



2024 / 04

## *Seasonal Reflections*

*Ein harziges Jahr*

**Sehr geehrte Leserinnen und Leser,**

für viele Menschen scheint der Herbst geradezu eine verhasste Jahreszeit zu sein. Die Temperaturen sinken, die Tage werden kürzer, und die Erinnerung an das blühende Leben und die scheinbare Unbeschwertheit des Sommers wird durch das Fallen der Blätter und zunehmend graue, raue und nasse Tage verdrängt.

Persönlich kann ich dieser Sicht nicht viel abgewinnen, denn gerade in unseren Breitengraden steht der Herbst auch für größere Abwechslung und geringere Berechenbarkeit. An einem Tag erscheint die Welt grau und betrüblich und am (über-)nächsten Tag zeigt sie sich in einem spektakulären Licht und Farbenkleid, das einen alle Trübsale vergessen lässt. Vor allem erinnert mich der Herbst immer wieder daran, dass sich alle Dinge im ständigen Fluss befinden und nicht nur der Jahresverlauf von Zyklen geprägt wird, die sicherstellen, dass auf Wolken auch wieder Sonne folgt.



Welschnofen, Süd-Tirol, 16 & 18OKT2024, HGS' Fotos





Zyklen prägen unser Leben, und das dies auch für die Finanzmärkte gilt, das impliziert ja nicht zuletzt der Name unseres Fonds. Dennoch konnte man sich in den vergangenen Jahren des Eindrucks nicht erwehren, dass auch die Finanzmärkte vom Klimawandel betroffen sind, da die blühenden Sommerphasen immer länger anzuhalten scheinen, während die Winterperioden immer kürzer und milder ausfallen.

Ein passendes Beispiel dafür zeigt sich heute (28.10.) im globalen Ölmarkt, wo nach den Raketenangriffen Israels auf den Iran vom vergangenen Wochenende, bei dem augenscheinlich keine Öl-Infrastruktur oder Nuklear-Anlagen ins Visier genommen wurden, der Ölpreis um ca. 6% nachgibt.

Wir leben offensichtlich in einer Zeit, in denen die Märkte in einen bizarren *Schlechte-(und damit alle)-Nachrichten-sind-gut*-Modus verfallen sind, in der Raketenangriffe zu einem Abbau der Risikoprämien führen. Eine ähnlich bizarre Entwicklung ist auch im Hinblick auf die kurz bevorstehenden US-Präsidentenwahlen zu verzeichnen, wo die Aussicht auf eine Wiederwahl Donald Trumps die Aktienmärkte auf neue historische Höchststände treibt, während gleichzeitig das langfristige Zinsniveau und damit der Diskontfaktor für die Aktienbewertung ansteigt.

Das führt unweigerlich zur Frage, was eigentlich *Risiko* bedeutet. Meine eigene favorisierte Definition stammt von Oaktree's Howard Marks, der *Risiko* als die Möglichkeit bzw. Wahrscheinlichkeit beschreibt, dass aus dem Spektrum ungewisser Ergebnisse ein ungünstiges eintritt. („*Risk is the possibility that from the range of uncertain outcomes, an unfavorable one will materialize.*“ - [How to Think About Risk with Howard Marks](#), Oaktree Capital, 12SEP2024)

Diesbezüglich klingt alles, was ich zur Zeit von erfahrenen Beobachtern, Kommentatoren und Experten über Aktien lese, durchweg positiv und optimistisch. Dass Aktien weiter steigen, ist dabei eine Selbstverständlichkeit. Die Frage ist nur, wie schnell und wie stark sie steigen, unabhängig davon, wie sich die Kriege in Nahost und in der Ukraine entwickeln oder wer US-Präsident wird. Mit anderen Worten, außer ein paar Narren und Verrückten gibt es an den Aktienmärkten keine Bären mehr...

Ist der Börsenzyklus damit endgültig abgeschafft worden?

Diese Frage habe ich mir in den vergangenen Jahren, insbesondere in 2019 und 2021, auch schon gestellt. Doch selbst in der Folge dieser Jahre erlebte der MSCI World nennenswerte Kurskorrekturen, die allerdings im Gegensatz zur Globalen Finanzkrise (-60%) moderater ausfielen und schneller wieder wettgemacht wurden, was den „*Buy-The-Dip*“ (Kauf die Delle)-Trend lediglich verstärkt hat.



MSCI World, [investing.com](#), 28OKT2024



Persönlich bin ich fest davon überzeugt, dass die heutige Generation von Investoren die Zyklizität der Aktienmarktentwicklung wieder neu erlernen müssen. Und da der Markt dazu tendiert, die jeweils größte Anzahl an Investoren zu peinigen, wäre ich nicht überrascht, wenn wir noch in diesem Jahr, spätestens aber 2025 eine erneute deutliche Aktienmarktkorrektur erleben.

Erforderlich dazu wird sein, dass die Investoren mal wieder die rosa-rote Brille abnehmen und einen kritischen oder zumindest realistischen Blick auf das Investmentumfeld werfen, sowie damit aufhören, den immer selben Favoriten nachzujagen...



