unserem **IASF**-Ansatz hat und den David wie folgt beschreibt: „*Unser Fokus liegt auf langfristigen Bewertungen. Die Ideenfindung ist idiosynkratisch. Wir beginnen in der Regel mit einer Beschreibung, einer qualitativen Einschätzung, was an einer Sache wahrscheinlich missverstanden wird. Und wenn wir glauben, dass etwas missverstanden wird, wird es vielleicht auch falsch bewertet. Und da wir auf der Suche nach Geschichten sind, nehmen wir erst an zweiter Stelle eine Bewertung vor, anstatt einfach nur nach billigen Aktien zu suchen. Wir fragen uns selbst: Was ist es, das andere Leute möglicherweise an einer Situation übersehen, das die Ursache für die Fehlbewertung sein könnte.*“ – Das lässt mich an Investmentthemen mit Rückenwind denken...





## INVESTIEREN MIT RÜCKENWIND

incrementum

FONDS professionell KONGRESS 2024

**Investieren mit Rückenwind**

Incrementum Fondsmanager Dr. Christian Schärer und Hans G. Schiefen wollen von Rückenwind an den Finanzmärkten profitieren.  
Wie, das erklären sie anhand von zwei Sektor-Beispielen.

MORNINGSTAR

www.incrementum.li

### (Zusammenfassung unseres Vortrags am Fondskongress in Mannheim am 25. Januar 2024)

Wie unsere Investoren und wohl auch die meisten Leser wissen arbeiten Dr. Christian Schärer und ich bei unseren jeweiligen Fondsprodukten eng zusammen. Christian ist stellvertretender Fondsmanager des **IASF** und ich nehme dieselbe Rolle beim **Uranium Resources Fund (URF)** ein.

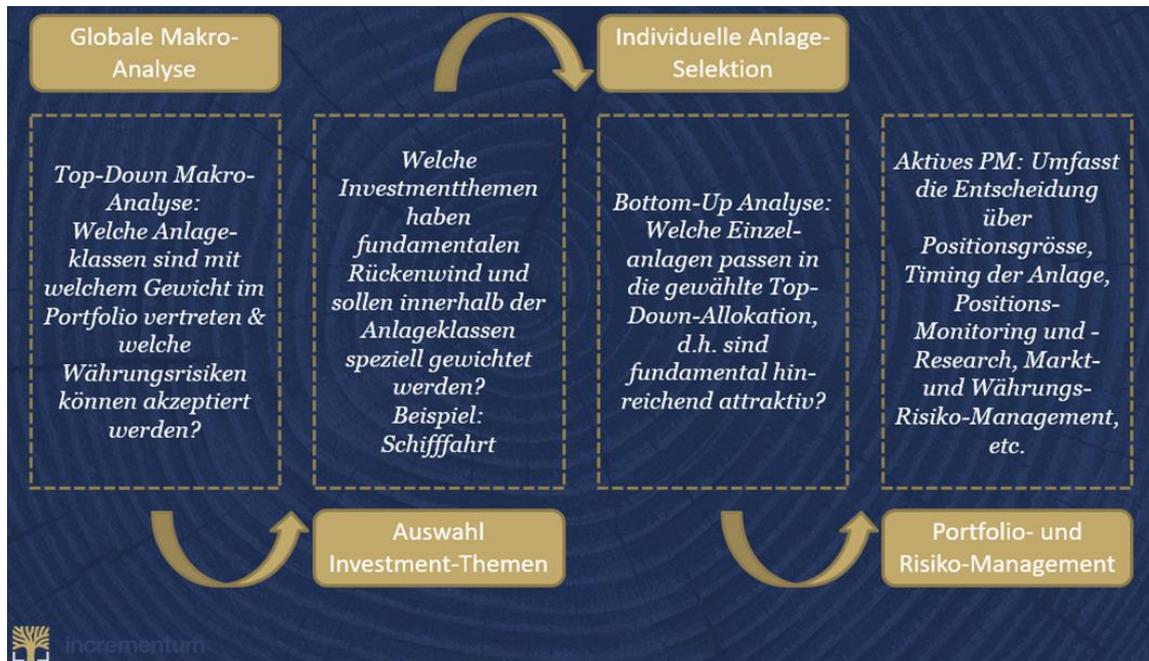
Dabei sind beides höchst unterschiedliche Produkte: Der **URF** ist ein hochspezialisierter Themenfonds, der seine Anlagen auf die Uranwertschöpfungskette fokussiert, während der **IASF** ein globaler Strategiefonds ist. Bei allen Unterschieden einigt uns jedoch, dass wir beide in unseren Mandaten von strukturellem Rückenwind an den Finanzmärkten zu profitieren suchen.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



Die Windrichtung leiten wir dabei im **IASF** aus der Analyse des Makroumfeldes ab. Diese zielt einerseits darauf ab die Attraktivität einzelner Anlageklassen zu bestimmen, sowie andererseits Anlagethemen zu identifizieren, von denen wir aufgrund unserer Analyse erwarten, dass sie mittelfristig strukturellen Rückenwind geniessen.

Unsere Anlageentscheidungen treffen wir dabei immer vor dem Hintergrund der allgemeinen Finanzmarktbeurteilung und grundsätzlich fundamentalbasiert (Bottom-Up-Ansatz). Dabei bevorzugen wir den antizyklischen Positionsaufbau, verfolgen einen langfristigen Anlagehorizont und favorisieren bewährte und verständliche Geschäftsmodelle. Und obwohl wir keine Value-Investoren im engen Sinne sind, kaufen wir Vermögenswerte doch immer zu einem Preis, der unter deren vermeintlichem Wert liegt.

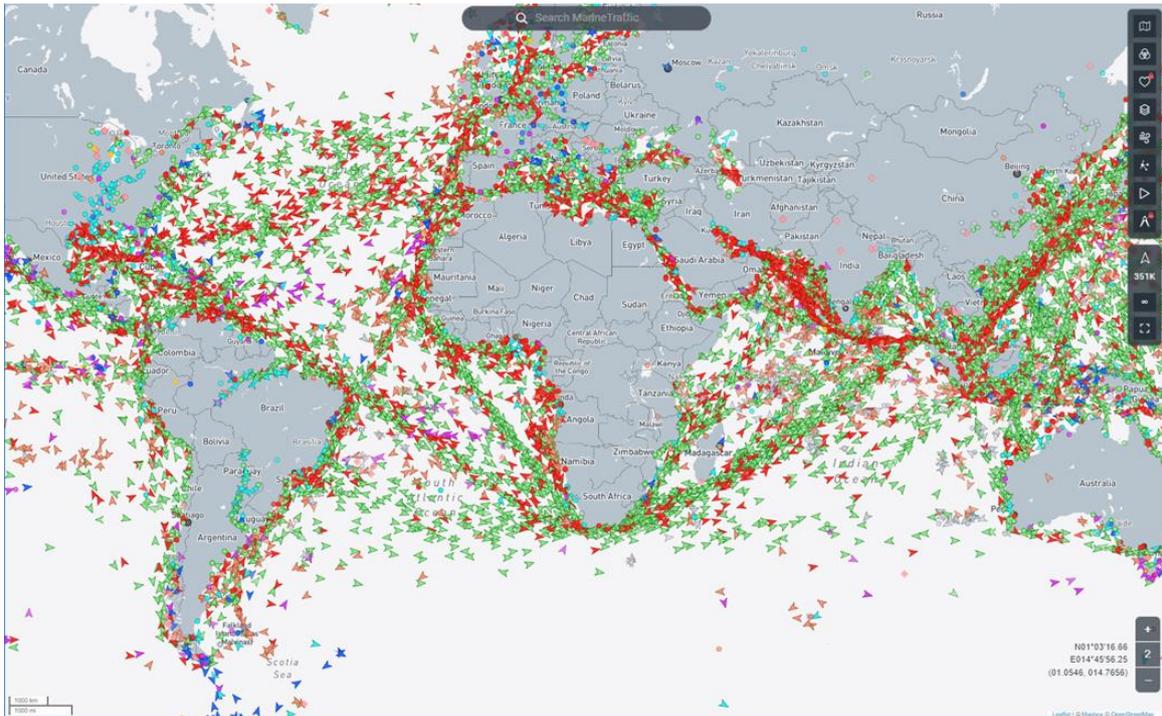
Wie man sich das vorzustellen hat, möchte ich Ihnen anhand eines Beispiels, nämlich dem **IASF**-Thema „**Schifffahrt**“ in der Folge exemplarisch darlegen:

Als wir den **IASF** 2019 auflegten, taten wir dies unter der Makro-Prämisse das der Finanzmarktzyklus zunehmend vom Ende des langfristigen Schuldenzyklus geprägt wird, der unserer Überzeugung nach in einer inflationären Phase münden wird. Konsequenterweise suchten wir daher nach Investmentthemen, die von einem solchen Umfeld profitieren könnten.





Dabei denken Sie wohl erst einmal an Immobilien, die uns damals jedoch sehr teuer erschienen. Hochseeschiffe haben im Vergleich dazu in vielerlei Hinsicht einen ähnlichen Charakter: Es handelt sich dabei ebenfalls um langlebige Investitionsgüter, die nicht nur einen Einnahmestrom generieren, sondern in einem inflationären Umfeld auch von steigenden Wiederbeschaffungskosten profitieren.



