



2024 / 02

Seasonal Reflections

Voyager One

Liebe Leserinnen und Leser,



Wanderweg bei Herisau/CH, 13APR2024

Der Frühling ist die Zeit des Erwachens und neuen Wachstums. Daran wurde ich bei einem Spaziergang Mitte April in Herisau im Appenzell erinnert, wo diese Fotos entstanden sind.



Herisau/CH, 13APR2024, Fotos HGS

Bei einem Frühlingsspaziergang wie diesem könnte man fast glauben, dass der Menschheit das Paradies geschenkt wurde. Aber sobald ich nach Hause komme und die täglichen Nachrichten lese, werde ich daran erinnert, dass wir wohl vor allem Glück haben oder einfach gesegnet sind, in dieser schönen, friedlichen und wohlhabenden Ecke der Welt zu leben.

Und da sich die Welt langsam und unausweichlich auf immer aggressivere Konfrontationen und Kriege zuzubewegen scheint, wurde ich an einen meiner Lieblingsmusiker, Bruce Hornsby (und seine Noisemakers) erinnert. Er veröffentlichte 2019 den Song [Voyager One](#), der von der 1977 in den Weltraum entsandten gleichnamigen NASA-Sonde inspiriert wurde, und der folgende Zeilen enthält:

*Voyager One, the NASA probe got to outer space today,
With a platter made of solid gold for aliens to play.
It makes its trip for all of us, a record of Mankind's song,
Ultimately superfluous because we don't get along.*

Was für ein passender und zeitloser Vers – gespielt von einem wahren Meister seiner Kunst!

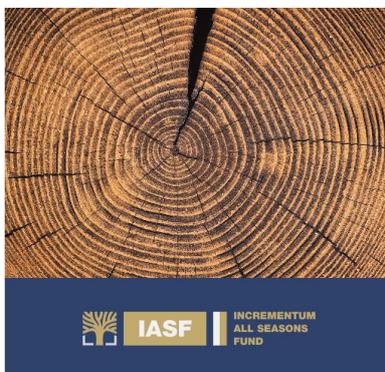


Bevor wir uns gleich mit den eigentlichen Wirtschafts- und Marktthemen befassen, vorab noch ein paar Interna: Während die **Seasonal Reflections** weiterhin vierteljährlich erscheinen, habe ich beschlossen, unsere **Incrementum All Seasons Fund (IASF)**-Webinare nicht mehr strikt im selben Rhythmus zu veranstalten. Allen, die den Fonds seit einiger Zeit verfolgen (oder diese Seiten lesen), wird klar sein, dass unsere Anlagestrategie langfristige Ideen und Themen verfolgt, und daher glaube ich, dass ein vierteljährliches Webinar zu repetitiv ist. – Ehrlich gesagt ist dies auch ein Ressourcenproblem, da die Vorbereitung des Webinars auch viel Zeit in Anspruch nimmt. Und da die **Incrementum AG** im Juni auch mit einem Büroumzug (innerhalb von Schaan) beschäftigt sein wird, habe ich beschlossen, das nächste **IASF**-Webinar frühestens gegen Ende des dritten Quartals durchzuführen.

Darüber hinaus bin ich stolz und erfreut, Ihnen mitteilen zu können, dass der **IASF** erneut einen Lipper Fund Award in der Kategorie "*Mixed Asset EUR Flex - Global*" (3 Jahre) erhalten hat, die in diesem Jahr für Österreich und **Europa** vergeben wurden. In Deutschland scheint Lipper einen anderen Gewinner gefunden zu haben, nämlich den **Degussa Bank Portfolio Privat Aktiv**, der nach den Berechnungen von Lipper den **IASF** schlagen konnte. Wir werden versuchen, den Spitzenplatz im kommenden Jahr zurückzuerobern 😊, und bis dahin werden wir auch auf "5-Jahres"-Ebene antreten, was uns zwei Chancen gibt, zu punkten. – Aber schlussendlich ist dies natürlich vor allem gut fürs Marketing. Für mich zählt jedoch vor allem, ob unsere Investoren mit unserer Arbeit zufrieden sind, und in dieser Hinsicht gab es zuletzt keine Beschwerden. Mehr dazu später in diesem Bericht.

Inhaltsverzeichnis (alle unterstrichenen Passagen in **Rot** sind aktive Weblinks und alle Übersetzungen aus dem englischen frei nach HGS):

- Wir sorgen uns um Makro-Trends S. 3
- Finanzmärkte mit Echo-Blase an den Aktienmärkten S. 11
- Wir investieren bottom-up – IASF Portfolio Betrachtung S. 22
- Schlussbemerkungen S. 28

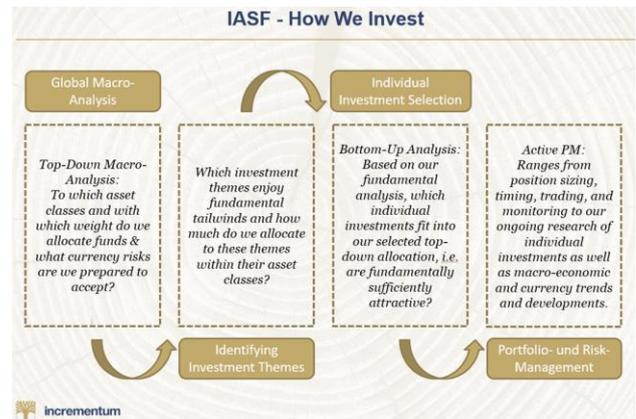




Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. *Seasonal Reflections* werden an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder des Incrementum All Seasons Fund dar. Die 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.

Wir sorgen uns um Makro-Trends...

Unser Anlageprozess beginnt mit unserer globalen Makroanalyse, die die Grundlage für unsere Asset-Allokation Entscheidungen bildet und uns hilft, die Stärke und Relevanz unserer Anlagethemen zu erkennen und zu bewerten. Die globale Makroanalyse ist wichtig, aber wohl kaum so entscheidend, wie es für die meisten Anleger heutzutage scheint, denn zumindest im Fall des **IASF** sorgen wir uns Top-Down, aber investieren letztlich Bottom-Up.



Und doch verbringe auch ich viel Zeit mit der Makroanalyse. Mein Ziel ist dabei allerdings nicht herauszufinden, ob bzw. wann die Federal Reserve die nächsten Zinssenkungen vornimmt und um wie viel, oder warum die Arbeitslosenquote höher ausfiel als erwartet. Die Wirtschaftswissenschaft ist eine Sozialwissenschaft, die in den vergangenen Jahrzehnten versucht hat, ihre Glaubwürdigkeit zu erhöhen, indem sie ausgeklügelte ökonometrische Modelle entwickelt hat, die ihren Analysen und Vorhersagen einen Anschein von Präzision verleihen, die allerdings selten die Erwartungen erfüllen konnten. Schließlich ist die Wirtschaft nicht nur ein unglaublich komplexes System, sondern unterliegt auch unbeständigen Verhaltensweisen und es fehlt zudem an geeigneten und präzisen Messinstrumenten.

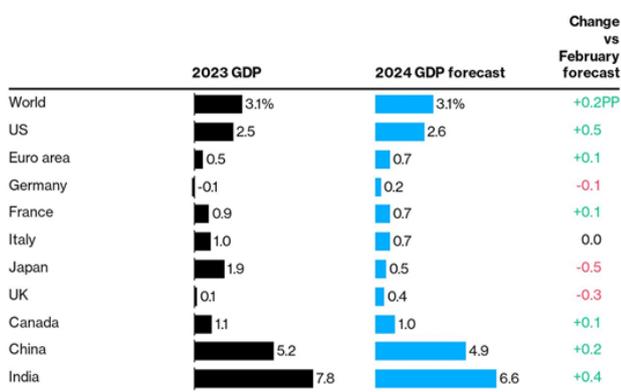




Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

OECD Upgrades Forecast for 2024 World Growth



Source: Organization for Economic Cooperation and Development

Bloomberg

OECD-Wachstumsschätzungen, [Bloomberg](#), 2MAY2024

Als Anleger sind wir mehr an der groben Gesamtichtung der Makro-Trends interessiert als an jedem einzelnen Schritt auf dem Weg. Und wenn ich die Dinge aus der Vogelperspektive betrachte, dann scheint mir, dass sich die Wachstumsdynamik zuletzt eher abgeschwächt hat, auch wenn die OECD gerade ihre Prognosen für 2024 nach oben korrigierte. Gleichzeitig haben sich die Inflationsraten auf einem immer noch hohen Niveau stabilisiert, was das stagflationäre Umfeld unterstreicht.

Wie viele Beobachter erwarte auch ich, dass der konjunkturelle Rückenwind durch die massiven Staatsausgaben im Westen nachlässt, während der private Sektor nicht in der Lage (Verbraucher, nachdem die Ersparnisse aufgebraucht sind) oder nicht willens (Unternehmen) ist, dies zu kompensieren.

Ich habe bereits früher eingeräumt, dass wir die Auswirkungen der Finanzpolitik auf das Wirtschaftswachstum, während der Covidjahre unterschätzt haben, ein Faktor, der immer noch sehr stark wirkt. Der *Economist* kommentierte dies zuletzt in "Uncle Sam's fiscal folly" wie folgt: "Wenn Vorsicht eine Tugend ist, dann ist Amerikas Staatshaushalt eine Übung im Laster. In den letzten 12 Monaten hat die US-Regierung 2 Billionen Dollar, oder 7,2% des BIP, mehr ausgegeben als sie an Steuern eingenommen hat, wenn man vorübergehende Faktoren herausrechnet. Normalerweise wäre ein so hohes Defizit das Ergebnis einer Rezession und der damit verbundenen Konjunkturmaßnahmen. Heute findet diese verschwenderische Kreditaufnahme vor dem Hintergrund Amerikas längster Zeitspanne von weniger als 4% Arbeitslosigkeit in einem halben Jahrhundert statt." ([The Economist](#), 2MAY2024)

Europäische Regierungen mögen in ihrer Neuverschuldung weniger aggressiv erscheinen, doch für meine deutschen Leser ist es keine Überraschung, dass ein großer Teil davon außerbudgetär / versteckt ist. In Deutschland werden solche Extrabudgets irreführend als "Sondervermögen" bezeichnet, bei denen es sich um außerbilanzielle (Eventual-)Verbindlichkeiten handelt, die nicht Teil des regulären Staatshaushalts sind. Solche Mittel sind in der Regel für besondere Zwecke oder Projekte mit klar begrenztem Umfang bestimmt. Beispiele hierfür sind der "Wirtschaftsstabilisierungsfonds" (150 Mrd. EUR (4,4% des BIP) als erste Reaktion auf die Covid Pandemie im Jahr 2020, plus bis zu 400 Mrd. EUR (11,8% des BIP) an Finanzierungszusagen) oder das "Sondervermögen Bundeswehr" (100 Mrd. EUR (2,6% des BIP), welches 2022 nach dem russischen Einmarsch in der Ukraine verabschiedet wurde).

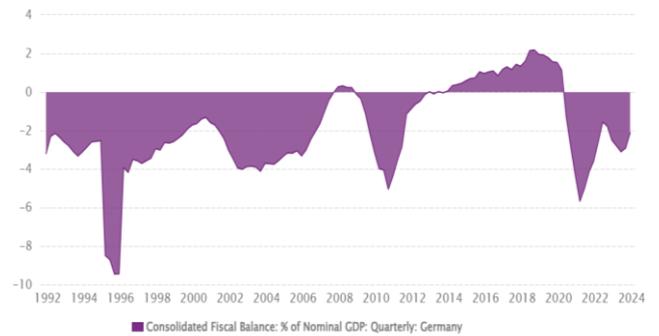




Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

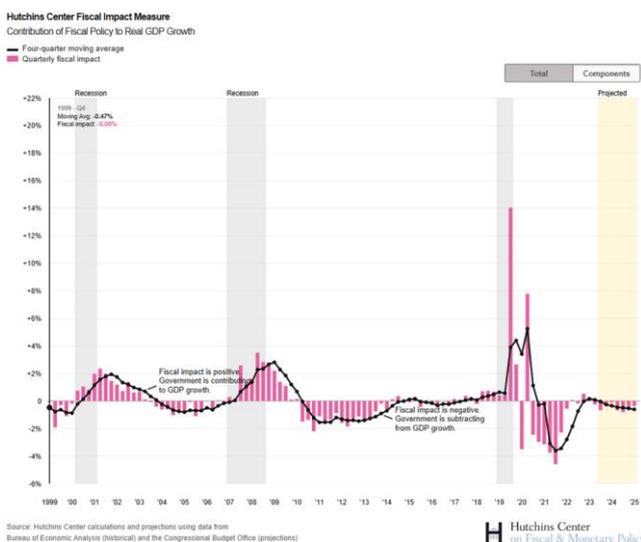
Aber selbst unter Nichtberücksichtigung solch außerbudgetärer Verbindlichkeiten, bewegte sich das deutsche Haushaltsdefizit in den letzten Jahren zwischen -4,3% und -2,5%, nach einer Reihe von Haushaltsüberschüssen von 2012 bis 2019. Letztere waren jedoch nicht das Ergebnis finanzpolitischer Vorsicht, sondern des wachsenden Anteils deutscher Staatsschulden mit negativen Zinssätzen.