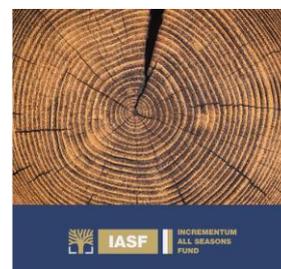
Cartoon of the Day, [Hedgeye](#), 14OKT2020



Cartoon of the Day, [Hedgeye](#), 26AUG2020

## **Inhaltsverzeichnis** ([Rote Passagen](#) sind aktive Weblinks und alle Übersetzungen frei von HGS):

- IASF-Anlagestrategie: Kritische Überprüfung ..... S. 4
- Lang lebe der König! ..... S. 10
- Willkommen im Casino der Märkte ..... S. 13
- Makro-Observationen ..... S. 18
- Zu den jüngsten Portfolio-Entwicklungen ..... S. 26
- Schlussbemerkungen ..... S. 35





## IASF-Anlagestrategie: Kritische Überprüfung

Im Hinblick auf das laufende Anlagejahr, welches sich als überraschend harzig und schwierig erweist, möchte ich an dieser Stelle mit einer kritischen Überprüfung der IASF-Anlagestrategie fortfahren. Mein kritischer Blick wird dabei auch von meiner Rolle als Co-Investor im Fonds geleitet.

Doch bevor wir hier weitermachen, bitte ich Sie darum folgendes zu beachten:



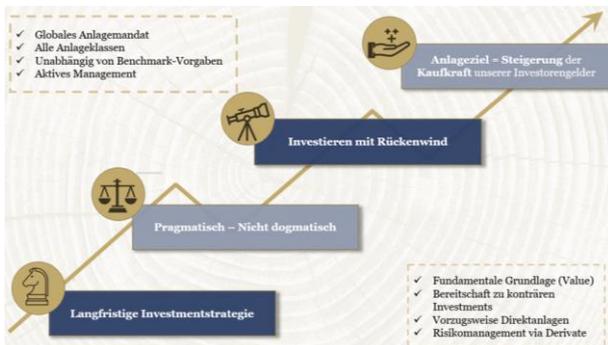
**Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für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

Beginnend mit der weiter unten aufgeführten Mandatsbeschreibung haben wir m.E. geliefert, was wir versprochen haben, nämlich eine globale und umfassende Investmentstrategie, die das Anlageziel einer Steigerung der Kaufkraft der veranlagten Gelder über den Marktzyklus hinweg klar erreicht hat.

IASF EUR-NAV vs EURO CPI Index vs 1y EUR Risk Free Index



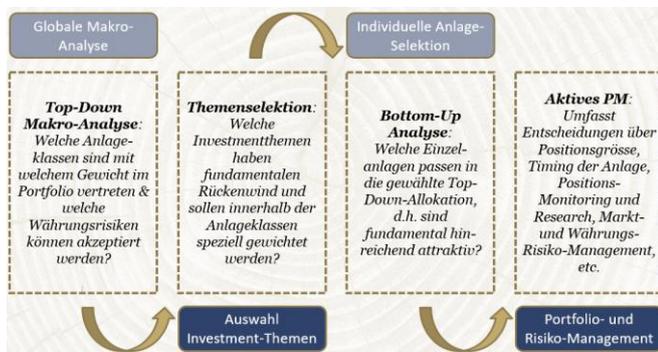
Dass wir dabei langfristig investieren und nicht spekulieren, zeigt sich schon darin, dass knapp die Hälfte aller Positionen (20 von 44), welche wir Ende 2019 im Portfolio hielten, weiterhin gehalten werden, oder auch dass mehr als ein Drittel aller aktuellen Positionen eine Verweildauer von mehr als drei Jahren haben.





Unser aktives Management drückt sich dabei in mehr als 1000 individuellen Transaktionen aus, die wir im Schnitt jährlich ausgeführt haben. Dabei wird unsere Präferenz für Direktanlagen auch durch die Zielfondsfähigkeit des IASF bestimmt, die lediglich eine maximale Anlagequote von 10% in anderen Anlagefonds zulässt.

Der unten links beschriebene IASF-Investmentprozess hat sich dabei meiner Ansicht nach grundsätzlich bewährt. Dabei setzt sich unser Gesamtanlageergebnis (s. unten rechts) zusammen aus den erzielten Kursgewinnen, den Kapitaleinkünften, sowie dem Ergebnis unserer Derivategeschäfte. Letztere werden hauptsächlich zur Risikosteuerung bzw. insbesondere -reduktion eingegangen und haben uns über die Jahre einen nicht unerheblichen Teil unserer Brutto-Performance gekostet.