<https://www.marinetraffic.com/en/ais/home/centerx:10.3/centery:1.1/zoom:3>, 30JAN2024

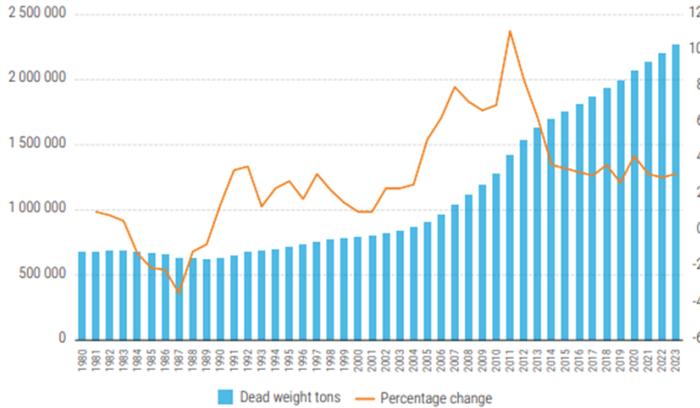
Die internationale Seeschifffahrt ist das Rückgrat des globalen Handels, und insgesamt werden mehr als 80% aller international gehandelten Güter auf unseren Ozeanen transportiert. Das obige Schaubild zeigt Ihnen einen Schnappschuss des globalen maritimen Schiffsverkehrs. Expertenschätzungen gehen von ca. 100.000 Schiffen in der globalen Flotte aus. Öltanker und Schüttgutfrachter machen davon je ca. 12% aus, der Rest sind Containerschiffe, Gas Carrier, Passagierschiffe, und viele andere.

Unser Anlagefokus lag von Beginn an auf Tankern und Schüttgutfrachtern, da diese mit dem Transport von Gütern beschäftigt sind, der letztlich unvermeidlich ist. Öl wird in der Regel dort gefördert, wo es nicht gebraucht bzw. verarbeitet wird, und dasselbe gilt für andere wichtige Rohstoffe. So befinden sich z.B. einige der größten Eisenerzvorkommen in Australien und Brasilien, und müssen von dort an ihre finalen Weiterverarbeitungsdestinationen transportiert werden. Auch Sojabohnen, Weizen oder Reis, die für die Ernährung einer wachsenden Weltbevölkerung essenziell sind, werden auf die Ozeane überquerenden Schüttguttransportern aus den großen Exportnationen zu ihren finalen Verbrauchermärkten gebracht.





Figure 2.1 The world fleet, thousand dead weight tons and percentage change, 1980–2023 (Percentage annual change)



Source: UNCTAD calculations, based on data from Clarksons Research, 2023.

Globale Flottenkapazität in dwt, S.9 - [Review of Maritime Transport 2023](#), Overview, UNCTAD - Jährliche Veränderung, S.5

Figure 1 Seaborne trade growth, tons and ton-miles, 2000–2024 (Annual percentage change)



Source: UNCTAD secretariat, based on Clarksons Research, Shipping Intelligence Network timeseries (as of July 2023).

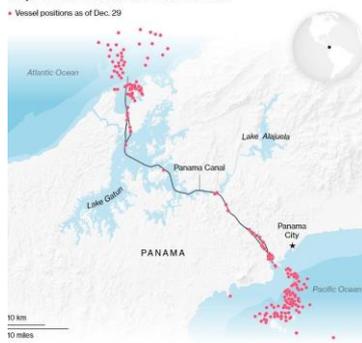
Note: 2023 data are estimated and 2024 are forecasts.

Werfen wir einen Blick auf die bestehende Angebots- und Nachfragesituation:

In der Schifffahrt misst man die Angebotsseite durch die verfügbare Tonnage, d.h. die Transportkapazität in Tonnen (dwt). Wie der Chart oben links zeigt, wuchs die Gesamt-Tonnage 2023 um ca. 3%. Die Nachfrageseite wird dagegen durch “ton mile demand” oder übersetzt die Frachtmeilen-Nachfrage bestimmt, d.h. die Frachtmenge mal Reisestrecke. Diese konnte 2023 gar um knapp 4% ansteigen und erklärt damit auch die historisch attraktiven Frachtraten, die in den meisten Schifffahrtssektoren zu erzielen waren.

Das Phänomen der Frachtmeilen-Nachfrage erhält zurzeit gerade eine besondere Relevanz. Denn wenn Schiffe Umwege fahren müssen, um ihr Ziel zu erreichen, dann brauchen sie mehr Zeit, um dieselben Güter von A nach B zu transportieren. Dies bindet effektiv mehr Kapazitäten für dieselbe Transportleistung.

Ships Wait to Transit the Panama Canal



Sources: Bloomberg Terminal, Smithsonian Tropical Research Institute, OpenStreetMap

[Bloomberg News](#), 3JAN2024

Nehmen wir z.B. die aktuelle Situation im Panama Kanal, den durchschnittlich ca. 3% des globalen Schiffsverkehrs passieren. Wegen niedrigem Wasserstand in den den Kanal und seine Schleusen mit Wasser versorgenden umliegenden Seen, kann der Panama Kanal zurzeit nur mit ca. 2/3 seiner Maximalkapazität betrieben werden, und es wird erwartet, dass sich die Situation in den Sommer hinein weiter verschärft. Dies zwingt viele Schiffe zu längeren Routen (z.B. um die Südspitze Lateinamerikas) um an ihr Ziel zu gelangen.



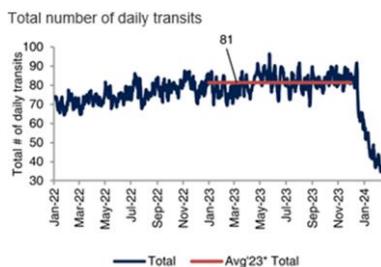
Noch wichtiger ist die Meerespassage Suez Kanal / Rotes Meer / Golf von Aden, durch die ca. 12-15% des globalen Schiffsverkehrs passieren. Wie Sie sicher verfolgt haben, haben Angriffe der aus dem Jemen herausoperierenden Huthi-Rebellen die Passage für viele Reeder nicht länger nutzbar gemacht, da sie um das Leben ihrer Seeleute wie auch um ihre Schiffe bangen.

Viele Reeder haben sich daher entschieden auf dem Weg zwischen Asien und Europa den deutlich längeren Weg um das Kap der guten Hoffnung zu machen. Die nebenstehende Graphik zeigt die Haupt-handelsverbindungen im Ölmarkt (hier für raffinierte Produkte wie Diesel, etc.). Sie verdeutlicht in der Legende unten, dass ein Meiden des Suez-Kanals die Reisezeit zwischen Europa und Ostasien (China) um 12 Tage (+32%), zwischen der Mittelmeer-Region und Ostasien um 17 Tage (+55%) sowie zwischen dem arabischen Golf und Europa um 16 Tage (+73%), verlängert.



Scorpio Tankers, [4Q2023 Results Presentation](#), P.11

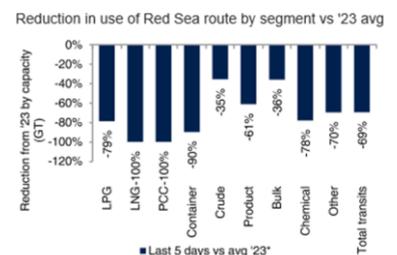
Einerseits bedeutet der Umweg ums *Kap der guten Hoffnung* zwar die Ersparnis der Suez-Kanal-Nutzungsgebühren und die Vermeidung spezieller „Kriegs-Risiko“-Versicherungsprämien, braucht andererseits aber deutlich mehr Zeit und führt somit auch zu deutlich höheren Kosten (allgemeine Betriebskosten und insbesondere teuren Treibstoff).



Source: Clarkson, ABGSC

[ABGSC Shipping Daily](#), 13FEB2024

Nach aktuellen Schätzungen sind die Suez-Kanal-Transitzahlen bereits um ca. zwei Drittel gefallen. Dies resultiert in einer steigenden Frachtmeilen-Nachfrage und damit c.p. steigenden Frachtraten.



Source: Clarkson, ABGSC

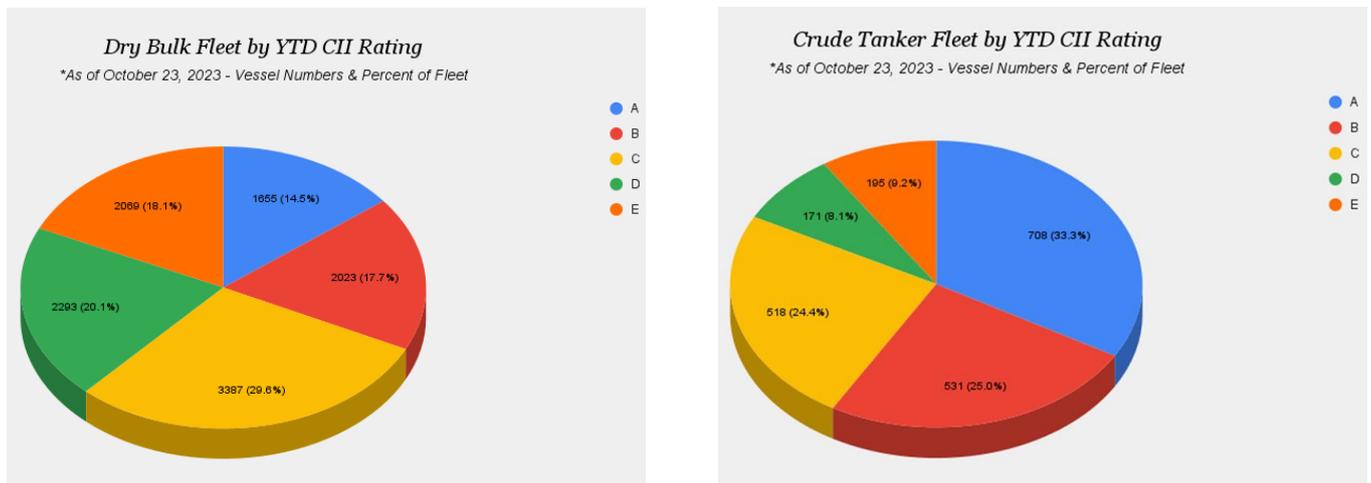
[ABGSC Shipping Daily](#), 13FEB2024





Eine weitere wichtige Makro-Entwicklung sind neue Umweltrichtlinien zur Reduktion des Treibhausgas-Ausstoßes der internationalen Schifffahrt, die als signifikanter Umweltverschmutzer gilt. In diesem Zusammenhang hat es sich die IMO (*International Maritime Organisation*) zum Ziel gesetzt durch unterschiedliche Maßnahmen die Schadstoffemissionen der globalen Schifffahrt bis 2030 um 40% zu reduzieren.