[Deutschland's konsolid. Haushaltssaldo, in % des BIP](#), CEIC

Die Makroökonomie spricht in diesem Zusammenhang vom Staatsausgaben-Multiplikator, d.h. dem Verhältnis der Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Leistung (BIP) aufgrund einer Veränderung der Staatsausgaben. Nach der (keynesianischen) Theorie können zusätzliche Ausgaben in Höhe von 1 Mrd. EUR bis zu 4 Mrd. EUR an zusätzlicher Wirtschaftsleistung erzeugen. – Wie ist das möglich, werden Sie sich vielleicht fragen? Geht man von einer marginalen Konsumneigung von 0,75 und im Beispiel 1 Mrd. EUR an direkten Transfers an die Haushalte aus, so hat dies, c.p., auf Makroebene 250 Mio. EUR an Ersparnissen sowie zusätzliche 750 Mio. Konsumausgaben der Haushalte zur Folge. Letztere wiederum erhöhen die Einnahmen im Privatsektor, und wenn davon wieder ein Viertel gespart wird, dann führt dies doch zu weiteren Ausgaben der verbleibenden 562 Mio. EUR, was wiederum zu zusätzlichen Einnahmen des Privatsektors führt, und so weiter... – So funktioniert zumindest die Theorie, obwohl empirisch festgestellt wurde, dass die Stärke des Multiplikators meist geringer ist.

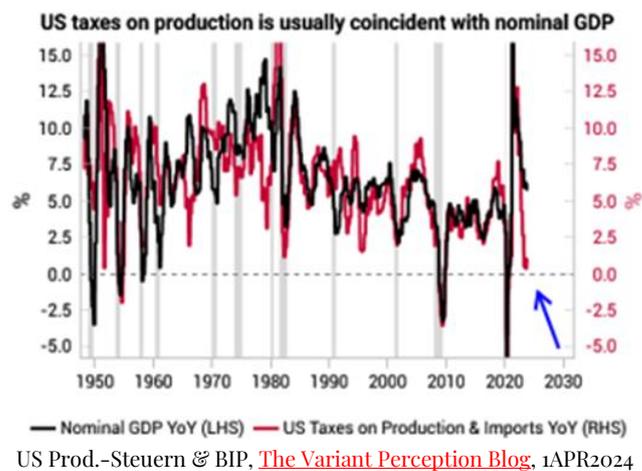
Hierbei ist es wichtig zu verstehen, dass dieser Multiplikatoreffekt in beide Richtungen wirkt. Mit anderen Worten, der Effekt zusätzlicher Staatsausgaben, c.p., auf die allgemeine Wachstumsentwicklung ist positiv, solange die Defizitausgaben steigen. Stabile Defizite sind also neutral, während eine Reduktion der Defizitausgaben einen negativen Multiplikator hat. Dies wird mit dem fiskalischen Impuls gemessen und für die USA geht z.B. das Brookings Institute davon aus, dass dieser jetzt neutral ist und im Jahresverlauf und in 2025 leicht negativ wirken wird.



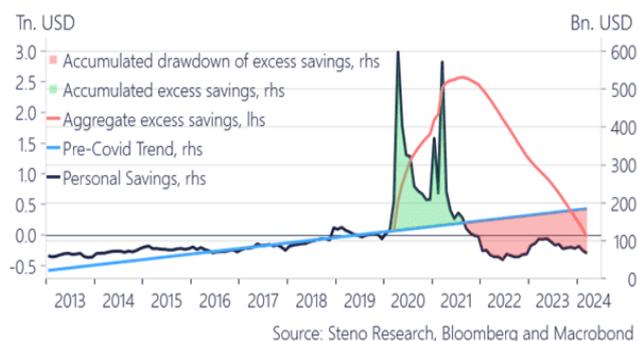
Brookings, [Hutchins Center US Fiskalischer Impuls](#), 26APR2024



Eine weitere Anomalie in den USA und ein Grund für die anhaltend hohen Staatsdefizite ist die jüngste Divergenz zwischen dem nominalen BIP-Wachstum und den Steuereinnahmen, die in der Grafik rechts dargestellt ist. Die meisten Beobachter sind der Ansicht, dass dies v.a. auf großzügige (grüne) Steuerentlastungen im Inflationsbekämpfungsgesetz zurückzuführen ist. Andere sehen darin einen Beleg dafür, dass die Wirtschaft schwächer ist, als es die Schlagzeilen vermuten lassen, was zunehmend auch die Frühindikatoren bestätigen.



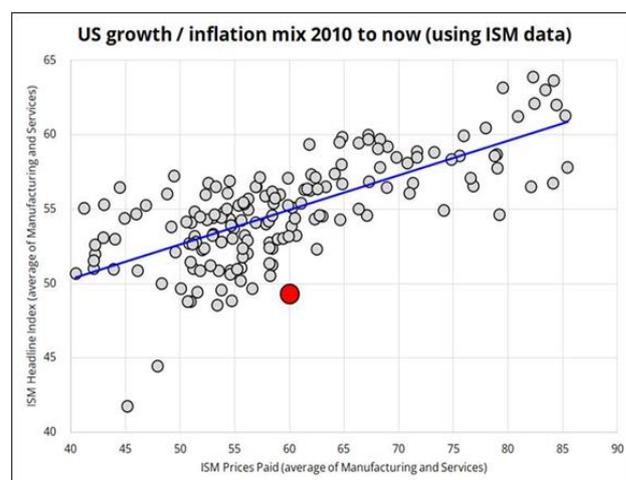
The "excess savings pool" is eroded again
The Pandemic buffer has vanished into thin air



Überschussersparnisse, [Steno Signals #99](#), Substack, 12MAI2024

Alles in allem hat es somit den Anschein, dass der Gegenwind für das Wirtschaftswachstum zunimmt, während Inflation und Lohnkosten weiterhin hoch sind. Die daraus zu erwartende Kombination aus US-Wachstum und Inflation untermauert daher meine Stagflationsdiagnose. Der Stagnationsteil dieser Einschätzung wird zusätzlich durch die höheren Nominalzinsen beeinflusst, da sie die Kosten der allgemeinen Schuldenlast langsam, aber sicher erhöhen. Dies gilt für den privaten Sektor, d.h. für Haushalte und Unternehmen, wie auch für den Staat.

Eine wichtige Folge der außerordentlichen Konjunkturmaßnahmen / Transferzahlungen der Covid-Jahre ist, dass die Ersparnisse anfangs rasch zunahm, da erlittene Einkommensverluste im Schnitt durch wohlwollende Zuwendungen der Regierungen überkompensiert wurden, während die Ausgabefähigkeit stark eingeschränkt war. Dieser Effekt ist in der Grafik links gut zu erkennen, ebenso wie der spätere Rückgang dieser Ersparnisse, die inzwischen fast aufgebraucht zu sein scheinen.

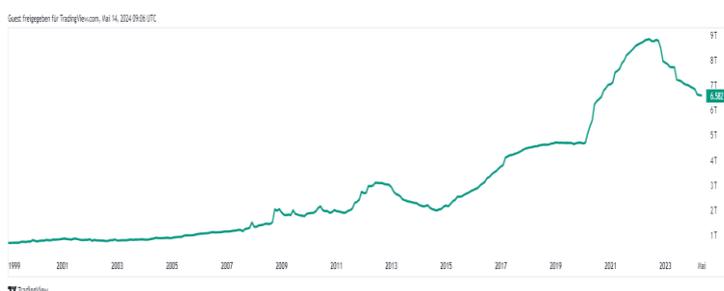
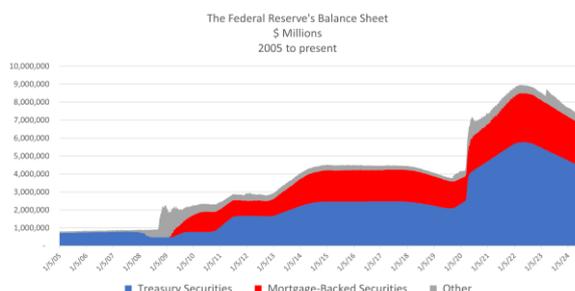


US-Wachstum & -Inflation seit 2010; Quelle unbekannt
(Ich bitte den Autor um Entschuldigung)



Längerfristig ist es wichtig zu verstehen, dass wir einen Regimewechsel erlebt haben. In der Vergangenheit und bis zum Ausbruch der Covid-Pandemie war es die **Geldpolitik**, die als primäres politisches Instrument zur Beeinflussung des Wirtschaftszyklus diente. Als die Wirksamkeit der Geldpolitik mit der Senkung der Zinssätze an oder unter die Nullgrenze und des *“Quantitative Easing“* (Expansion der Zentralbankbilanz durch den Kauf von Staatsanleihen und anderen Finanzinstrumenten) abnahm, gewannen defizitfinanzierte fiskalische Interventionen immer mehr an Einfluss, ein Trend, der sich in den Covid-Jahren noch deutlich verstärkte. Und während es in der Vergangenheit immer politische Kräfte gab, die für einen vorsichtigen und ausgeglichenen Haushalt eintraten, ist der politische Konsens heutzutage offensichtlich, dass Schulden keine Rolle spielen. In diesem Sinne ist die westliche Welt endlich "japanisch" geworden, und damit auf dem besten Weg im weiteren Verlauf des Schuldenzyklus "argentinisch" zu werden.

Damit ist nun die **Fiskalpolitik** das vorrangige politische Steuerungssystem, und der Geldpolitik bleibt die Aufgabe den Eindruck aufrechtzuerhalten, dass sie weiterhin die Inflation bekämpft. Ihr Handeln wird jedoch zunehmend von ihrem Hauptziel bestimmt, nämlich die Finanzierung des Staatshaushalts sicherzustellen. Dies hat z.B. zu einer weiteren Verringerung des Tempos des *“Quantitative Tightening“* (Abbau der Zentralbankbilanz) in den USA geführt. Wie die nachstehenden Schaubilder zeigen, entwickeln sich diese Bilanzen seit der GFC 2008 nach dem Prinzip „zwei bis drei Schritte vorwärts, einen zurück“, ein Prozess, der sich meiner Meinung nach fortsetzen wird.



[Bilanzentw. der US Fed](#), American Action Forum, 13MAL2024

[Bilanzentw. der EZB](#), TradingView, 14MAL2024

Persönlich glaube ich, dass die Signalwirkung von Änderungen im Tempo der Bilanzverkürzung für den Privatsektor weitaus weniger wichtig ist als das, was an der Zinsfront geschieht, da letzteres ihn viel direkter und offensichtlicher betrifft. Und in Anbetracht des politischen Kalenders erwarte ich, dass die Fed in diesem Jahr die Zinsen nur zögerlich (und geringfügig) senken wird, da sie nicht den Eindruck einer Einmischung in die US-Präsidentschaftswahlen vermitteln möchte und die Inflation sowie die Inflationserwartungen weiterhin zu hoch sind. Eine Verringerung des Tempos der Bilanzreduzierung wird jedoch das Gesamtwachstum des Angebots an Schuldtiteln begrenzen, was c.p. den Aufwärtsdruck am langen Ende der Renditekurve verringern wird.