So werden z.B. seit dem vergangenen Jahr Schiffe mit einem neuen *Carbon Intensity Indicator*, kurz: CII, klassifiziert, der den Schadstoff-Ausstoß im Verhältnis zur Frachtkapazität bewertet. Schiffe werden hierbei – ähnlich ihrem Kühlschrank zu Hause – mit A für die höchste Effizienzstufe bis E bewertet. Die Charts unten zeigen links die Einstufung von Schüttgutfrachtern, von denen knapp 40% im Bereich D&E eingestuft werden, sowie von Rohöltankern, von denen mehr als 17% mit D&E klassifiziert werden.



Carbon Intensity Indicator Ratings, [Value Investor's Edge](#), 28Okt2023

Eigner von Schiffen, die mit D oder E eingestuft werden, müssen einen Maßnahmenkatalog vorlegen, mittels dessen sie innerhalb einer vorgegebenen Frist zumindest eine C-Klassifizierung erreichen. Dies kann am einfachsten durch eine verlangsamte Fahrt erreicht werden, da der Treibstoffverbrauch und damit der Schadstoffausstoß eines Schiffes mit steigender Geschwindigkeit (ähnlich wie bei ihrem Auto) überproportional zunimmt. Das sogenannte Slow Steaming reduziert allerdings die effektiv verfügbaren Transport-Kapazitäten, da ein Schiff damit wiederum länger braucht, um von A nach B zu gelangen. Weitere Maßnahmen sind der Einsatz von saubereren Treibstoffen wie Schiffsdiesel und andere unterstützende Maßnahmen, wie z.B. ein spezieller, die Friktion mit dem Wasser reduzierender Anstrich des Schiffsrumpfs. All dies erhöht jedoch c.p. die Frachtkosten.



Die mit den steigenden umweltpolitischen Anforderungen einhergehenden Unsicherheiten lassen zudem viele Reeder zögern, neue Schiffe mit herkömmlichen Antriebsaggregaten zu ordern, da sie fürchten, dass diese nicht die üblichen 15-20 Jahre Betriebszeiterlaubnis erhalten werden, die sie ihrem Investment in der Regel zugrunde legen. Alternative Antriebsaggregate, wie z.B. mittels Ammoniaks, werden zwar schon angeboten, sind aber teuer und der Treibstoffpreis unterliegt sehr viel größeren Schwankungen, was die ökonomische Kalkulation riskanter macht. Dies führt zu einem Investitionsstau, der die Flotte nur langsam wachsen und sich kaum erneuern lässt, was mittelfristig den Frachtratenausblick stützt.

Dies sind nur einige Gründe dafür, wieso wir im Bereich Schifffahrt in den nächsten Jahren weiteren Rückenwind als Investoren erwarten. Und gerade der Schüttgüter- und Öltanker-Bereich sollte hiervon auch aufgrund der bereits bis 2026 hauptsächlich für Containerschiffe und Flüssiggastransporter ausgebuchten Werftkapazitäten besonders profitieren.

## Solactive Global Shipping Index PR



[Solactive Global Shipping Index](#), 15FEB2024

Wie hat sich ein Investment im Schifffahrtssektor in den vergangenen Jahren entwickelt? – Der Solactive Global Shipping Index ist seit Auflegung des **IASF** im Juli 2019 um 113% gestiegen. Wir selbst haben in diesem Thema flexibel investiert mit Allokationsquoten zwischen 7 und 22% sowie fluktuierenden Sub-Sektor-Gewichten.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

| Dividend Yld | P/E Ratio | P/B Ratio | EV/Sales | EV/EBITDA | EBITDA/Interest | Return YTD |
|--------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------------|------------|
| 9.46%        | 5.88      | 1.24      | 2.15     | 5.03      | 15.44           | 43.00%     |

IASF Schifffahrts-Buch, durchschnittl. Bewertungen, Ende 2023

Was uns weiterhin positiv stimmt, sind die weiterhin günstigen Bewertungen des Sektors. So wies unser Schifffahrts-Portfolio zum Jahresende ein durchschnittliches KGV von 6 und ein EV/EBITDA von 5 aus. Zudem handeln die meisten Titel mit Abschlägen zu den aktuellen NAVs. Die durchschnittliche Dividendenrendite liegt zudem zurzeit bei knapp 10%, da die Unternehmen die sprudelnden Cashflows angesichts gesunder Bilanzen verstärkt an die Investoren weiterleiten.

Unsere Selektion an Einzeltiteln hat im vergangenen Jahr im Durchschnitt 43% Gesamtertrag abgeworfen, und wir sind optimistisch, dass wir auch in diesem Jahr vom Rückenwind für den Sektor profitieren können.

Ich hoffe diese Zusammenfassung meines Fondskongress-Vortrags hilft unseren Lesern besser zu verstehen, wie wir im **IASF** von Rückenwind an den Finanzmärkten zu profitieren suchen.

Anschliessend möchte ich hier noch kurz über den Rückenwind beim Uran-Investment-Thema berichten, über welches mein Kollege Christian Schärer beim Fondskongress ebenfalls und wie gewohnt souverän und kenntnisreich referierte und das auch für **IASF** Investoren relevant ist.

Auf der [Incrementum Homepage](#) werden die wichtigsten Argumente für eine Anlage wie nebenstehend zusammengefasst.

Dass das Thema schon seit einigen Jahren Rückenwind genießt, zeigt der nebenstehende Chart des Anteilswertes des von Christian verwalteten **Uranium Resources Fund**, der sich seit Ende 2020 etwa verdreifacht hat. Davon konnten auch **IASF**-Investoren profitieren, da wir zurzeit eine 3,5% Allokation im **URF** (bei voller Erstattung der Fonds-Management-Gebühren) halten.

★

**Uran bleibt relevant**

Atomkraftwerke liefern CO<sub>2</sub>-arm produzierte, 7224 verfügbare Grundlast für das Stromnetz

★

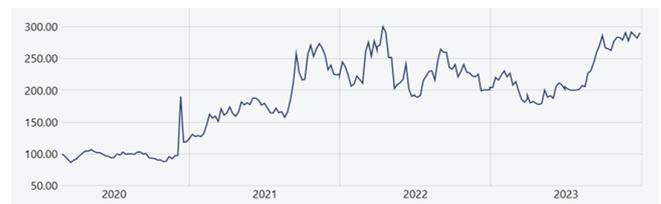
**Angebotslücke am Uranmarkt wird geschlossen**

Steigende Uranpreise liefern den Anreiz zum Aufbau der notwendigen Produktionskapazität

★

**Langfristig investieren**

Der Fund eignet sich für den langfristig orientierten Investor, der an den Perspektiven des Uransektors partizipieren will



Uranium Resources Fund NAV in EUR



Dieses Investment ist auch ein gutes Beispiel für den zu Beginn dieses Kapitels erwähnten Hang zum antizyklischen Positionsaufbau, denn Uran ist unbeliebt (mehr noch als der allgemeine Rohstoffkomplex), die Anleger sind weitestgehend unterinvestiert und das Anlagepotential wird u.M.n. unterschätzt.

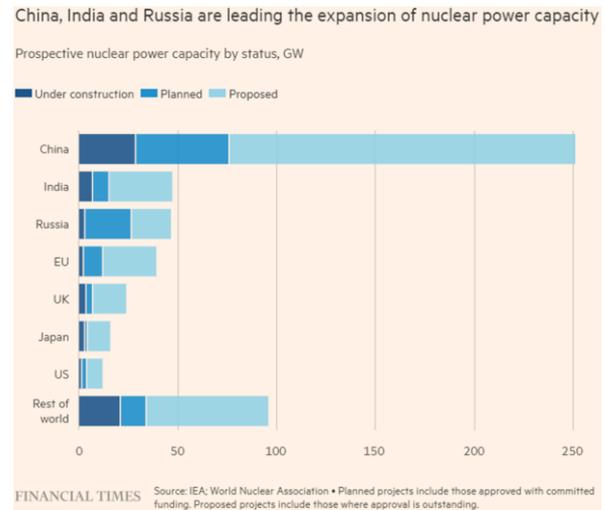
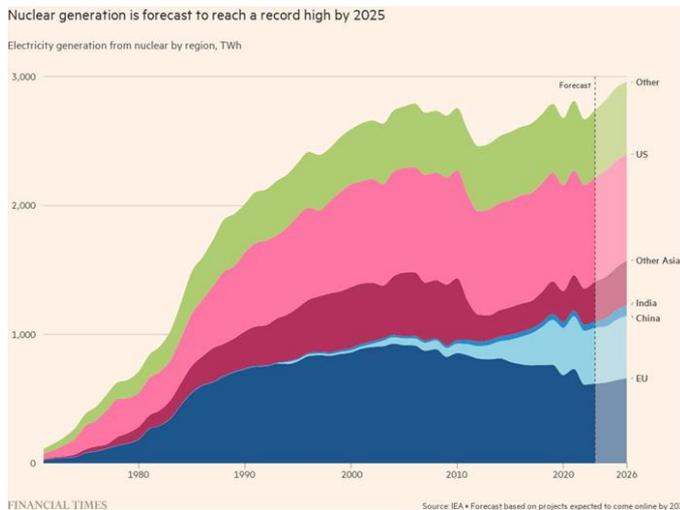




# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Ich möchte hier nicht auf all die Gründe eingehen, wieso die Stromerzeugung aus Kernkraft in den 10er-Jahren anfänglich eine rückläufige Entwicklung nahm (Stichwort: Fukushima). Die anschließende Renaissance (s. Chart unten links), die in Europa kaum zur Kenntnis genommen wurde, hat ihre Wurzeln vor allem in den sich entwickelnden Ländern Asiens, wo insbesondere China die Attraktivität der Kernenergie als schadstoffausstossarme Grundlastquelle bei der Stromerzeugung erkannt und entsprechend genutzt hat (s. Chart unten rechts).



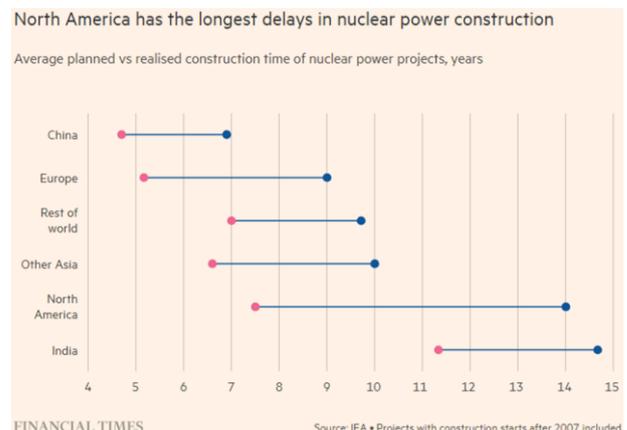
Stromerzeugung aus Kernenergie nach Regionen (l), geplante Kapazitätserweiterung in GW (r), [FT](#), 1FEB2024



[Wikipedia](#)

Derweil wurde die Kernenergie im Westen (zum Teil immer noch) politisch stigmatisiert. Nicht zuletzt haben die deutschen Grünen einen Teil ihrer Wurzeln im Kampf gegen die Atomkraft, der sowohl die Risiken der Produktion wie auch den Transport und die Lagerung des Restmülls zu verhindern suchte.

Schließlich war die Angst vor atomaren Unfällen / Katastrophen post-[Tschernobyl](#) leicht zu schüren, obwohl sich die deutschen und europäischen Reaktoren über Jahrzehnte hinweg als sicher erwiesen haben. Heute spiegelt sich diese auch noch in der Tatsache wider, dass der Bau von Kernkraftwerken im Westen auch aufgrund politischer und bürokratischer Hürden im Schnitt 4-7 Jahre verspätet abgeschlossen wird.

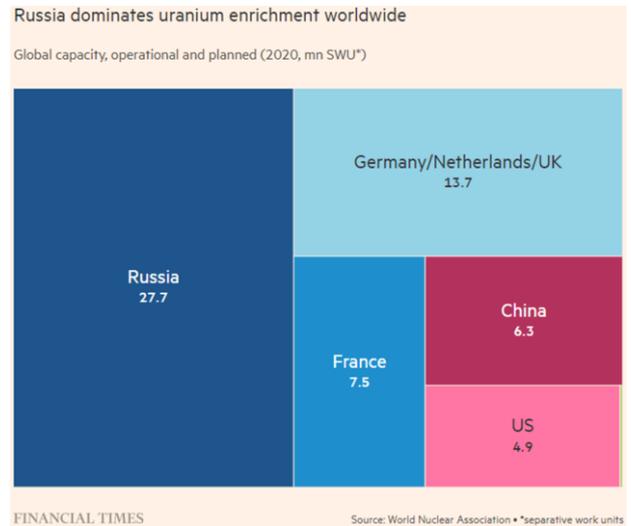


Projektrealisierungsverzögerung bei AKWs, [FT](#), 1FEB2024



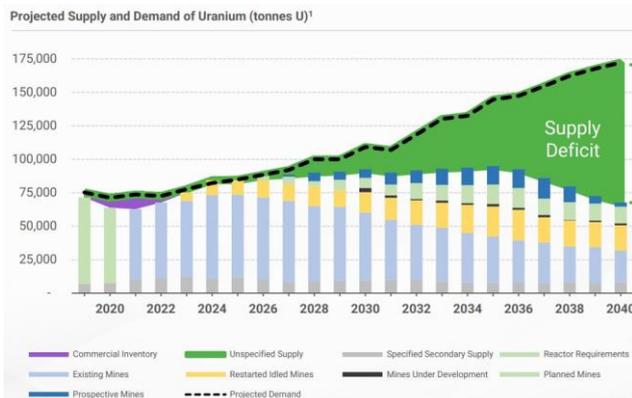
Aber die Renaissance der Kernenergie hat zuletzt auch bei uns Fahrt aufgenommen, da sie die zum augenblicklichen Entwicklungsstand effizienteste CO<sub>2</sub>-freie Stromgrundlastherzeugung bietet.

Darauf ist die Industrie jedoch nicht vorbereitet, die einen jahrzehntelangen Schrumpfungsprozess hinter sich hat. Und dies gilt nicht nur für die Reaktorplanung, - genehmigung und den anschließenden Bau sowie die Betreibung, sondern vor allem auch für den Rohstoff Uran, der die Basis für die Produktion der nuklearen Brennstäbe bildet. So sind z.B. die Hauptförderländer Kanada ([Cameco](#)) und Kasachstan ([Kazatomprom](#)), während der Anreicherungsprozess immer noch vom international sanktionierten Russland dominiert wird.



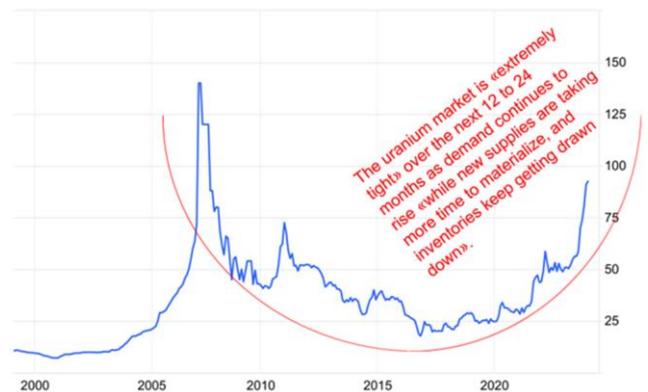
Globale AnreicherungsKapazitäten, FT, 1FEB2024,

Das Hauptargument für den für die Uran-Produktion und Exploration erwarteten Rückenwind entwickelt sich aus dem auf der beschriebenen Gemengelage beruhenden wachsenden Angebotsdefizit, welches im nebenstehenden Chart projiziert wird. Hierbei muss man wissen, dass a) Kernkraftwerke permanent laufen und b) die Brennstoffkosten in Relation zu den Gesamtinvestitionskosten minimal sind.



Quelle: Cantor Fitzgerald

Angebotslücken führen zu steigenden Preisen und so schloss Christian seinen Vortrag mit dem nebenstehenden Chart ab, der die historische Entwicklung des Uranpreises zeigt. Der Chart verdeutlicht, dass der Uranpreis großen Schwankungen unterliegt, und die Preise zurzeit nicht mehr weit unter dem Hoch von 2007 liegen. Dies ist jedoch eine nominale Betrachtung und inflations-bereinigt liegt das heutige Niveau deutlich tiefer als 2007.



Quelle: UxC President Hinze @MarketWatch, Okt 2023





(Der Text im Chart stellt fest: *“Der Uran-Markt wird über die kommenden 12 bis 24 Monate extrem eng sein, da die Nachfrage (nach physischem Material) weiter zunimmt und es Zeit braucht bis neue Produktion an den Markt kommt, während die Lagerbestände Richtung Null tendieren.“* ([UxC VR Hinze](#)))

Und das ist in groben Zügen das Makro-Bild, welches in unseren Augen dafür sorgen wird, dass der Uran-Preis in den kommenden Jahren das Potential hat weiter zu steigen, was wiederum den Produzenten und den explorierenden Unternehmen und deren Aktienkursen Rückenwind verschaffen sollte. Auch hier wird es immer mal wieder zu Konsolidierungen kommen, während denen die frühen Anleger Gewinne mitnehmen während neue Anlegergruppen das Thema erst entdecken. Aber der Uranmarkt wird unserer Einschätzung nach noch einige Jahre Rückenwind genießen, von dem wir zum Vorteil unserer Investoren zu profitieren gedenken.