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



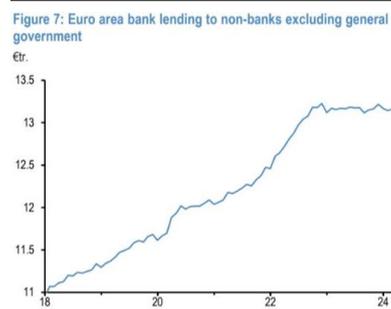
CPI und Zentralbankleitzins – US – [Financial Times](#), 14MAI2024



CPI und Zentralbankleitzins – EU – [Financial Times](#), 14MAI2024

Europa hingegen ist weniger von politischen Erwägungen abhängig, und hier sind die jährlichen Inflationsraten nach wie vor eher abwärtsgerichtet, weshalb eine erste Zinssenkung der EZB am 6. Juni bevorsteht. Das bedeutet jedoch nicht, dass die Zinssätze wieder auf das Niveau von vor der Covid-Krise zurückkehren werden, da sich die Inflationserwartungen inzwischen verfestigt haben und sich eine Inflationsrate von 2% bis auf weiteres wohl eher als zyklischer Tiefpunkt erweisen wird.

Langfristig wird aber nicht der Kreditpreis, sondern die Menge entscheidend sein für die Inflationsentwicklung. Und hier hat wohl vor allem in Europa die politische Klasse den Einfluss von Kreditgarantien erkannt. Seit der Weltwirtschaftskrise, der darauffolgenden europäischen Schuldenkrise und schließlich den Covid-Jahren scheint das Funktionieren dieser magischen Geldmaschine, die es ermöglicht, Geldströme gezielt auf bestimmte Sektoren und Zwecke auszurichten, reibungslos zu funktionieren. Letztlich schafft dies ja „nur“ Eventualverbindlichkeiten (oder außerbilanzielle Verbindlichkeiten), die bisher in den meisten Fällen "Eventualverbindlichkeiten" geblieben sind.



Kreditvergabe der Banken, Eurozone, [M'tourist Priv. Feed Recap](#), 14MAI2024

Diese Vorgehensweise ermöglicht es der politischen Klasse, ihre Lieblingsprojekte vehement zu verfolgen, indem sie das Bankensystem (sowohl staatlich geförderte als auch private Banken) anweist oder incentiviert, Projekte zu finanzieren, die für die Umsetzung ihrer Industriepolitik erforderlich sind, und die dabei gewährten Kredite garantiert. Das ist tatsächliche Geldschöpfung, die direkt zu zusätzlicher wirtschaftlicher Nachfrage (inkl. Multiplikatoreffekt) führt, was der Traum eines jeden zentralistischen/interventionistischen Politikers ist.



Selbst Anleger halten die globale Fiskalpolitik für "zu stimulierend", was mit ein Grund dafür ist, dass Rezessionserwartungen weiterhin aufgeschoben werden. Aber wenn man berücksichtigt, was ich oben über den Multiplikatoreffekt von Staatsausgaben geschrieben habe, fällt es mir schwer zu glauben, dass sich das Wirtschaftswachstum im weiteren Jahresverlauf nicht verlangsamen wird.

Chart 1: FMS perception of global fiscal policy...most stimulative on record
% FMS investors saying global fiscal policy is 'too stimulative'

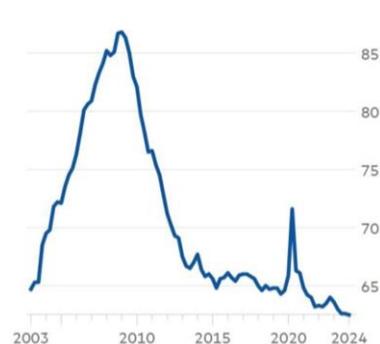


Source: BofA Global Fund Manager Survey

Wahrnehmung der Fiskalpolitik, [Points of Return](#), BN, 15MAI2024

We're fine (collectively)

Household debt as a percentage of GDP

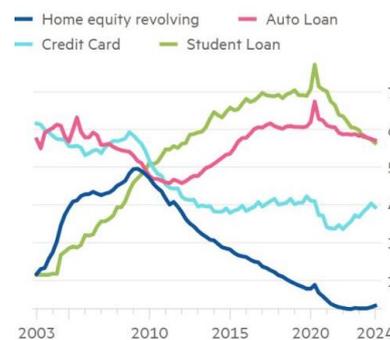


Source: New York Federal Reserve Bank, BEA
© FT

US Haushaltsverschuldung (% des BIP)
Unhedged, [Financial Times](#), 15MAI2024

Manche argumentieren, dass die Verschuldung der privaten US-Haushalte niedrig sei und damit der Konsum stark bleiben dürfte. Dies ist jedoch v.a. vom Rückgang der Hypothekenschulden geprägt, die in erster Linie von wohlhabenden Haushalten aufgenommen wurden. Auto- und Studentenkredite bleiben derweil auf hohem Niveau, und auch die Kreditkartenschulden sind auf einem Zehnjahreshoch.

Household debt sub-categories as a % of GDP



Source: New York Federal Reserve Bank, BEA
© FT

US Hypotheken-, Auto-, Kreditkarten- und Studien-Schulden (% des BIP)
Unhedged, [Financial Times](#), 15MAI2024

Um Robert Armstrong von *Unhedged* aus dem oben verlinkten Artikel zu zitieren: "Die Amerikaner haben insgesamt gesehen kein Schuldenproblem (außer natürlich die Schulden ihrer Regierung). Aber die Aggregation täuscht. Wie wir an dieser Stelle bereits erörtert haben, scheinen Haushalte, die am unteren Ende des Einkommensspektrums angesiedelt sind und variabel verzinsliche Schulden haben, in echten Schwierigkeiten zu stecken. Dies zeigt sich sowohl in den Statistiken über Zahlungsausfälle als auch in den Gewinnen von Unternehmen, die die Arbeiterklasse und die Armen bedienen."

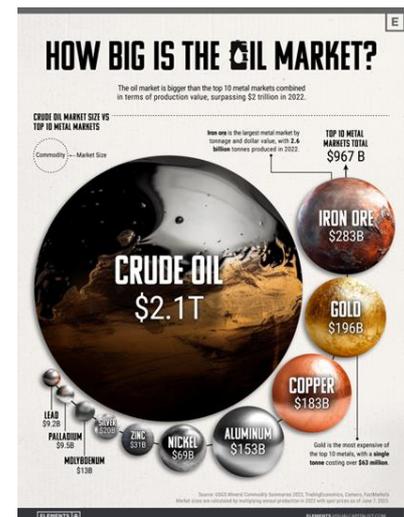
Dies ist nicht nur ein US-Phänomen. Die westliche Mittelschicht wurde in den letzten zehn Jahren zunehmend unter Druck gesetzt und ausgehöhlt, und in Verbindung mit einer ständig wachsenden Staatsquote und einer steigenden Schuldenlast ist dies kein Rezept für eine lebendige, dynamische und widerstandsfähige Wirtschaft. – Und eine strukturell schwache und historisch unproduktive Wirtschaft (ungeachtet der Verheißungen der künstlichen Intelligenz) ist meines Erachtens kein Rezept für einen florierenden Aktienmarkt.



Nun mögen Sie einwenden, dass wirtschaftliche Schwäche auch zu Disinflation führt, was den Zentralbanken einen Grund geben sollte, die Zinsen wieder zu senken und damit eine neue Runde der zinsbedingten Kreditschöpfung einzuleiten. In der Vergangenheit war dies sicherlich ein bewährtes Muster, aber der anhaltende Preisdruck, der nicht nur nachfrage-, sondern auch angebotsgetrieben sein kann, wird dies m.E. verhindern. Was sind solche angebotsgetriebenen Faktoren?

Beginnen wir nur mit dem aktuellen globalen Wirtschaftskrieg, der zunehmend auf Handelszölle zurückgreift, um Volkswirtschaften vor ausländischer Konkurrenz zu schützen. Jüngstes Beispiel sind die hohen Einfuhrzölle auf Elektrofahrzeuge und Solarzellen aus chinesischer Produktion, die in den USA auf 100% bzw. 50% angehoben wurden. Abgesehen von der Tatsache, dass sowohl in den USA als auch in China großzügige Subventionen für die Hersteller von Elektrofahrzeugen gezahlt werden oder wurden, hat diese Art von Handelskrieg noch nie funktioniert. Höchstwahrscheinlich führen sie zu Retourkutschen, da China gezwungen ist, Vergeltungsmaßnahmen zu erwägen. Aber das treibt die (Import-)Preise und so den allgemeinen Inflationsdruck in die Höhe.

Ein weiterer Faktor ist der rohstoffbedingte Preisdruck. Das prominenteste Beispiel ist Öl, da es der bei weitem wichtigste globale Rohstoff ist. Visual Capitalist veranschaulichte dies letztes Jahr mit dem folgenden Kommentar (und Diagramm): *"Die vereinte Marktgröße der 10 wichtigsten Metallmärkte beläuft sich auf 967 Milliarden Dollar, weniger als die Hälfte des Ölmarktes. Selbst wenn man alle verbleibenden kleineren Rohstoffmärkte hinzurechnen würde, wäre der Ölmarkt immer noch viel größer."* – Rohstoffe bilden die Grundlage unserer Produktions- und Lieferketten und sind daher unersetzlich. Wenn die Förderung (und das Recycling) nicht ausreicht, um die Nachfrage zu decken, steigen die Preise. Dies ist die Grundlage für einige der aktuellen Hauptanlagethemen des IASF, die von den Unterinvestitionen der Vergangenheit und den daraus resultierenden Angebotslücken zu profitieren gedenken.



Wie groß ist der Ölmarkt?

[Visualcapitalist.com](https://www.visualcapitalist.com), 30JUN2023

Da ich in früheren Ausgaben der *Seasonal Reflections* ausführlich über dieses Thema geschrieben habe, möchte ich an dieser Stelle nicht weiter darauf eingehen. Aber ich habe kaum Zweifel daran, dass die Inflationsraten aufgrund der neuen Dominanz der Fiskalpolitik sowie des rohstoffbedingten Preisdrucks weitaus hartnäckiger erhöht bleiben werden als in vergangenen Zyklen, was wiederum die nominalen Zinssätze höher halten wird, als die meisten Marktteilnehmer derzeit erwarten.



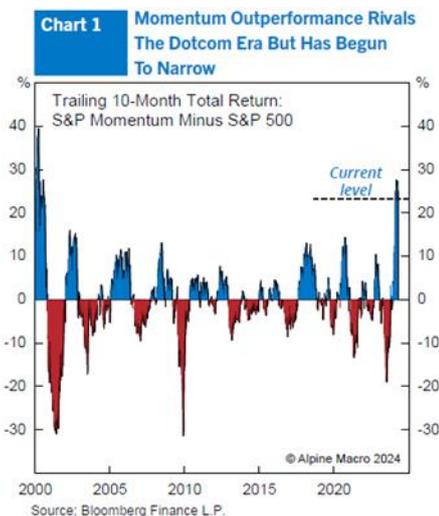
Finanzmärkte mit Echo-Blase an den Aktienmärkten

Die Finanzmärkte haben sich in diesem Jahr bisher sehr gut entwickelt. So hat an den Aktienmärkten (zur Zeit des Schreibens am 22. Mai) der S&P 500 seine Rallye seit dem Oktober 2022 fortgesetzt (+52% von den zyklischen Tiefs, +10,5% im Jahresvergleich), was die Erwartung der Anleger hinsichtlich eines anhaltenden Soft-Landing-Szenarios widerspiegelt und die geopolitische Lage, die eine höhere Risiko-prämie nahelegen würde, weitgehend ignoriert.

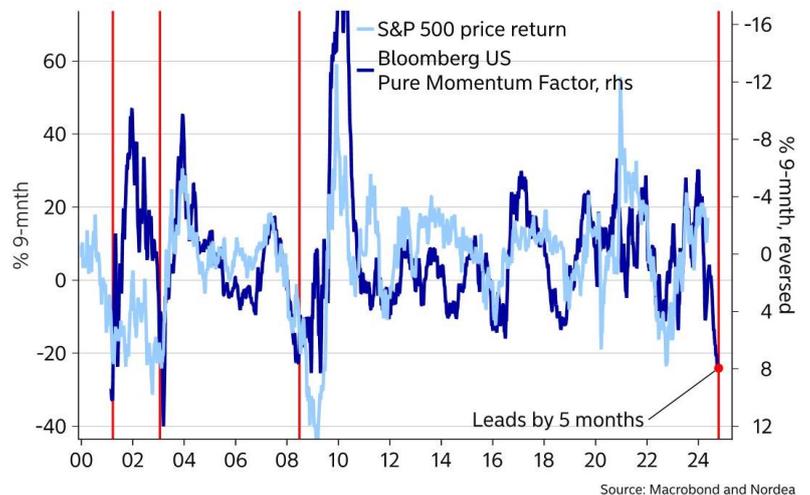


S&P 500 Futures, 21MA2024, [investing.com](https://www.investing.com)

Ich persönlich kann dies (dasselbe Bild gilt für den Nasdaq) nur schwer mit dem zugrundeliegenden fundamentalen Umfeld in Einklang bringen, aber es scheint die Anleger nicht sehr zu stören. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass die Dynamik des Marktes nachlässt - und wenn das passiert, verheißt das in der Regel nichts Gutes für die kurz- bis mittelfristige Performance...