Abschließen möchte ich dieses Kapitel mit einem kurzen Blick auf die Investmentstrategie des **URF**: Christian Schärer baut seine Portfolioallokation auf insgesamt vier Säulen, die ihm die Flexibilität geben seine Allokation an die kurz- bis mittelfristigen Marktgegebenheiten (fundamentale Entwicklungen, aber auch Investorenstimmung und Risikoneigung) anzupassen und so Mehrwert zu kreieren.



### Strategische Liquiditätsquote

Die Liquiditätsquote sichert unsere jederzeitige Handlungsfähigkeit. So nutzen wir attraktive Einstiegspunkte, die sich aufgrund des volatilen Kursverlaufs vieler Uranaktien regelmässig eröffnen!

[Mehr zur Anlagestrategie erfahren](#)



### Physisches Uran und "Streaming and Royalties"

Mit dem 2. Standbein wollen wir direkt an einer Verbesserung des Uran-Spotpreises partizipieren. Ohne höhere Uranpreise ist eine nachhaltige Erholung der Uranproduzenten schwer vorstellbar.

[Mehr erfahren](#)



### Uran Produzenten und "Standby-Producers"

Das dritte Standbein fokussiert auf die Aktien der Uranproduzenten. Wenn die Uranpreise zu steigen beginnen, dann profitieren die Produzenten, welche eine signifikante Uranproduktion am Markt platzieren können. Nur wer produziert, kann auch liefern!

[Mehr zu den Uranproduzenten erfahren](#)



### Uran "Explorer und Developer"

Im Rahmen des vierten Standbeins setzen wir auf Explorer und Developer, die Erschliessungs- und Minenprojekte auf Weltklasse-Niveau vorantreiben. Besonders interessant sind diese, wenn sie ihre Produktion im Zeitfenster der erwarteten Angebotslücke werden starten können.

[Mehr zur Gruppe "Explorer und Developer" erfahren](#)

Dies hat er so erfolgreich getan, dass der Fonds seit vergangenem Jahr ebenfalls mit einem [5-Morningstar-Rating](#) ausgezeichnet wird.

Für Leser, die noch tiefer in die Materie einsteigen möchten, empfehle ich das [Video-Update](#), welches Christian als Rück- und Ausblick auf den Uransektor im vergangenen Dezember veröffentlichte und das mit weiteren relevanten Informationen und Interviews unter [bemerkenswert](#) auf der [URF-Homepage](#) zu finden ist.





## IASF-PM FEEDBACK

In diesem Kapitel möchte ich die Möglichkeit nutzen, Anfragen und Feedback von Investoren sowie Gedanken zu unserem Portfolio Management (PM) zu präsentieren, um Ihnen damit mehr Transparenz in unseren Vermögensverwaltungsansatz sowie unsere Arbeit mit dem **IASF** zu bieten.

Am 7. Februar erhielt ich z.B. die Nachricht eines Investors in Reaktion auf die Aussendung des **IASF**-Januar-Factsheets, der sich dabei auf die ff. Passage des Managementkommentars bezog: *„Einige Anleger sehen unseren Ansatz offenbar dennoch mit skeptischem Blick, denn der Fonds registrierte im Januar Mittelabflüsse von ca. EUR 2m. Ein (geringer) Teil unserer Investorengespräche vermittelt den Eindruck, dass so mancher das Festhalten an unseren Investmentthemen und einer (teilweisen) Aktienabsicherungsstrategie bestenfalls als stur oder gar als dumm ansieht. Dabei wird jedoch übersehen, dass Investieren ein langfristiges Unterfangen ist und dass die Bereitschaft, ab und zu dumm auszusehen, sich als Voraussetzung für Phasen deutlicher Outperformance wie auch das allgemeine Erreichen unserer Anlageziele erwiesen hat.“*

Dabei erinnerte mich der Investor an unseren Austausch aus dem vergangenen Jahr, in dem er ein Blow Off Top an den Aktienmärkten vorausgesagt hatte, was sich bisher planmäßig entwickelte, welches noch deutlich höhere Preisziele für S&P 500, DAX und Nasdaq 100 erwarten lasse. - Grundsätzlich sind solche Prognosen natürlich auch Teil unserer Arbeit, und es ist immer eine wunderbare Sache, wenn man nicht nur mit der Schätzung des Ausmaßes, sondern auch dem Timing richtig liegt, was uns zuletzt jedoch leider nicht gelungen ist.

Anschließend bestätigte der Investor, dass er keinen Unmut hinsichtlich unserer Fehleinschätzung auf der Short-Seite des **IASF** und der damit verbundenen Underperformance im letzten Jahr hege, da er den Fonds als Diversifikation seines Gesamtportfolios ansieht. Abgesehen von der Tatsache, dass wir den **IASF** nicht Benchmark-gebunden verwalten und die Aktienindex-Shorts als Teil unserer allgemeinen Risikosteuerung ansehen, ist dies in der Tat ein Punkt, den ich auch bei Gesprächen am Fondskongress hervorgehoben habe: Wie schon ein Blick auf den Chart (s. z.B. S. 2 oder im Anhang) zeigt, leistet der **IASF** trotz des insgesamt hohen Aktienanteils einen effektiven Diversifikationsbeitrag zu klassischen Index- / Long-Only-Anlagen.

Um diese Behauptung zu erhärten, habe ich die **IASF**-USD I-Anteilsklasse über 254 wöchentliche Beobachtungen mit dem FTSE Global 100 Index (USD) verglichen und dabei das nebenstehende Ergebnis ermittelt. Die insgesamt positive Korrelation überrascht dabei nicht, da wir im **IASF** in den vergangenen 5 Jahren hauptsächlich in Aktien investiert waren.

### Ergebnis

Korrelationen für n = 254 vollständige Datenpaare.

|   |                |
|---|----------------|
| Kovarianz                                   | 580.2069389437 |
| Pearson Produkt-Moment-Korrelation (r)      | 0.6917262156   |
| Determinationskoeffizient (R <sup>2</sup> ) | 0.4784851573   |
|   | p < .001 ***   |
| Kendall's tau (τ)                           | 0.4898283217   |
| Spearman's rho (ρ)                          | 0.7019915222   |

[StatistikGuru Korrelationsrechner](#)





Allerdings ist der Korrelationsgrad mit 0.69 relativ gering, was für einen guten Diversifikationseffekt spricht.

Darüber hinaus werden mir auch immer mal wieder Fragen zu unseren Investmentthemen gestellt. Wie auch das Kapitel „*Investieren mit Rückenwind*“ aufgezeigt hat, beinhaltet die Identifikation der Themen eine intensive Auseinandersetzung mit dem entsprechenden Makro-Umfeld, und da wir uns als Investoren und nicht Spekulanten sehen, sind diese immer eher mittel- bis langfristig ausgerichtet.

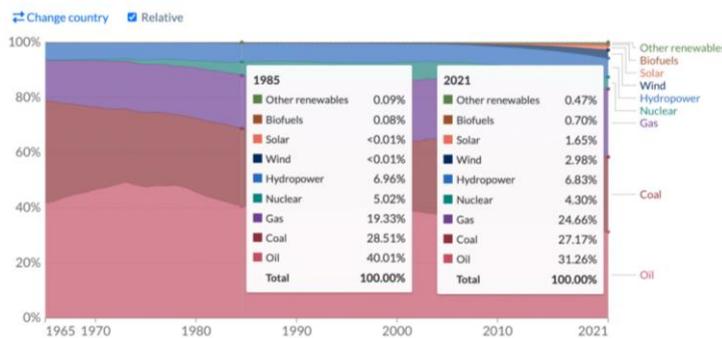
Das bedeutet nicht, dass wir uns nicht auch immer mal wieder mit neuen Themen beschäftigen. So wäre z.B. das Thema „*Steigende Militärausgaben*“ durchaus ein passendes Rückenwindthema, welches wir jedoch aus ethischen Gründen im **IASF** nicht aufnehmen wollen. Persönlich halte ich die zunehmenden geopolitischen Konflikte und die damit verbundene Aufrüstung für Themen, die unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit auf den Prüfstand gehören. Als Familienvater und Investor habe ich mich in jedem Fall immer schon bewusst dagegen entschieden mein eigenes bzw. das Kapital meiner Kunden / Anleger in die Rüstungsindustrie zu stecken.

Und somit bleiben wir bis auf weiteres auf die ff Themen fokussiert:

- **Energie** (in Kürze: Energieerzeugung macht (technologische) Entwicklung erst möglich und steigende Nachfrage gerade nach fossilen Brennstoffen wird insbesondere von den Entwicklungsländern ausgehen, während die Angebotsseite aufgrund unzureichender Ersatz- und Wachstumsinvestitionen stagniert.

Energy consumption by source, World

Primary energy consumption is measured in terawatt-hours (TWh). Here an inefficiency factor (the 'substitution' method) has been applied for fossil fuels, meaning the shares by each energy source give a better approximation of final energy consumption.



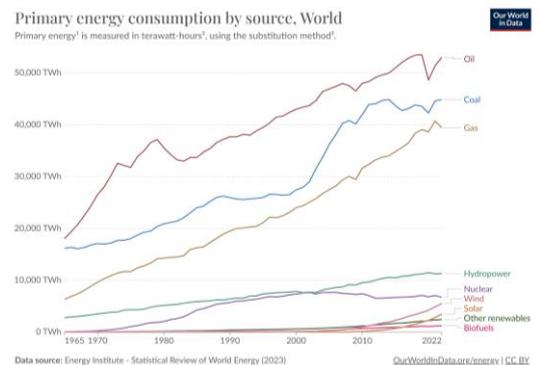
Source: BP Statistical Review of World Energy  
Note: 'Other renewables' includes geothermal, biomass and waste energy.

OurWorldInData.org/energy • CC BY

[Our World in Data](https://www.ourworldindata.org)

Energieverbrauch nach Quelle,

[Our World in Data](https://www.ourworldindata.org)



1. **Primary energy:** Primary energy is the energy available as resources - such as the fuels burnt in power plants - before it has been transformed. This relates to the coal before it has been burnt, the uranium, or the barrels of oil. Primary energy includes energy that the end user needs, in the form of electricity, transport and heating, plus inefficiencies and energy that is lost when raw resources are transformed into a usable form. You can read more on the different ways of measuring energy in our article.

2. **Watt-hour:** A watt-hour is the energy delivered by one watt of power for one hour. Since one watt is equivalent to one Joule per second, a watt-hour is equivalent to 3600 Joules of energy. Metric prefixes are used for multiples of the unit, usually - kilowatt-hours (kWh), or a thousand watt-hours - Megawatt-hours (MWh), or a million watt-hours - Gigawatt-hours (GWh), or a billion watt-hours - Terawatt-hours (TWh), or a trillion watt-hours.

3. **Substitution method:** The 'substitution method' is used by researchers to correct primary energy consumption for efficiency losses experienced by fossil fuels. It tries to adjust non-fossil energy sources to the inputs that would be needed if it was generated from fossil fuels. It assumes that wind and solar electricity is as inefficient as coal or gas. To do this, energy generation from non-fossil sources are divided by a standard 'thermal efficiency factor' - typically around 0.4. Nuclear power is also adjusted despite it also experiencing thermal losses in a power plant. Since it's reported in terms of electricity output, we need to do this adjustment to calculate its equivalent input value. You can read more about this adjustment in our article.

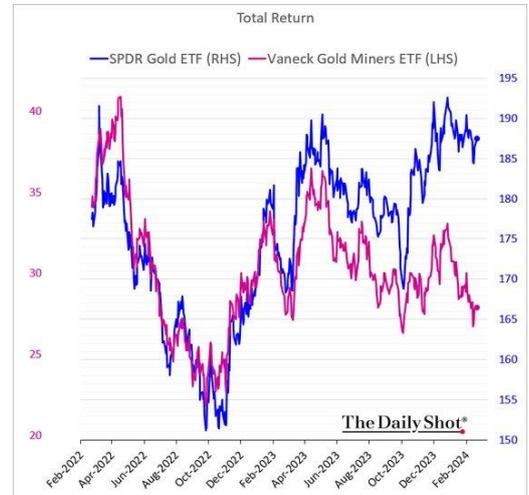
- **Schifffahrt** (s. Kapitel „*Investieren mit Rückenwind*“ zur weiteren Erläuterung)



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

- **Edelmetallproduzenten** (Gold hat nicht nur einen monetären Charakter, sondern sich traditionell auch als wirksamer Inflationsschutz erwiesen. Die Edelmetallproduzenten haben sich jedoch zuletzt mehr und mehr von der positiven Edelmetallpreisentwicklung abgekoppelt, was sie zunehmend als attraktiv bewertet erscheinen lässt. Zudem dient uns der Sektor als effektiver Zinssenkungshedge.)



@jessefelder, X, 21FEB2024

- **Sonstige Rohstoffproduzenten** (Ähnliches Argument wie beim Thema Energie: (Nicht nur ESG-bedingtes) Unterinvestment und damit stagnierendes Angebot trifft auf weiter steigende Nachfrage, insbesondere bei den für die Energiewende notwendigen Metallen oder auch im Bereich der Nahrungsmittelproduktion.)
- **Infrastruktur / Immobilien** (Inflationsschutz)
- **Emerging Market & Japan Value** (Beides Märkte, die von insgesamt stark gedrückten Bewertungen profitieren, und die von internationalen Investoren klar untergewichtet sind.)

Dies bleiben bis auf weiteres unsere Hauptinvestmentthemen, auch wenn sie zurzeit vom Gesamtmarkt nicht goutiert werden. Dieser ist weiter damit beschäftigt dem FOMO/U-Trend zu frönen, wie die Geschehnisse um die Quartalsergebnisse von Nvidia am 21. Februar belegen:

Ohne Zweifel gelang es Nvidia dabei die Investorenerwartungen zu übertreffen, was mit einem ca. 16%igen Anstieg des Aktienpreises belohnt wurde. Dies wiederum entsprach dem größten Marktkapitalisierungsanstieg, der jemals innerhalb eines Tages erreicht wurde (s. Graphik rechts). Durch das anhaltende Umsatzwachstum wird die Aktie nun etwa „nur noch“ mit dem 30-fachen des für 2024 erwarteten Unternehmensumsatzes bewertet...

### Top 10 Biggest Single-Day Market Cap Gains

Nvidia's post-earnings rally propels stock to top of the leaderboard

| Date            | Firm      | Biggest single day market cap additions |
|-----------------|-----------|---|
| 1 Feb 22, 2024  | Nvidia    | \$277.0B                                |
| 2 Feb 2, 2024   | Meta      | 196.8                                   |
| 3 Nov 10, 2022  | Apple     | 190.9                                   |
| 4 Feb 4, 2022   | Amazon    | 190.8                                   |
| 5 May 25, 2023  | Nvidia    | 184.1                                   |
| 6 Jan 28, 2022  | Apple     | 178.9                                   |
| 7 Jul 31, 2020  | Apple     | 169.0                                   |
| 8 Oct 28, 2022  | Apple     | 150.5                                   |
| 9 Mar 13, 2020  | Microsoft | 150.4                                   |
| 10 Apr 26, 2023 | Microsoft | 148.3                                   |

Source: Bloomberg

Bloomberg Opinion

[Bloomberg Technology](#), 22FEB2024



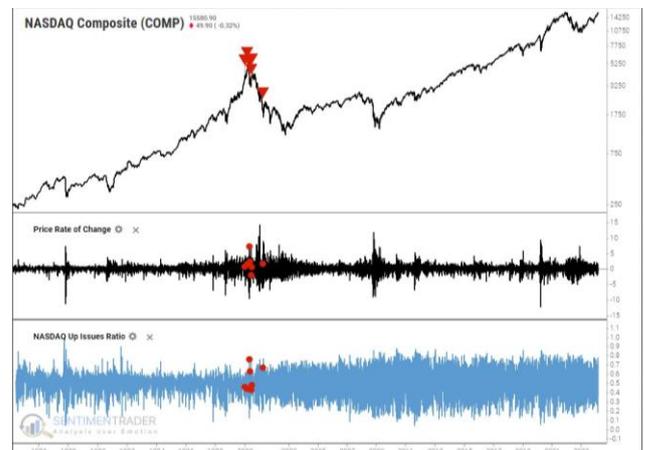


Natürlich ist Nvidia eine phänomenale Wachstums-Story, die vom aktuellen Hype über das Potential von KI und den in diesem Zusammenhang getätigten Ausgaben zum Ausbau der entsprechenden Infrastruktur (die Nvidia's Chips benötigt) enorm profitiert. Aber das Chip-Business ist hochzyklisch und die Vorstellung, dass sich das Wachstum des vergangenen Jahres mittelfristig auch nur annähernd so fortsetzen könnte, m.E. völlig unrealistisch. Schon jetzt werden USD 100 Mrd. Umsatzziele gehandelt und Brutto-Margen von 75% mittel- und langfristig kaum zu halten sein.

Aber sind die Märkte nicht effizient und spiegeln die gesammelte Weisheit aller Marktteilnehmer wider? – Rob Arnott, Gründer von Research Affiliates, hatte dazu in einem Interview mit der Financial Times folgendes zu sagen: „Das glaube ich nicht. Ich glaube sogar, dass die irrationalen Preisschwankungen langsam aber sicher größer geworden sind.“ ... Letztlich beruhen sie auf Narrativen. Diese „haben den Vorteil, dass sie weitgehend wahr sind, und den Nachteil, dass sie sich vollständig in den aktuellen Aktienkursen widerspiegeln. Auf ein Narrativ zu wetten ist also eine nutzlose Art zu investieren. Ein Fehler, der bei der Illusion großer (Wachstums-)Märkte gemacht wird, ist die Annahme, dass die heute dominierenden Akteure auch in 10 Jahren noch die dominierenden Akteure sein werden. Oftmals kommen jedoch neue Wettbewerber auf den Markt und überflügeln die alten Marktstörer. Ein weiteres Problem stellen aus dem Ruder gelaufene Bewertungen dar, die auf Spekulationen beruhen, dass der Markt schneller wachsen wird, als er es tatsächlich tut. – Die Dot-Com-Blase ist dafür ein wunderbares Beispiel.“ ...