S&P Momentum minus S&P 500, @RealAlpineMacro, X, 14MAI2024



S&P 500 Preisentwicklung vs Bloomberg US Pure Momentum Faktor, @MikaelSarwe, X, 15MAI2024



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



DAX Futures, 21MAI2024, [investing.com](https://www.investing.com)

Ein vergleichbares Bild ergibt sich in Europa, wo der DAX (sehr ähnlich wie der S&P 500 +53% seit dem Tiefststand von OKT2022; +11% in 2024) sich auch in einem etablierten Aufwärtstrend befindet, der ebenfalls einen Verlust an Dynamik aufweist. Das Gleiche gilt für den breiter gefassten STOXX 600 (+38% seit OKT2022; +9% im Jahresvergleich), auch wenn das Gesamtergebnis geringer ausfällt.

Auch die Aktienmärkte in Japan (+52% seit JAN2023; +15,4% in 2024) haben sich gut entwickelt, während China (-19% seit JUL2022; +7,4% in 2024) als größte Komponente in EM-Indizes den Anlegern weniger Grund zum Feiern gegeben hat und sich trotz einer jüngsten Erholung weiterhin in einem soliden Abwärtstrend befindet, der jedoch auf das Potenzial für einen Ausbruch und eine mögliche Aufholjagd hindeutet. Da China jedoch zunehmend als politischer Paria angesehen wird und mit schweren Handelssanktionen und einem starken Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen konfrontiert ist, bin ich skeptisch, was die grundlegenden Aktien-Investitionsmöglichkeiten angeht.



Nikkei 225 Futures, 22MAI2024, [investing.com](https://www.investing.com)



CSI 300, 22MAI2024, [investing.com](https://www.investing.com)

Zurzeit scheinen die Anleger ihren vollen Fokus auf erste Leitzinssenkungen gelegt zu haben, wobei ich annehme, dass sie dabei die Tatsache ignorieren, dass zyklische Aktienbärenmärkte in der Regel nach der ersten Zinssenkung der Zentralbank beginnen... – Und die Finanzindustrie tut das, was sie immer tut, nämlich dem Trend folgen und bestehenden Schwung und Stimmungen ausnutzen, was auch nichts Neues ist. Schließlich lässt sich am besten verkaufen, was gut gelaufen ist und die Anleger demnach wollen, und das sind derzeit Aktien, wie auch Private Assets, Crypto, Meme-Aktien, usw., also Anlagen, die eher überdurchschnittliche Renditen als Kapitalerhalt versprechen.



The Stock Market Will Rise Nearly 10% More This Year, Money Managers Predict in Barron's Latest Poll

“Der Aktienmarkt wird dieses Jahr knapp 10% steigen, sagen Vermögensverwalter.“
[Barron's](https://www.barrons.com), Week's Magazine, 3MAI2024





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

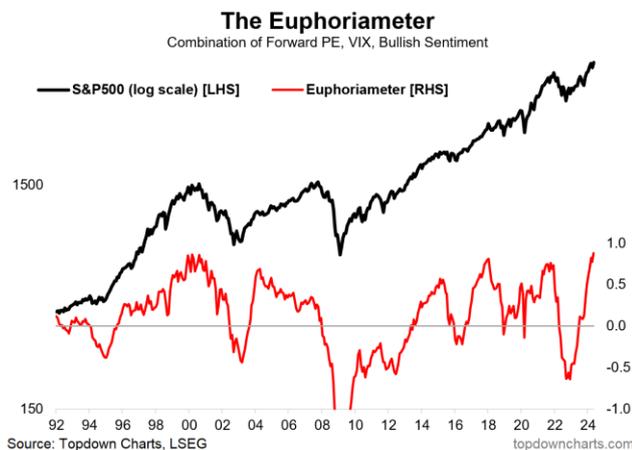
Aber wie ich kürzlich so treffend gelesen habe: *“Anleger sind notorisch launisch. Wir jagen der Performance hinterher, kaufen hoch, verkaufen niedrig und verfolgen endlos Modeerscheinungen. Bullenmärkte überzeugen uns davon, dass wir brilliant sind, während wir in Wirklichkeit oft nur Spielfiguren in einer weiteren vermögensvernichtenden Blase sind. Bärenmärkte hingegen zwingen uns dazu, Dinge zu tun, von denen wir zuvor überzeugt waren, dass wir sie niemals tun würden (nämlich bei Tiefstständen zu verkaufen und uns nicht mehr für private Investitionen zu engagieren)“.* ([Risk Seeking vs. Mitigating](#), Ted Lamade, CollabFund, 24APR2024) – So sehr es zurzeit auch scheint, als ob der Aktien-Zyklus abgeschafft wurde, glaube ich, dass dies eine Lektion ist, die neu gelernt werden muss...

Aber überrascht die anhaltende Hausse (außer mir) eigentlich noch jemanden? – In den letzten 15 Jahren, sind die globalen Aktienmärkte, gemessen am MSCI World Index, von einem Tiefstand bei 684 auf jüngst 3472 Punkte angestiegen. Dies entspricht einem jährlichen Anstieg von 11,3%, der sich, wie die Grafik zeigt, trotz gelegentlicher kleinerer Rückschläge im Laufe der Zeit recht stabil entwickelt hat.



MSCI World Index, 22MAI2024, [investing.com](#)

Mit anderen Worten: Eine ganze Generation von Anlegern wurde darauf getrimmt, jede Korrektur zu kaufen sowie passiv zu investieren. Dieses Kaufen und Halten brachte 2-stellige Renditen, ohne dass man sich mit Fundamentalanalyse, Aktienausswahl und Anlage-Timing befassen musste. Doch beim Investieren geht es immer um Antizipation, und deshalb sollten sich die Anleger die Frage stellen, ob dieser Ansatz auch in Zukunft Erfolg haben wird? – Stattdessen ist die Euphorie der Anleger, ungeachtet des ausgedehnten Trends, und insbesondere hinsichtlich eines weiteren Anstiegs der US-Leitbörsen, weiterhin hoch und lässt daher kurz- bis mittelfristig zumindest einmal eine zyklische Korrektur erwarten. Gleichzeitig sind auch die Gewinnwachstumsaussichten zyklisch erhöht.



[The Weekly S&P500 #ChartStorm](#), 19MAI2024



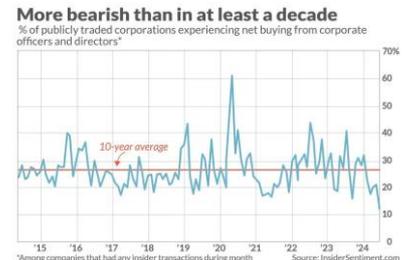
[The Weekly S&P500 #Chartstorm](#), 19MAI2024



Incrementum All Seasons Fund

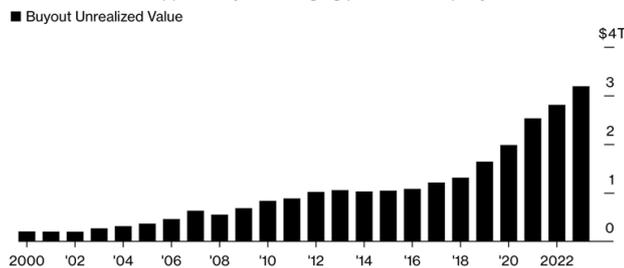
– in pursuit of real returns –

Diese Euphorie wird jedoch nicht von Unternehmens-Insidern geteilt. Denn der Prozentsatz der börsennotierten US-Unternehmen, die Nettokäufe durch leitende Angestellte verzeichnen, ist auf dem niedrigsten Stand der letzten zehn Jahre gefallen. Dabei sollten doch gerade Insider am besten in der Lage sein die Aussichten der von ihnen gelenkten Unternehmen zu beurteilen...



@MichaelArouet, X, 14APR2024

Value of Unexited Companies Reaches \$3.2 Trillion Globally
Lack of IPO, M&A opportunity sends aging portfolio company value to record



Source: Preqin, via Bain & Co.
Note: 2023 figure covers until September

Wert nicht realisierter Private Equity
Unternehmensbeteiligungen, [Bloomberg](#), 9MAl2024

Bei aller bestehenden Euphorie verwundert mich zudem die Tatsache, dass der Markt für Börsengänge zuletzt eher schwächelte. Dies erklärt die Schwierigkeit von Private-Equity-Fonds ihre reifen Portfolioinvestitionen zu veräußern, wodurch sich der Wert der auf den Exit wartenden Unternehmen weltweit auf 3,2 Bio. USD erhöht hat. (Dass dies der aktuellen Marktkapitalisierung von Microsoft entspricht, unterstreicht zudem die a.o. Mag-7-Bewertungen).

Wenn die Risikobereitschaft der Anleger und die Kapitalströme so unersättlich und reichlich wären, müsste dann der Markt für Neuemissionen nicht einen Boom erleben, und all die verschlankten und profitablen PE-Buyouts und vielversprechenden Venture Capital-Unternehmen problemlos absorbieren? - Oder ist dies auf die zunehmend passive Marktstruktur zurückzuführen, bei der das Geld in Buy-and-Hold-Indexprodukte und -nahe Strategien investiert wird und somit begrenzte neue Kapitalzuflüsse auf ebenso begrenzte effektive Streubesitzanteile treffen? - Denn schließlich wird der Preis an der Grenze zwischen Angebot und Nachfrage gebildet. Wenn also preisunempfindliche Käufer populärer Aktien auf ebensolche Inhaber von Passivmandaten treffen, kann das Ergebnis explosiv sein.



Nvidia (NVDA) Aktienkurs (Log-Chart), 22MAl2024, [investing.com](#)

Ein Beispiel dafür ist NVDA, über das ich bereits in der vergangenen Ausgabe geschrieben habe. Gestern Abend meldete NVDA erneut über den Erwartungen liegende Umsätze und Gewinne, was die Aktie im nachbörslichen Handel auf über USD 1000 trieb. Tatsächlich stieg der Umsatz im Vergleich zum Vorjahresquartal um 262%, aber auch der Aktienkurs hat sich seither fast vervierfacht und ist seit Oktober 2022 gar um das Zehnfache gestiegen.



Natürlich wurden die Ergebnisse mit den weiter enormen Wachstumsaussichten für NVDA's KI-Chips garniert. Aber das Unternehmen macht schon Quartalsumsätze von 26 Mrd. USD (28 Mrd. USD werden fürs 2. Quartal erwartet), und angesichts dieser Zahlen ist es schwer vorstellbar, dass das Umsatzwachstum im jüngsten Tempo anhalten kann. Dennoch sind die Anleger bereit, das 20-fache des Umsatzes für die Aktie zu zahlen.

In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass die Einnahmen von NVDA die Kosten seiner Kunden darstellen. Ein Blick auf das [Quartalsergebnis](#) zeigt, dass erstaunliche 86% (22,6 Mrd. USD) der Umsätze auf Rechenzentren entfallen, und der Bericht listet Kooperationen mit Amazon, Google, Microsoft und Oracle auf. Dies zeigt, dass NVDA es geschafft hat, sich als unverzichtbarer Hersteller von Mikroprozessoren zu positionieren, die für das Super-Computing im KI-Zeitalter benötigt werden. Wie groß ist das Risiko, dass sich diese hohen Investitionen in (übrigens sehr stromhungrige) Rechenzentren tatsächlich auszahlen werden? - Und was sagt das über die Kosten- und Ertragsaussichten der anderen Mag-7-Aktien aus, deren einst Asset Light-Geschäftsmodell zunehmend Anlagen lastig und damit kostspielig im Aufbau und Unterhalt wird, ganz zu schweigen von den Aussichten für die Vielzahl neuer KI-zentrierter Unternehmungen, die rund um den Globus neu gegründet werden?

Während langfristige Anleger sich sicher über den Ritt auf dieser Blase freuen, und dies als Beweis für die Vorherrschaft des westlichen Wirtschaftssystems und des "freien" Marktes sehen, erinnerten die NVDA-Ergebnisse aber auch an eine (aus meiner Sicht) dunkle Seite des Tech-Booms. Ich wurde durch einen Tweet von Andy Constan ([@dampedspring](#)) daran erinnert, der am 22. Mai auf [X](#) veröffentlicht wurde und folgendes feststellte: NVDA "Arbeitnehmer hatten ein Superquartal, da sie Aktienoptionen im Wert von 7 Mrd ausübten. Der Aktienrückkauf bedeutete damit, dass nach der Verwässerung durch die Optionsausübung netto praktisch keine Aktien stillgelegt wurden." - Als Beleg dient der hier eingefügte Ausschnitt aus dem Quartalsbericht der Gesellschaft.

	Three Months Ended	
	April 28, 2024	April 30, 2023
Cash flows from financing activities:		
Proceeds related to employee stock plans	285	246
Payments related to repurchases of common stock	(7,746)	—
Payments related to tax on restricted stock units	(1,752)	(507)
Dividends paid	(96)	(99)
Principal payments on property and equipment and intangible assets	(48)	(29)
Net cash used in financing activities	(9,345)	(380)
Change in cash and cash equivalents	307	1,690
Cash and cash equivalents at beginning of period	7,280	3,389
Cash and cash equivalents at end of period	\$ 7,587	\$ 5,079

[@dampedspring](#), [X](#), 22MAI2024

Natürlich ist dies kein spezifisches NVDA-Problem, sondern ist bei hochfliegenden US-Aktien weit verbreitet. Aktionäre können sich reich fühlen, wenn sie sehen, dass die Aktienkurse ihrer Beteiligungen steigen. Doch bis sie die Gewinne realisiert haben, handelt es sich lediglich um Buchgewinne. Das echte Geld bereichert unterdessen die Managerklasse, was natürlich der Grund dafür ist, dass Silicon Valley so viele neue Milliardäre hervorgebracht hat. Aber ist dies ein gerechtes und - um einen populären Ausdruck zu verwenden - nachhaltiges System? - Ich bin mir sicher, dass sie sich ihr eigenes Urteil diesbezüglich bilden werden...





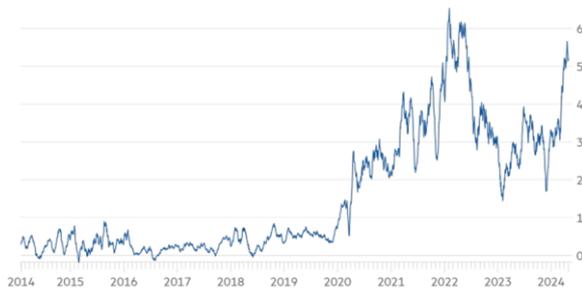
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Nun tun Sie dies vielleicht auch als das Argument von jemandem ab, der diese Entwicklungen falsch eingeschätzt und an dem damit verbundenen Aktienpreis-Boom nicht partizipiert hat. Aber ich habe überhaupt kein Problem damit, zuzugeben, dass ich ein rationaleres Anlegerverhalten erwartet hätte, und ich bedaure ganz sicher nicht, dass ich auf diesen Zug nicht aufgesprungen bin. Denn ich war und bin davon überzeugt, dass die Fundamentaldaten den Aktienkurs und damit die Unternehmensbewertung nicht rechtfertigen. Und da der Aktienkurs von NVDA (wie auch des breiteren Nasdaq 100) neue Allzeithochs erreicht hat, kann ich mir erst recht nicht vorstellen, dass diese Party noch lange anhalten wird. Sicher, NVDA bedient sich des Regieheftes der 2000er Tech-Blase und verkündete einen 1:10 Aktiensplit, der die Aktien "erschwinglicher" machen soll, was eine bewährte Methode ist, um einen spekulativen Trend in die Länge zu ziehen. Aber selbst wenn man von 120 Mrd. USD Umsatz im Jahr 2024 ausgeht, wird die NVDA-Aktie immer noch zum 20-fachen ihres Umsatzes gehandelt. Selbst mit Bruttomargen in den hohen 70ern, die sich in der Industrie m.E. noch nie als nachhaltig erwiesen haben, ist eine Investition jetzt mindestens genauso irrational wie vor einem Jahr.

Aber kommen wir doch auf die allgemeine Stimmung an den Aktienmärkten zurück, die eindeutig ein euphorisches Niveau erreicht hat, was durch die Nettokäufe von gehebelten Aktien-ETFs durch Privatanleger sowie die untenstehenden BofA Global FMS-Stimmungswerte unterstrichen wird.

Retail net purchases of leveraged equity ETFs surge
1-month rolling sum (\$bn)



Source: VandaTrack
© FT

[Financial Times ETF Hub](#), 4MAI2024

Chart 2: BofA Global FMS sentiment most bullish since Nov'21
Percentile rank of FMS growth expectations, cash level, and equity allocation



Source: BofA Global Fund Manager Survey

[Points of Return](#), John Authers, Bloomberg, 15MAI2024

Dabei ist das wohl deutlichste Zeichen für die Rückkehr zügelloser Spekulation unter Retail-Investoren das Wiederauftauchen des Phänomens der Meme-Aktien.





@TheRoaringKitty, X, 13MAY2024

Dieses Echo der Aktienblase von 2021 wurde durch den Tweet von [@TheRoaringKitty](#) auf X ausgelöst. Zu sehen ist hier ein Gamer, der sich als Zeichen, dass es ernst wird in seinem Stuhl nach vorne lehnt. Dies nach einer fast 3-jährigen Pause von X, die mit einem kurzen Clip von schlafenden Kätzchen endete...



@TheRoaringKitty, X, 17JUN2021

Das Ergebnis war eine mehr als Verdreifachung der ehemalige Short-Squeeze-Favoriten GME und AMC innerhalb eines guten Tages. Beide Titel waren nach 2021 massiv verwässert worden, da sie ihren unerwarteten Status als Lieblinge der ‚Diamond Hands‘ nutzten, um die Zahl der ausstehenden Aktien zu vervielfachen, was wohl erklärt, warum die ‚Rakete zum Mond‘ 🚀 dieses Mal eher wie von einer Steinschleuder katapultiert erschien.



GameStop (GME), 23MAI, [investing.com](#)

Ich erwähne dies hier, um das Ausmaß der Spekulation und der Risikobereitschaft in bestimmten Teilen des Marktes zu unterstreichen. Denn *“Wir haben einen sehr merkwürdigen Markt, auf dem das, was populär ist, zu jedem Preis gehandelt werden kann und jeder noch so dumme Grund einen Aktienkurs in die Höhe schnellen lässt. Andererseits gibt es auch viele Unternehmen, bei denen es so aussieht, als ob keine noch so gute Nachricht wirklich zählt.”* ([Bill Fleckensteins Daily Rap](#), 23MAI2024)

Spätestens jetzt fragen Sie sich vielleicht, warum ich mich so sehr auf die US-Aktienmärkte konzentriere? - Nun, die US-Märkte sind der (große) Hund, und die übrigen Aktienmärkte der Welt sind sein Schwanz. Mit anderen Worten: Der Richtung, die die US-Märkte vorgeben, folgt der Rest der Welt!

Wie sieht es derweil an den Anleihemärkten aus? - Interessanterweise liegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (US/GE-10y = 4,47%/2,58%) immer noch unter den Spitzenwerten des letzten Jahres (5%/3%), was wohl den zyklischen Rückgang des Inflationsdrucks widerspiegelt. Angesichts der anhaltenden Haushaltsdefizite sowohl in den USA als auch in Europa (und Japan) und der Tatsache, dass ich davon ausgehe, dass die Inflation mit 2% eher den neuen Tiefpunkt als den alten Höchststand ausbilden wird, sind dies jedoch kaum attraktive Renditen.





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Darüber hinaus waren die US-Credit-Spreads nur zweimal zuvor so eng wie heute - nämlich (und laut David Rosenberg, @EconguyRosie, X, 23MAY2024) in den Jahren 2000 und 2007. Damit werden von Hochzinsanleihen praktisch keine Ausfälle eingepreist, obwohl die Unternehmensinsolvenzen im letzten Jahr um +35% auf den höchsten Stand seit 3Q 2020 angestiegen sind. Und auch hier handelt es sich nicht nur um ein US-Phänomen, da sich die Anleihe-Spreads weltweit verengen.

Global bond spreads tighten to multi-year lows

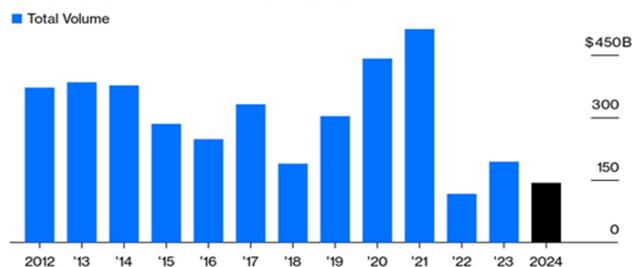


Data through March 19, 2024. bps--Basis points. EM--Emerging markets. HY--High yield. SG--Speculative grade. Sources: S&P Global Ratings Research & Insights and ICE BofA Option-Adjusted Spreads.

Credit Spreads, weltweit, Pts of Return, [Bloomberg](#), 20MAI2024

Junk Bond Issuance Near Decade Low

Yearly high-yield bond sales clipped by high interest rate



Source: Bloomberg

Note: Issuance volume data for 2024 is through May 17

Bloomberg Opinion

Junk Bond Emissionsvol., Pts of Return, [Bloomberg](#), 20MAI2024

Gleichzeitig ist die Neuemissionstätigkeit bei Junk Bonds - ähnlich wie bei den bereits erwähnten Börsengängen von Aktien - auf ein Dekaden-Tief gesunken. Man könnte annehmen, dass dies daran liegt, dass Emittenten mit Neuemissionen auf Zentralbankzinssenkungen warten und hoffen. Oder aber es gibt einfach nicht genügend Appetit auf Neuemissionen zu den derzeit engen Spreads...

Insgesamt gibt es heutzutage wenig Grund, in Anleihen zu "investieren", es sei denn, man hält sich an das alte Drehbuch, bei dem man auf der Grundlage der *Great Moderation*, die dazu führte, dass die (Verbraucher-, nicht die Vermögenspreis-) Inflation fast eliminiert wurde, von einem langfristigen Zinssenkungszyklus bis zum Erreichen der Nullmarke profitierte. Aber die Anleger müssen sich nun mit einem neuen Anlagekonzept vertraut machen, weshalb ich weiterhin wenig Wert in Anleihen sehe. Wer sich mit diesem neuen Drehbuch vertraut machen möchte, dem empfehle ich die Lektüre der 18. Ausgabe von Incrementum's [In Gold We Trust](#)-Report, [The New Gold Playbook](#).