„Ich denke, dass dasselbe jetzt mit KI passiert. Das Narrativ bei Dotcom war, dass dies alles verändern wird – wie wir Waren und Dienstleistungen kaufen, kommunizieren, recherchieren, sozial interagieren, Unternehmen führen. Das stimmt alles, aber es hat sich alles langsamer entwickelt als ursprünglich erwartet. Ersetzen Sie das Internet durch KI, und Sie haben genau das gleiche Narrativ wie heute. Es ist ein klassisches Beispiel für eine große Markt Täuschung. Nicht, weil sie falsch ist, sondern weil sie sich langsamer entwickelt, als die Menschen erwarten.“ (Rob Arnott, Research Affiliates, in einem Interview mit der [FT](#) am 26JAN2024)

Fakt ist, dass der momentane Börsenboom von einer überraschend geringen Zahl an Aktien getragen wird. So stieg der Nasdaq am 22. Februar – getrieben von der Reaktion auf die Nvidia-Ergebnisse – um knapp 3% an. Dieser Anstieg wurde von weniger als 55% der Nasdaq-Mitglieder getragen. Eine so geringe Marktbreite hat es zuvor lediglich fünf Mal in der Zeit von 1999–2001 gegeben, also zu der Zeit als die letzte Technologieblase platzte. Doch derartige Warnungen werden bisher vom Markt ignoriert.

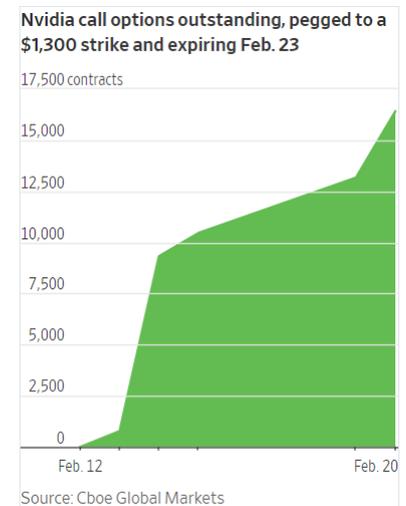


@jasongoeppfert, X, 22FEB2024





Persönlich kann ich dies genauso wenig ignorieren, wie das Ausmaß der allgemeinen Spekulation in den US-Märkten. Dieses zeigt sich bei Nvidia z.B. in der Tatsache, dass am 21. Februar, dem Tag der Veröffentlichung der Quartalsergebnisse der Gesellschaft, ca. 17.000 Nvidia-Calls mit einem Bezugspreis von \$1.300 und Verfalltermin 23. Februar ausstanden. Wie der Chart rechts zeigt, wurden diese Optionskontrakte vom 12. Februar an eingegangen, zu einem Zeitpunkt als die Nvidia-Aktie nach den ersten sechs Wochen des Jahres schon 50% auf ca. \$740 gestiegen war, und damit in der Erwartung, dass sich der Preis in den verbleibenden 11 Tagen um weitere mindestens 74% erhöhen würde. Die Zahl der Aktien, die diesen Kontrakten unterlag, entsprach immerhin ca. 0.07% aller ausstehenden Nvidia-Aktien.



@GunjanJS, X, 21FEB2024

Aber neben diesen Stimmungsindikatoren sind es vor allem die fundamentalen Überbewertungen, die mir Sorgen bereiten. Die FT zitierte zuletzt einen Tech-Investor, welcher die Annahmen kalkuliert hat, die auf der Grundlage einer Discounted Cash Flow-Analyse den momentanen Nvidia-Aktienpreis rechtfertigen würden: „Um einen Aktienkurs von \$740 zu rechtfertigen, muss das Unternehmen in den nächsten zehn Jahren eine monopolartige Betriebsgewinnspanne von 55% beibehalten und gleichzeitig den Umsatz von 60 Mrd. \$ pro Jahr auf mehr als 600 Mrd. \$ verzehnfachen. – Zum Vergleich: Die gesamte Branche verkaufte im vergangenen Jahr gemäß der Semiconductor Industry Association Chips im Wert von 527 Mrd. \$.“

Nach dem Verweis darauf, dass die Betriebsgewinnspannen Nvidia's von 2014-23 zwischen 12 und 37% fluktuierten, schließt der Autor mit der Feststellung: „Damit setzen die Nvidia-Aktionäre darauf, dass das Gesetz der großen Zahlen nicht gilt und dass Wettbewerb, Innovation und Preisdruck frühestens Mitte der 2030er Jahre zum Tragen kommen werden. Gut zu wissen.“ (FT Alphaville, 16FEB2024)



Weekly Comics, 15FEB2024

Zurzeit tun jedoch all diese Überlegungen der allgemein vorherrschenden Goldgräberstimmung keinen Abbruch, sondern werden schlicht ignoriert. Schließlich geht es dem Großteil der Investoren nicht um eine fundamentale Betrachtung ihrer Investitionen, sondern nur darum im Casino Börse das schnelle Geld zu machen. Und die Erfahrung lehrt, dass dies am besten funktioniert, wenn man Aktien kauft, die „nachhaltig“ steigen und bei denen jede Korrektur immer zu Nachkäufen genutzt wird.

Ähnlich wie 2022 wird es aber auch in diesem Zyklus wieder zu Korrekturen kommen und für diese wollen wir gerüstet sein, weshalb wir auch an unseren US-Short-Positionen festhalten.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## ZUM ABSCHLUSS

Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des Incrementum All Seasons Fund muss ich die Leser darauf hinweisen, dass alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere diejenigen, die sich auf die einzelnen Anlagen oder die Anlagestrategie des Fonds beziehen, voreingenommen und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann ich nicht für die Richtigkeit jeder hier gemachten Aussage einstehen. *Seasonal Reflections* werden nur zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten herausgegeben und dürfen nicht als Versuch gesehen werden, für eine Investition in einzelne Wertpapiere oder in den Incrementum All Seasons Fund zu werben. Wenn Sie also Anlageideen oder Ratschläge suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und denken Sie daran, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für künftige Erträge ist und dass alle Investitionen mit Risiken verbunden sind, einschließlich des Verlusts des Kapitals.

Wie üblich aktualisiere ich an dieser Stelle den relativen Vergleich des **IASF** mit seinen Wettbewerbern sowie den AuM-Chart:



IASF EUR-I, Financial Times



Incrementum AG

Das Schreiben dieser *Seasonal Reflections* ist immer ein Prozess, der mich über mehrere Wochen (meist stundenweise innerhalb meines normalen Tagesablaufs) beschäftigt. Das soll erklären, warum ich mit einem Jahresrückblick begonnen habe und diesen Bericht erst Ende Februar versende. Ich hoffe sehr, dass er für meine geschätzten Leserinnen und Leser dennoch seinen Wert hat.

Ich fokussiere mich in diesem Report wie immer vornehmlich auf die US-Wirtschaft und Finanzmärkte, weil wie auf Seite 5 im Hinblick auf den Aktienmarkt gezeigt, diese eine so dominierende Position im globalen Kontext einnehmen. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die USA die Finanzialisierung ihrer Wirtschaft und Gesellschaft am weitesten getrieben haben.

Dies äussert sich nicht nur in der Tatsache, dass der USD Weltleitwährung ist, was auch das Verständnis der USA als führende Nation widerspiegelt. Auch US-Staatsanleihen gelten aufgrund ihrer hohen Liquidität immer noch als wichtigstes Anlagemedium für globale Notenbanken und deren Devisenreserven wie auch für Staatsfonds und institutionelle Grossanleger. US-Unternehmen dominieren derweil die Weltaktienmärkte und ihre Beteiligungstitel stellen für US-Bürger den Hauptteil ihrer Pensionsrücklagen dar.

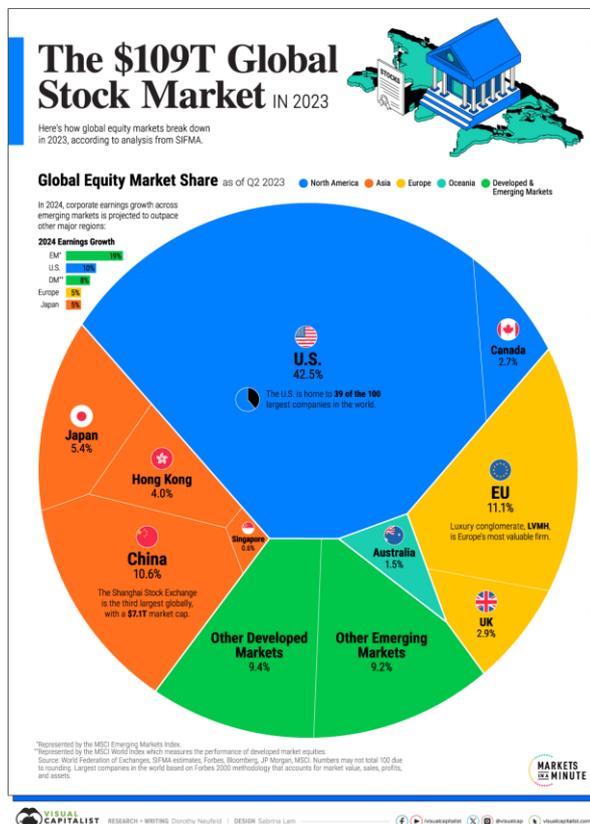


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Wall Street hat diese Finanzialisierung vorangetrieben und perfektioniert. Es gibt kaum eine Anlage, Schuld oder Risiko, die nicht in Wertpapierform abgebildet, mit Hilfe von Derivaten aufgehübscht und an den kauffreudigen Investor gebracht wird. Und man kann sich dabei manchmal des Eindrucks nicht erwehren, dass v.a. die schlechten Risiken international platziert werden. Dies wurde zuletzt im Verlauf der [Weltfinanzkrise](#) offenbar, als internationale Banken und institutionelle Anleger Abschreibungen in Milliardenhöhe verzeichneten. Und ähnliche Verluste begannen auch in den vergangenen Wochen wieder aufzutauchen, in denen z.B. deutsche Hypothekenbanken oder eine japanische Bank Abschreibungen auf gewerbliche US-Immobilienkredite vermeldeten.