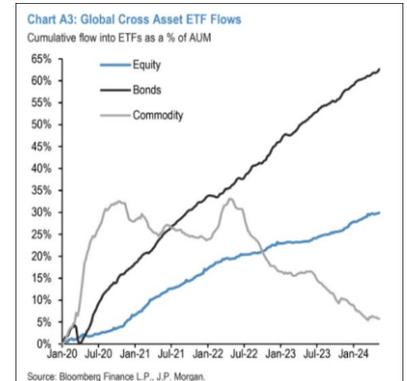




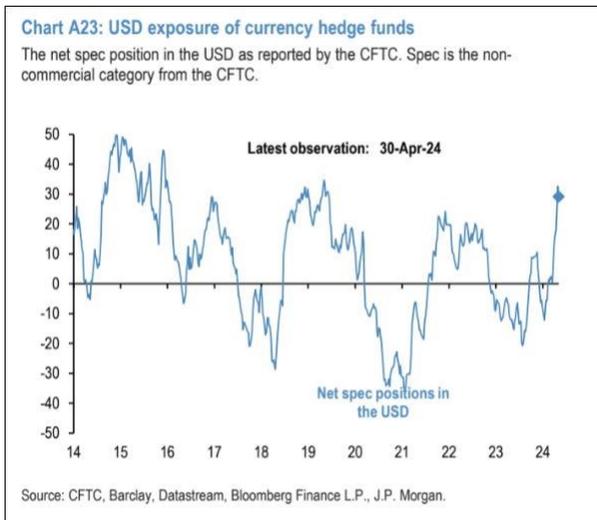
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

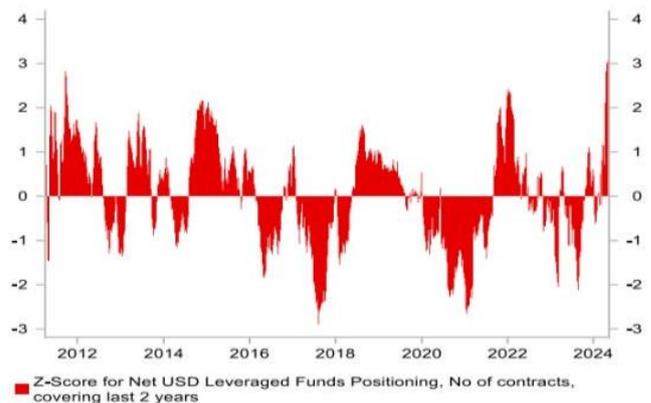
Dieses neue inflationäre Anlagekonzept berücksichtigt Gold, Edelmetalle und Rohstoffe. Erstere haben zuletzt für Schlagzeilen gesorgt, weil sie in die Höhe geschossen sind und Gold sogar neue (nominale) Allzeithochs erreicht hat, und im IGWT-Bericht finden Sie alle Gründe dafür. Zudem haben Rohstoffe als Anlageklasse (einschließlich Edelmetalle) einen starken Rückgang des Anlegerinteresses erlitten, wie die Cross Asset ETF-Ströme in der Grafik rechts zeigen. Eine Anlageklasse, die in Ungnade gefallen ist, aber fundamental durch ein begrenztes Angebot gestützt wird, ist m.E. keine schlechte Anlagedestination, und ich gehe davon aus, dass die graue Linie in der Grafik bald wieder ansteigen wird.



[M'tourist Priv. Feed Recap](#), 14MAI2024



LONG USD POSITIONING HAS BECOME STRETCHED



Source: Bloomberg, Macrobond & MUFG GMR

USD-Netto-Allokation von Hedge Funds - [M'tourist Private Feed Recap](#), 14MAI2024 - Long USD-Positionierung in Leveraged Funds

Ein kurzer Blick auf die Währungen zeigt, dass der USD weiterhin die Lieblingswährung des Marktes ist. Er wird nach wie vor durch seinen Reservewährungsstatus unterstützt, auch wenn dieser langsam bröckelt, da China hart daran arbeitet, den CNY als Alternativwährung zu etablieren. Außerdem profitiert er von einer positiven Zinsdifferenz und den damit verbundenen positiven Carry-Kosten, was ihm weitere kurzfristige Unterstützung verschafft hat.

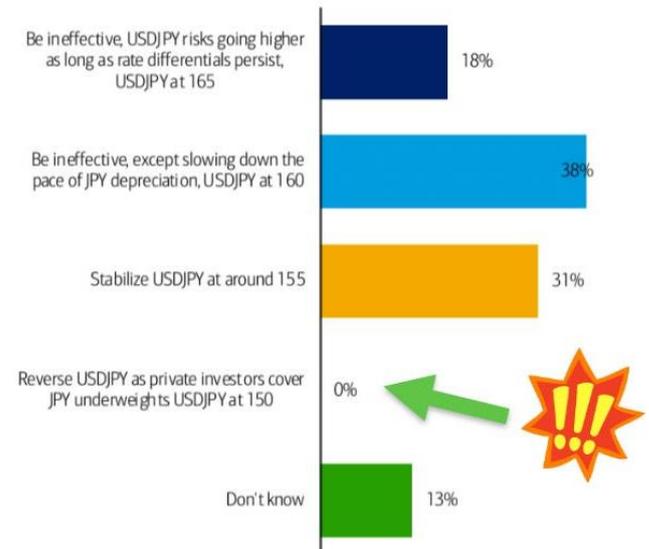




Gemessen an der Kaufkraftparität sind die meisten anderen internationalen Währungen nach wie vor günstiger, wenn auch nicht so sehr wie der JPY, der schätzungsweise 40% unterbewertet ist. Aber so wie der USD von seiner langanhaltenden Stärke profitiert, welche Anleger von einem Ausstieg abhält, so trifft das Gegenteil auf den JPY zu, der weithin (und man könnte sagen übermäßig) als Finanzierungswährung genutzt wird. Die jüngsten Devisenmarktinterventionen der japanischen Behörden haben sich dabei kaum auf die Stimmung (und Positionierung) der Anleger ausgewirkt. Die Zinsdifferenz könnte jedoch im Laufe des kommenden Jahres schrumpfen, und ich erwarte, dass dies zu einer Repatriierung von Geldern nach Japan führen wird, was dem JPY-Auftrieb verleihen sollte.

Exhibit 24: FX intervention is likely to

Majority expect Japan FX intervention to be ineffective



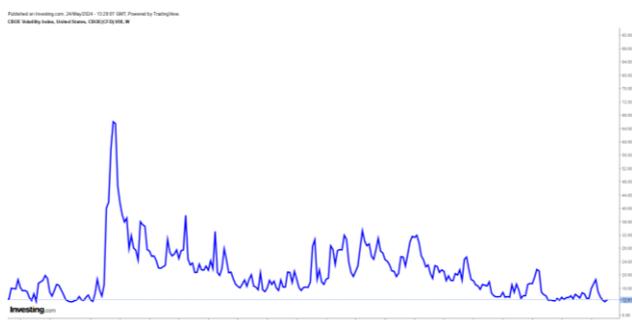
Source: BofA Global Research FX and Rates Sentiment Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

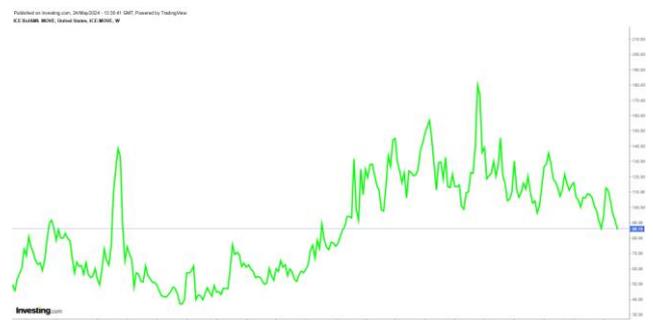
[M'tourist Private Feed Recap](#), 23MAI2024

Da mir wie fast schon üblich mal wieder die Zeit davonläuft, möchte ich diesen Abschnitt mit ein paar allgemein gehaltenen Bemerkungen abschließen.

Wie wir oben gesehen haben, haben sich die Anleihenmärkte in letzter Zeit stabilisiert, während sich die Aktienmärkte in einer ausgedehnten Echoblase des Anstiegs von vor 2022 befinden und sich auch die Währungen (bis auf den JPY) weitgehend stabil zeigen. Dies mündet in einer erhöhten Risikobereitschaft der Anleger, die sich auch in rekordtiefen VIX- (von US-Aktienoptionen abgeleitete Volatilität) und MOVE-Indizes (von Anleihen abgeleitete Volatilität) widerspiegelt.



CBOE Volatility Index (VIX), 24MAI2024, [investing.com](#)



ICE BofA MOVE Index, 24MAI2024, [investing.com](#)





Gleichzeitig sehe ich aber sehr wohl Risiken für die Finanzmärkte. Dies zum einen als Ergebnis der anhaltenden geopolitischen Auseinandersetzungen zwischen den beiden großen Supermächten, bei denen ich persönlich allerdings noch kein Risiko einer direkten kriegerischen Konfrontation sehe. Allerdings bergen auch schon die bestehenden und anhaltenden regionalen Konflikte ausreichende Risiken. Zum anderen erwachsen Risiken aus der allmählichen Verlangsamung des weltweiten Wirtschaftswachstums, insbesondere auch in Verbindung mit dem nachlassenden fiskalischen Impuls in den G7-Staaten. Auch die zunehmenden Remilitarisierungsbemühungen sind mit Hinblick auf Stagflationsrisiken nicht hilfreich. Schließlich dürfen wir nicht die Augen davor verschließen, dass *"Flugzeugträger, Raketensilos und Atom-U-Boote, rein wirtschaftlich betrachtet, nur eine gigantische Verschwendung von Arbeit und Material sind. Nur weil es wirtschaftlich schädlich ist, ein starkes Militär zu unterhalten, heißt das nicht, dass man es nicht tun sollte. Aber man sollte sich auch nicht der Illusion hingeben, dass es wirtschaftlich nicht schädlich ist."* (Global Political Analysis, [ECR Research](#), 23MAI2024)

In Verbindung mit extrem hohen Einfuhrzöllen und anderen Handelshemmnissen, einer weniger effizienten Produktion durch On- oder Friendshoring (die Produktion in den USA oder Europa ist weitaus kostspieliger als die chinesische) sowie anhaltenden Logistik- und Transportengpässen ergibt sich daraus kein günstiges Bild für die Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Und ich habe hier noch nicht einmal das Thema der bevorstehenden EU-Parlamentswahlen Anfang Juni angesprochen, bei denen allgemein erwartet wird, dass rechtsextreme Parteien aufgrund der breiten Unzufriedenheit hinsichtlich Themen, die von der Einwanderung über die verordnete Energiewende bis hin zur anhaltenden Vergrößerung des Wohlstandsgefälles reichen, erheblich an Unterstützung gewinnen werden. Und das verspricht nur ein Aufwärmen für die US-Präsidentenwahlen Anfang November, die meiner persönlichen Meinung nach ein neuer Tiefpunkt in der Geschichte der Demokratie werden könnten.

Es ist vielleicht an der Zeit, die Sicherheitsgurte zu überprüfen...





Wir investieren bottom-up - IASF Portfolio Betrachtung



Alle in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. *Seasonal Reflections* werden an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder des Incrementum All Seasons Fund dar. Die 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.

Wenn der Schwung auf Ihrer Seite ist, konzentrieren sich die Menschen auf Ihre Stärken und verzeihen Ihnen Ihre Schwächen. Wenn die Dynamik nachlässt, wird das Ganze unter die Lupe genommen. (Das gilt für Aktien, Fonds, Menschen und sogar Aufsätze.)” – Packy McCormick, [Substack](#), 19DEZ2023

Ich bin mir nicht sicher, wie viel Dynamik meine geschätzten Leserinnen und Leser nach diesen ersten 21 Seiten noch verspüren, aber ich hoffe, dass diese Sie noch ein wenig weiter in diesen Investitionsbericht hineinbringen wird.

Zunächst einmal freue ich mich, dass unser **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** in letzter Zeit wieder deutlich an Fahrt gewonnen hat, was seine Anteilswerte nach einer fast einjährigen Konsolidierungsphase neue Allzeithochs erklimmen ließ. Und angesichts des bevorstehenden 5-jährigen Bestehens des Fonds (am 6. Juni) habe ich mir erlaubt, zur Veranschaulichung eine Grafik aus dem Marktteil der Financial Times zu übernehmen.



FT Markets Data, IASF USD-I, [Summary](#)



FT Markets Data, IASF USD-I, [Performance](#)





Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Damit haben wir die Einlage unserer USD-Gründungsinvestoren in knapp 5 Jahren verdoppelt, was auch die Messlatte ist, die wir uns für die Zukunft setzen.



Historische Wertentwicklung rollierend in % (per 24.05.2024)

	YTD	1 Jahr kumulativ	3 Jahre p.a.	seit Auflage p.a.
Fonds	9.40%	11.36%	16.07%	15.34%

Ausschnitt vom [IFM Daily Factsheet](#), 24 MAI 2024

Wir hatten auch das Vergnügen, neue [Lipper Fund Awards](#) für 2024 für **IASF** als bester Mixed Asset Fund in der Kategorie EUR Flex - Global über 3 Jahre in Europa und Österreich zu erhalten.

Weitere erwähnenswerte Auszeichnungen waren ein 11. Platz im Ranking der deutschen [WirtschaftsWoche](#) und eine Hervorhebung und Analyse im [Euro-Spezial von Börse Online](#) zum Thema "Vermögensverwaltende Fonds", abgesehen von unserem Morningstar-Rating...

Damit einher geht allerdings auch ein höheres Risiko, weshalb ich regelmäßig darauf hinweise, dass **IASF**-Anleger einen längerfristigen Anlagehorizont benötigen. In der Fondsmanagement-Industrie verwenden wir zur Bestimmung risikoadjustierter Ergebnisse u.a. die [Sharpe Ratio](#), die die vergangenen (oder erwarteten) Überschussrenditen (d.h. diejenigen, die über dem risikofreien Zinssatz liegen) über einen bestimmten Zeitraum ins Verhältnis zur Standardabweichung (oder Volatilität) dieser Renditen setzt. Eine Sharpe Ratio von über 1 wird als sehr gut angesehen, und wir kommen diesem Wert zumindest nahe.

	1 Jahr	3 Jahre	Lancierung
Annualisierte Volatilität	11.32%	14.12%	15.81%
Sharpe Ratio	0.54	0.94	0.84
% Positive	58.75% ¹	56.33% ³	56.92% ³
Schlechteste Periode	-2.27%	-3.55%	-11.35%
Beste Periode	2.26%	5.80%	9.12%
Maximaler Drawdown	-7.30%	-12.91%	-24.93%
Anzahl Beobachtungen	240	545	649

Legende

¹ täglich

³ wöchentlich

Risikokennzahlen, [IFM](#) (Fund Administrator), 24MAY2024

SRI laut KID
07.05.2024



Insgesamt und gemäß den EU-Vorschriften wird der **IASF** mit einem mittleren Risiko bewertet.

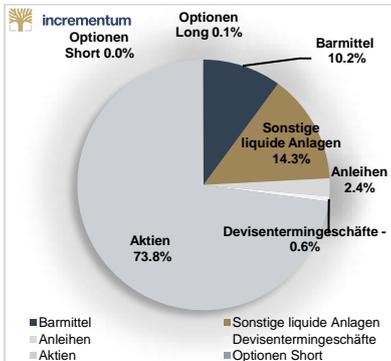




Incrementum All Seasons Fund

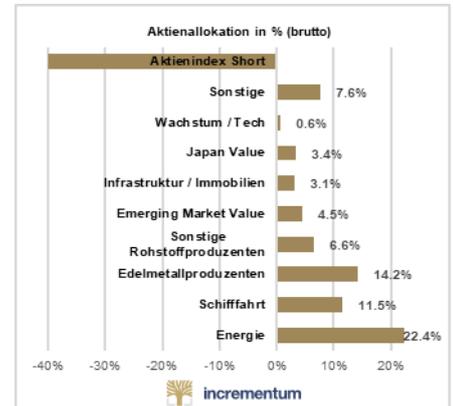
- in pursuit of real returns -

Ich werde nun das Portfolio des **IASF** mit Stand vom 24. Mai Revue passieren lassen, um meinen Lesern möglichst aktuelle Informationen bereit zu stellen:



IASF Vermögensallokation, 24.5.2024

Die letzte verfügbare Anteilswertberechnung datiert vom 23. Mai, als die EUR-I-Anteile mit 188,09 EUR bewertet wurden, was einer Rendite von +8,78% im Jahresvergleich und 88.09% seit Auflegung entspricht. - Die aktuelle Vermögensallokation und Aktienthemenübersicht sind links und rechts dargestellt.



IASF Aktienthemen, 24.5.2024

Was hat sich nun im Vergleich zu unserem letzten Bericht verändert, der auf den Zahlen zum Jahresende basierte?

Charlie Bilello @charliebilello

At \$2.6 trillion, Nvidia's market cap is now \$890 billion higher than all of the companies in the S&P 500 Energy sector ... combined.

The total net income of the Energy sector is \$128 billion vs. \$43 billion for Nvidia. [SNVDA \\$XLE](#)

[bilello.blog/newsletter](#)

S&P 500 Energy Sector ETF (\$XLE) vs. NVIDIA (\$NVDA)			
Ticker	Name	Market Cap (\$Billions) As of 5/23/24	Net Income (TTM, \$Billions)
XOM	Exxon Mobil Corp	509	33
CVX	Chevron Corp	289	20
COP	ConocoPhillips	138	11
EOG	EOG Resources Inc	71	7
SLB	Schlumberger Ltd	66	4
MPC	Marathon Petroleum Corp	62	8
PSX	Phillips 66	60	6
OXY	Occidental Petroleum Corp	55	4
VLO	Valero Energy Corp	53	7
WMB	Williams Companies Inc	49	3
OKE	ONEOK Inc	47	2
HES	Hess Corp	46	2
KMI	Kinder Morgan Inc	42	2
FANG	Diamondback Energy Inc	34	3
HAL	Halliburton Co	32	3
BKR	Baker Hughes Co	32	2
DVN	Devon Energy Corp	30	3
TRGP	Targa Resources Corp	25	1
CTRA	Coterra Energy Inc	20	1
EQT	EQT Corp	18	1
MRO	Marathon Oil Corp	15	1
APA	APA Corp	11	3
Energy Sector Totals (\$XLE)		1705	128
Nvidia (\$NVDA)		2595	43
Difference		-890	86

CREATIVE PLANNING @CharlieBilello

Last edited 12:36 AM - May 24, 2024 · 115.5K Views

@charliebilello, X, 24MAY2024

In der Vermögensallokation sind die liquiden Mittel um 5% auf 24,5% gestiegen, zu Lasten von Aktien (-3%) und Anleihen (-2%).

Bei unseren Aktienthemen blieb unsere führende **ENERGIE**-Allokation mit 22,4% stabil, obwohl es auf der Einzeltitelebene natürlich Aktivitäten gab. So verkauften wir Antero Resources, BW Energy, Cameco, Suncor und Vital Energy, während wir Vermillion Energy neu einführten. Insgesamt ist unsere Allokation im Energie-Service-Sektor auf Kosten der Öl- und Gasproduzenten gestiegen, während unser Uranengagement mit 4,6% unverändert bleibt. Unsere derzeit 21 Titel haben seit Jahresbeginn eine durchschnittliche Rendite von 10% erzielt und werden zum 17-fachen des Gewinns, dem 1,4-fachen des Buchwerts, dem 7,9-fachen des EV/EBITDA und einer Dividendenrendite von 2,5% gehandelt. - Und es ist bemerkenswert, dass NVDA derzeit 52% höher bewertet wird als alle Aktien des S&P 500 Energiesektors...



EDELMETALLPRODUZENTEN stellen mittlerweile unser zweitgrößtes Investitionsthema (14,2%) dar und unsere Einzelpositionen haben hier durchschnittlich eine 15%-ige Rendite im Jahresverlauf abgeliefert. Aufgrund der jüngsten Stärke der Edelmetallpreise sehen wir hier weiterhin sehr gute Aussichten für zukünftige Gewinne und Cashflows. Die individuelle Performance-Divergenz war jedoch extrem groß und reichte von -37% für i-80 Gold (obwohl wir hier durch Zukäufe unseren Einstand auf -20% reduziert haben) bis zu +58% für Calibre Mining.

Zudem haben wir vor kurzem eine Position verkauft (Wesdome Gold (WDO), nach einem Kursanstieg von 65%) und in diesem Jahr zwei neue Positionen hinzugefügt. Unsere derzeit 19 Positionen werden im Schnitt mit dem 38-fachen Gewinn, einem 1,7-fachen Buchwert, zum 11,6-fachen EV/EBITDA und einer Dividendenrendite von 2,8% gehandelt.



WDO, 24MAY2024, [investing.com](https://www.investing.com)

Nach größeren Gewinnmitnahmen ist unser **SCHIFFFARHT**-Thema nun auf den dritten Platz unserer Themenliste gerutscht (11,5% Allokation). Die Rallye der Schifffahrtsaktien hat sich in diesem Jahr fortgesetzt und zu einem weiteren Anstieg der Bewertungen geführt. Mehr und mehr Schifffahrtsaktien notieren inzwischen oberhalb ihres NAV, typischerweise ein Indikator für den späten Zyklus, es sei denn, es handelt sich um einen seltenen Superzyklus. Obwohl wir letzteres für wahrscheinlich halten, haben wir uns aufgrund der extremen Zyklizität des Sektors für eine Reduktion unserer Allokation entschieden.

Eine Verringerung des Gesamtengagements um 3% im Vergleich zu unserer Allokation Ende 2023 mag dabei gar nicht so nennenswert erscheinen, muss aber vor dem Hintergrund einer diesjährigen durchschnittlichen Gesamtrendite von 38% betrachtet werden. In Schifffahrtskreisen wird viel davon gesprochen, dass Hedgefonds Manager den Sektor wiederentdeckt haben, was auch die Gleichförmigkeit der Entwicklung im Sektor erklären könnte, da alle unsere verbleibenden Bestände im Jahresverlauf positive Ergebnisse lieferten, angeführt von Stolt-Nielsen (+67%) und Golden Ocean (+60%). Der Nachzügler war Pacific Basin (+9%), der unserer Meinung nach weiterhin unter einem (ungerechtfertigten) HK/China-Abschlag leidet.

Der größte Teil unserer Gewinnmitnahmen fand in diesem Monat statt, und wir reduzierten vor allem unser Tanker-Engagement, das nun auf 5,6% gesunken ist, während Dry Bulk den zweitgrößten Sektor darstellt (5%). In beiden Sektoren sind die Angebotsaussichten angesichts des fortgeschrittenen Alters der Flotte nach wie vor äußerst günstig. Wir halten immer noch ein kleines Engagement im Gassektor (1%), haben aber unterdessen mit Global Ship Lease (GSL) vor kurzem unser letztes Container-Engagement veräußert.





GSL, 24MAY2024, [investing.com](https://www.investing.com)

Der Aktienkurs von GSL war zuletzt aufgrund eines überraschenden Anstiegs der Containerfrachtraten stark gestiegen. Obwohl es sich um ein gut geführtes Unternehmen mit einem soliden Leasingbuch handelt, sind wir besorgt über die Flut neuer Containerschiffe, die in den kommenden zwei bis drei Jahren auf den Markt kommen werden, und haben den Titel darum veräußert.

Damit werden unsere verbleibenden 13 Aktien dieses Themas mit dem 10-fachen des Gewinns, dem 6,5-fachen des EV/EBITDA und einer Dividendenrendite von 6,7% gehandelt, wobei die Bilanzen nach wie vor die saubersten sind, die ich im Laufe meiner Tätigkeit in diesem Sektor je gesehen habe.

Auch bei unseren kleineren Themen gab es geringfügige Änderungen. So haben wir unser Engagement in **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** um 1% (jetzt 6,6%) reduziert, indem wir ein Drittel unserer Positionen (Grieg Seafood und Mowi, unsere Lachsfarmer, sowie Lundin Mining und Yara) eliminiert haben, um das Portfolio insgesamt stärker zu konzentrieren. Aufgrund der schwachen Düngemittelpreise und -produzenten war auch die Gesamtperformance ähnlich (+2% im Jahresverlauf), aber unsere verbleibenden Bestände sind attraktiv bewertet (PE 16, EV/EBITDA 6,2, DY: 5,7%), insbesondere in Anbetracht der zyklischen Talsohle, in der sich unsere drei Düngemittelfirmen befinden.

EM VALUE wurde ebenfalls um 0,6% auf 4,5% reduziert, da wir auch hier zwei kleinere Positionen abbauten. Unsere größte Position ist CK Hutchison Holdings, ein in Hongkong börsennotiertes Konglomerat, das weltweit (hauptsächlich außerhalb der EM und somit außerhalb Chinas) tätig ist (Versorgungsunternehmen, Infrastruktur, Häfen, Telekommunikation, Einzelhandel usw.), mit einem KGV von 6 und einem EV/EBITDA von 7,4, sowie bei ca. 30% des NAV gehandelt wird und dennoch keine Investoren anzulocken vermag. Da allein die Dividendenrendite (mit 6,1%) Anleihen ähnlich ist, sind wir bereit, diesem Titel mehr Zeit zu geben.

Der Bereich **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** blieb dagegen praktisch unverändert (3,1% Allokation), wobei wir hier unsere Verluste bei Hutchison Port Holdings Trust realisierten.



Mitsubsh Gas, 24MAY2024, [investing.com](https://www.investing.com)

JAPAN VALUE liegt jetzt wieder bei 3,4%, nachdem wir bei einigen Positionen Gewinne mitnahmen (Teilverkauf von Mitsubishi Gas und Mitsubishi Materials) und einige neue, noch kleine Positionen hinzufügten.