Dass Wall Street dabei auch politische Unterstützung findet, wird nicht nur durch einen der finanzstärksten Lobbyverbände in Washington belegt, sondern auch die Tatsache, dass einige der Top Hedge Fund Manager und Milliardäre signifikante Beiträge zur Parteienfinanzierung leisten. Dass hier gar der Stand der US-Börse als Barometer für den Erfolg der Regierung herangezogen wird ist sicher ebenfalls einmalig und belegt das Zusammenspiel von Politik und Finanzwirtschaft. Dies wäre in Europa wohl undenkbar. Und wie sehr auch die US-Medien in dieses Zusammenspiel involviert sind, beschreibt Epsilon Theory's Ben Hunt in einem seiner jüngsten Beiträge ([The Washington Pravda and the Wall Street Izvestia](#), 14FEB2024).



[Visual Capitalist](#), 27SEP2023

Der Erfolg des US-Finanzkomplex zeigt sich auch daran, dass die USA zwar nur 42.5% der globalen Aktienkapitalisierung ausmachen, gleichzeitig aber wie auf S. 5 gezeigt mit 70% Anteil im MSCI Welt Index vertreten sind. Dies bedeutet, dass internationale (quasi-)aktive und passive Investoren, die diese wichtigste globale Benchmark nutzen, einen weitaus höheren Anteil ihrer Portfolios in US-Aktien allokierten, als dies der Anteil des gesamten US-Aktienmarktes an der Weltaktienmarkt-kapitalisierung rechtfertigen würde. Wenig überraschend ist in diesem Zusammenhang wohl die Tatsache, dass der MSCI (Morgan Stanley Capital Index) Welt Index von einer US-Gesellschaft geschaffen und bestimmt wird und damit ein weiteres Instrument ist, um überproportional ausländisches Kapital anzuziehen.



Wie lange wird das so weitergehen?

Globale Zentralbanken kaufen netto seit 2014 keine US-Staatsanleihen mehr, ein wachsender Teil des internationalen Waren- und Dienstleistungshandels wird nicht länger in USD abgewickelt, und die Dominanz der US-Aktienmärkte kann kaum grösser werden. All dies lässt vermuten, dass wir uns schon innerhalb eines langfristigen Regimewechsels befinden, der in den nächsten Jahren zu einer Abnahme der Bedeutung der US-Finanzmärkte, der US-Wirtschaft wie auch des USD führen wird. Auch dies ist etwas worauf wir uns bei der Verwaltung der dem **IASF** anvertrauten Gelder einstellen.

In Anbetracht der Länge dieses Berichtes und der Tatsache, dass die Veröffentlichung in wenigen Tagen geplant ist, möchte ich hiermit zum Ende kommen. Sicher hat der unterdurchschnittliche Anstieg des **IASF**-NAV im vergangenen Jahr keinen Investor in Feierlaune versetzt, aber ich kann nur noch einmal betonen, dass investieren ein langfristiges Unterfangen ist, und dass ich davon überzeugt bin, dass unsere Positionierung des Fonds auch in Zukunft weiterhin langfristig attraktive inflations-adjustierte Erträge generieren wird.

Wie immer freue ich mich über Rückmeldungen der 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**  
Partner & Fund Manager  
Incrementum AG  
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)  
Tel.: +423 237 26 67  
Mail: [hgs@incrementum.li](mailto:hgs@incrementum.li)  
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

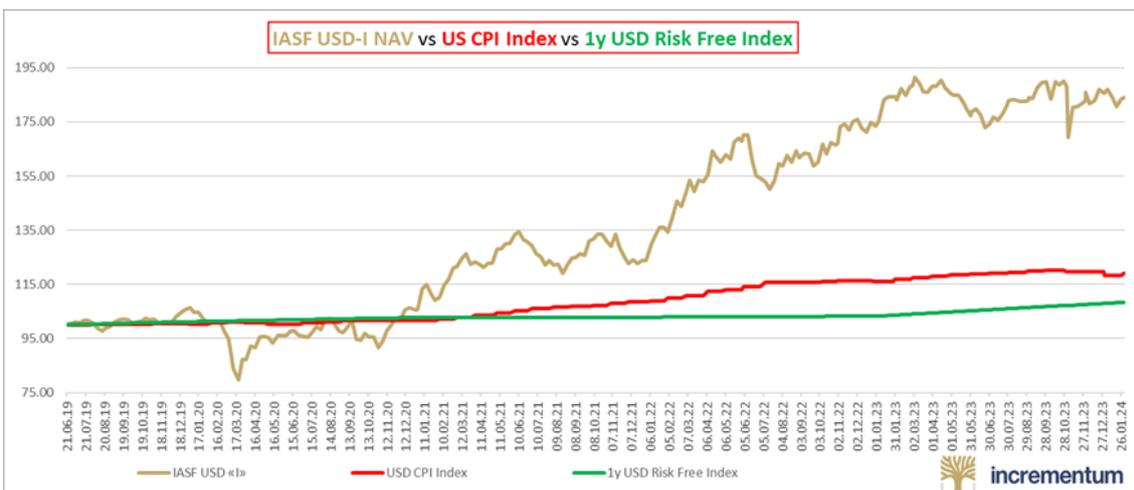
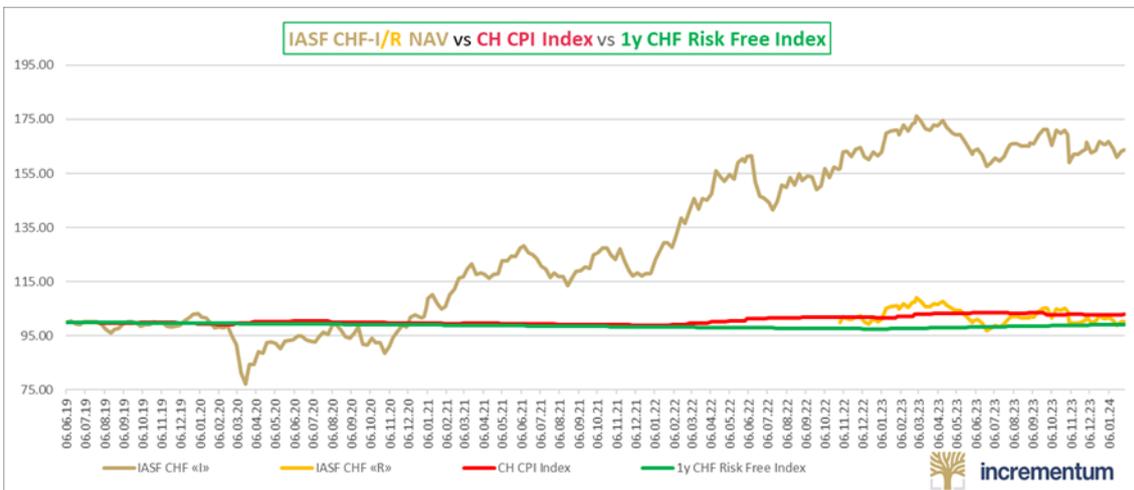
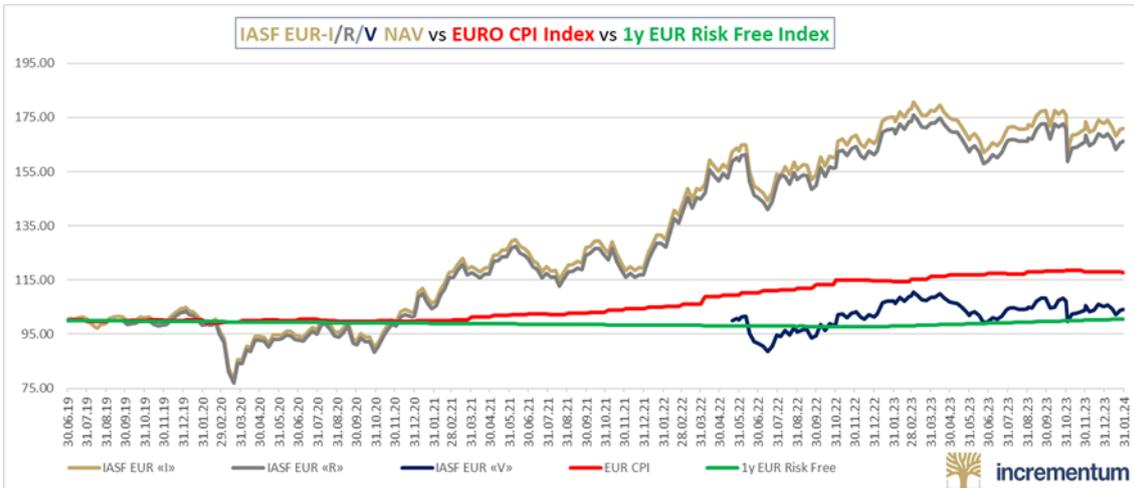




# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## Anhang \*



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF (I-, R- and V-Anteile) bis zum letzten Bewertungstag (31JAN2024), 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, 2NOV2022 für CHF-R-Anteile) auf indexierter Basis.



## IASF – 8 Investment Lektionen des PM

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 Ertragsersparungen 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. Daher beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexibel, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.



incrementum

### 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](http://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.