Mitsubsh Mat, 24MAY2024, [investing.com](https://www.investing.com)





Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

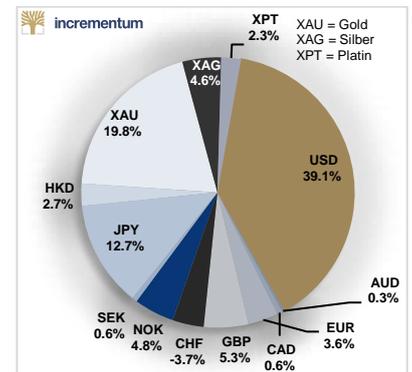
Unsere durchschnittliche **JAPAN VALUE**-Aktie wird mit dem 8-fachen des Gewinns, dem 0,75-fachen des Buchwerts, dem 6,6-fachen EV/EBITDA und einer Dividendenrendite von 2,5% gehandelt und hat uns dieses Jahr bisher eine Gesamtrendite von 18% beschert.

Unser Restinvestment in **WACHSTUM / TECH** ist kaum noch erwähnenswert, da es nur noch 0,6% des Portfolios ausmacht. Auch hier haben wir eine ganze Reihe von Beteiligungen abgebaut und werden dies weiter tun, um auch in diesem Bereich konzentrierter zu sein. - Und schließlich ist unser Thema **SONSTIGE** um 1% (auf 7,5%) geschrumpft, da wir Fagerhult und Ericsson verkauft sowie eine neue Position hinzugefügt haben. Dies ist unser opportunistischer Topf, der allerdings in diesem Jahr bislang lediglich stagniert. Dennoch sind wir von den fundamentalen Grundlagen unserer Positionen überzeugt und damit auch davon, dass sie sich langfristig gut entwickeln werden.

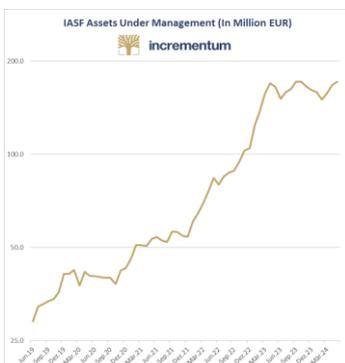
Die allgemeine Richtung des Aktienmarktes in diesem Jahr spiegelt sich in unseren Aktien-Short-Positionen wider, die wir im Wesentlichen dazu nutzen, das Portfolio gegen unerwartete Abwärtsbewegungen abzufedern und es so zu positionieren, dass es von einer erneuten Rotation weg von Wachstum / Momentum hin zu Value / Substanz profitiert, und die uns wie immer in einem Bullenmarkt Renditepotenzial gekostet haben (ca. 4% der AuM).

Andererseits haben wir in diesem Jahr bislang Dividenden- und Zinserträge in Höhe von 1% der AuM sowie 0,8% der Nettooptionsprämien aus dem Verkauf gedeckter Optionen erzielt.

Weiterhin halten wir 6 Unternehmensanleihen, mit einer durchschnittl. Endfälligkeitsrendite von 9% und einer Duration von 2,2 Jahren, die 2,4% der AuM ausmachen. Der Großteil unserer Liquidität wird in PM-ETCs gehalten (14%), während der Rest (10%) in Barmitteln in unterschiedlichen Währungen gehalten wird. Die Währungsallokation des **IASF** ist rechts dargestellt.



IASF Währungsallokation, 24.5.2024



IASF Portfolioflüsse, 24.5.2024

Abschließen möchte ich wie üblich mit einem Blick auf die Portfolioflüsse. Bisher waren diese in diesem Jahr mit Nettoabflüssen in Höhe von ca. 4 Mio. EUR negativ. Mehr als das floss im 1. Quartal ab, während sich der Trend seit April umgekehrt hat, was sich auch im Mai fortsetzte (+1,8 Mio. EUR bis 24.5.). Die Grafik auf der linken Seite zeigt ein historisches Bild der Gesamtentwicklung der AuM (als Log-Diagramm).

Alles in allem war es bisher ein gutes Jahr, und persönlich und als Anleger bin ich mit der Performance des Fonds zufrieden.





SCHLUSSBEMERKUNGEN: DIES IST (SELBSTVERSTÄNDLICH) KEINE ANLAGEBERATUNG!

Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des Incrementum All Seasons Fund muss ich die Leser darauf hinweisen, dass die in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere zu den einzelnen Anlagen oder der Anlagestrategie des Fonds, partiisch und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann ich nicht für die Richtigkeit aller hier gemachten Aussagen einstehen. *Seasonal Reflections* werden an registrierte Abonnenten nur zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und sollten nicht als Versuch angesehen werden, für Investitionen in einzelne Wertpapiere oder in den Incrementum All Seasons Fund zu werben. Wenn Sie also nach Anlageideen oder Ratschlägen suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und denken Sie daran, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für zukünftige Erträge ist und dass alle Investitionen ein Risiko beinhalten, einschließlich des Verlustes des Kapitals.

Ich gebe zu, es scheint übertrieben mit dem dritten Disclaimer zu enden, aber wie sagt man so schön: Vorsicht ist die Mutter der Porzellankiste! Schließlich schreibe ich die *Seasonal Reflections*, um alle unsere Anleger (Kunden) über den Stand ihrer Anlage im **IASF** zu informieren, wie wir die Lage von Wirtschaft und Märkten einschätzen und wie dies unsere taktische Portfoliopositionierung beeinflusst. Ich bin oft von Anlegern gebeten worden, dabei auch konkrete Beispiele zu zeigen, die wiederum von anderen Lesern als Empfehlung angesehen werden könnten. Für jeden, der diesbezüglich in Versuchung gelangt, möchte ich [Grant Williams](#) aus seinen Podcasts zitieren: "*Nichts, was wir (hier) besprechen sollte als Anlageberatung angesehen werden. ... Bitte recherchieren Sie selbst oder sprechen Sie mit einem Finanzberater, bevor Sie auch nur einen Cent Ihres Geldes in diese verrückten Märkte stecken.*"

Ich weiß nicht, wie es bei Ihnen aussieht, aber bei mir lässt die Dynamik eindeutig nach... – Somit kann ich an dieser Stelle nur hoffen, dass unsere Anleger zufrieden mit unserer Arbeit sind. Wie Sie wissen sind Investitionen (nicht Spekulation) ein langfristiges Unterfangen, und diesbezüglich bleibe ich so überzeugt wie immer, dass die Positionierung des **IASF** mittel- bis langfristig weiterhin attraktive inflationsbereinigte Renditen erzielen wird.

Wie üblich freue ich mich über jegliche Rückmeldungen von Lesern per [E-Mail](#) und möchte mich bei Ihnen allen für Ihr Interesse und bei unseren Investoren für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung bedanken.

Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

Mit freundlichen Grüßen,

Hans G. Schiefen

Partner & Fund Manager

Incrementum AG

Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)

Tel.: +423 237 26 67

Mail: iasf-info@incrementum.li

Web: www.incrementum.li

NEUE ADRESSE VOM 13. JUNI 2024: Incrementum AG, Im alten Riet 153, 9494 Schaan, Liechtenstein

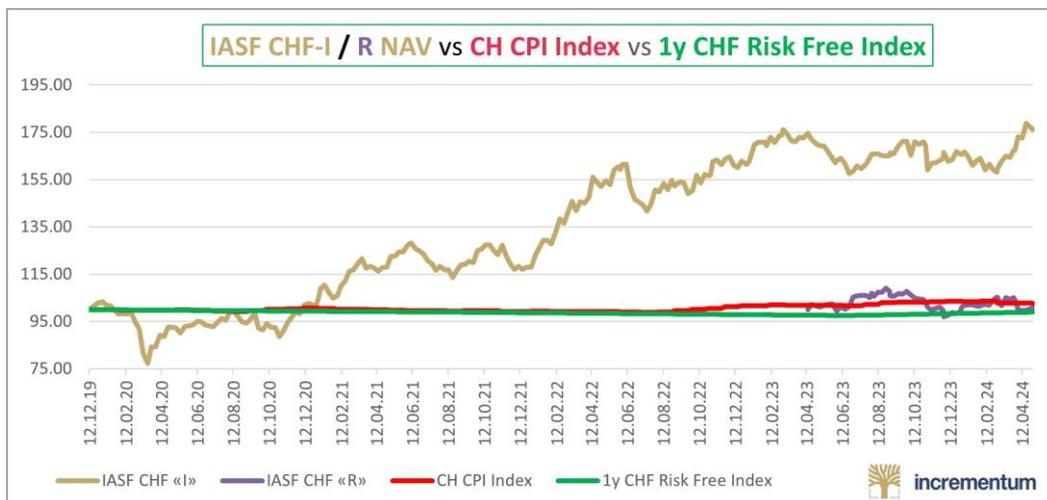
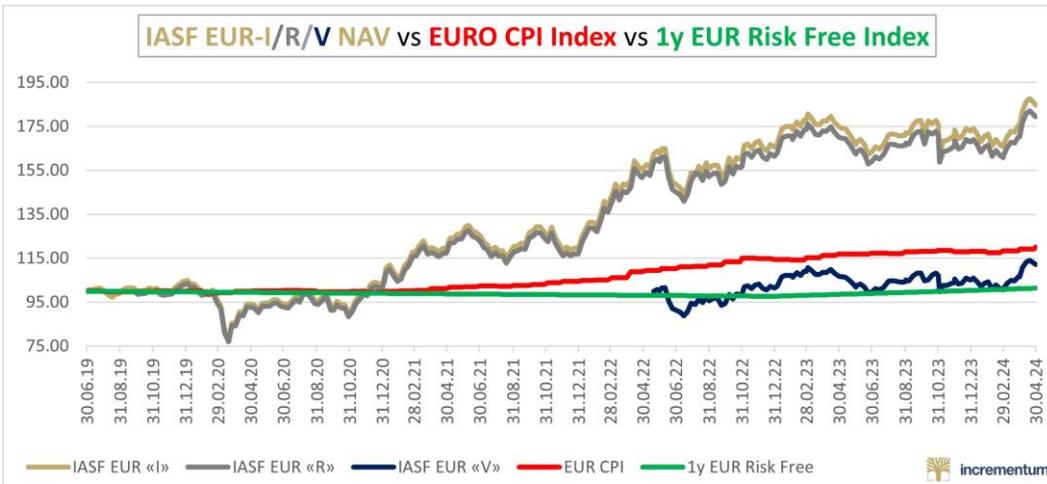
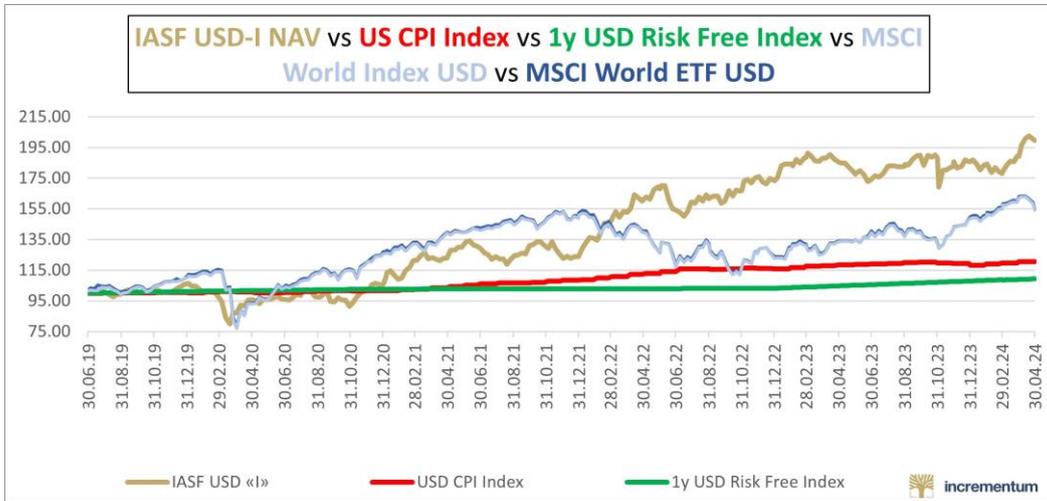




Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Anhang *



* Die Grafiken zeigen die Wertentwicklung des NAV (I- und R-Anteile) der IASF bis zum letzten Bewertungstag (30APR 2024) im Vergleich zur jeweiligen risikofreien 1-Jahres-Staatsrendite sowie zum relevanten CPI-Index in der jeweiligen Wahrung als Proxy fur den Kaufkraftverlust ab Beginn des Anlagezeitraums (6Jun2019 fur „I“-Anteile; 26Sep2019 fur EUR-R-Anteile; 20MAY2022 fur EUR-V-Anteile; 2NOV2022 fur CHF-R-Anteile) auf indizierter 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) 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.