IASF - Investmentprozess



IASF - 3 Säulen der Wertschöpfung

So liefert ein Rückblick in die *Seasonal Reflections* der letzten Jahre die folgenden Ergebnisbeiträge unserer Short Positionen (alle Angaben seit Ende 1Q20, also in der Folge des Covid-Crashes und bis Ende 3Q24):

|              |             |                                |
|--------------|-------------|--------------------------------|
| <b>2020:</b> | <b>-10%</b> | <i>(+30% vs effektiv +21%)</i> |
| <b>2021:</b> | <b>-14%</b> | <i>(+30% vs effektiv +16%)</i> |
| <b>2022:</b> | <b>+15%</b> | <i>(+25% vs effektiv +40%)</i> |
| <b>2023:</b> | <b>-8%</b>  | <i>(+13% vs effektiv +5%)</i>  |
| <b>2024:</b> | <b>-7%</b>  | <i>(+12% vs effektiv +5%)</i>  |

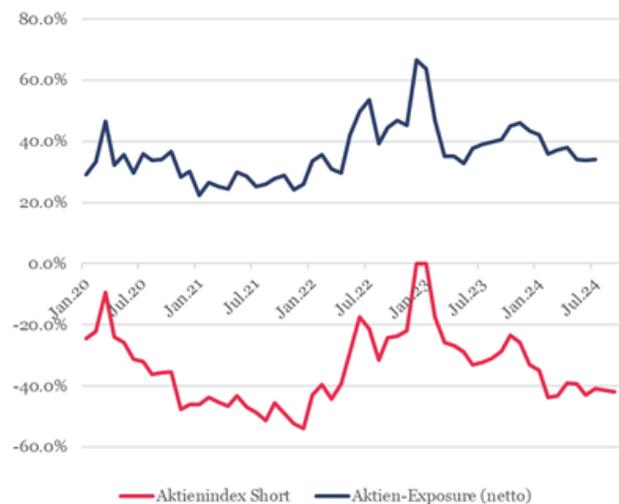
Über diese 4.5 Jahre (erst ab Ende 1Q20 haben wir den Einfluss der Short Positionen regelmäßig gemessen und über deren Beitrag zum Gesamtergebnis berichtet) hat die Risikoabsicherung uns also akkumuliert einen signifikanten Performance-Beitrag gekostet. Diesen zeigen die Prozentsätze oben hinter den jeweiligen Jahreszahlen. Zur weiteren Verdeutlichung gibt die jeweils vordere Zahl in Klammern oben die Brutto-Performance (ohne Einfluss unserer Short-Positionen) an, während die hintere Zahl die tatsächlich erzielte effektive Netto-Performance der EUR-I-Fondsanteilsklasse im Beobachtungszeitraum aufführt. Mit anderen Worten, ohne unsere Absicherungspositionen und dank des Zinseszins-effektes hätte der IASF über den genannten Zeitraum eine Performance von ca. 167% erzielt, anstatt der tatsächlich ausgewiesenen 112%.





Hätte ich als Investor lieber das Brutto-Ergebnis (vor Absicherungen) verdient? – Selbstverständlich! Aber da wir als Anleger alle Entscheidungen unter Ungewissheit treffen und als fundamental orientierte Investoren die vorherrschenden Aktienmarktbewertungen nicht ignorieren können, kommen wir an der dritten unserer im Anhang aufgeführten Investment-Lektionen nicht vorbei. Denn „*Kapitalerhalt ist die Conditio Sine Qua Non*“, und einem erhöhten *Risiko*, d.h. einer u.E.n erhöhten Wahrscheinlichkeit, dass aus dem Spektrum ungewisser Ergebnisse ein ungünstiges eintritt, muss daher entsprechend entgegengewirkt werden, auch wenn dies potenziell *Performance* kostet.

Das bedeutet jedoch nicht, dass wir nicht bestrebt sind diese Absicherungen in Zukunft flexibler zu gestalten. Investoren und regelmäßige Leser kennen sicher den nebenstehenden Chart, der in der unteren Hälfte die historische Absicherungsentwicklung (in % der AuM) und in der oberen Hälfte die daraus resultierende Netto-Aktienallokation des IASF zeigt. Die untere Hälfte verdeutlicht hier nochmal, dass wir bis auf zwei recht kurze Phasen beinahe durchgehend Aktien-Index-Short-Positionen gehalten haben.



IASF – Aktienindex Shorts vs Nettoallokation (in % der AuM)

Aktienmärkte werden jedoch nominal gepreist, und unsere strategische Investment-Prämisse bleibt unverändert, dass der langfristige globale Schuldenzyklus in einer Phase anhaltend höherer Inflation seine Resolution finden wird. Das spricht dafür, dass wir den nächsten Bären-Markt in Aktien wieder zu einem Abbau der Short Positionen nutzen, um diese dann mit größerer Zurückhaltung wieder aufzubauen. Zurzeit ist allerdings nicht der Zeitpunkt um an unserer „*Vorsicht ist die Mutter der Porzellanbox*“-Haltung etwas zu ändern.

Zurück zum eigentlichen Investmentprozess, den wir mit der Frage „*Welche Investmentthemen haben fundamentalen Rückenwind und sollen innerhalb der Anlageklassen speziell gewichtet werden*“ zu kondensieren suchen. Wir haben uns diesbezüglich und in Anbetracht des Spätstadiums des säkularen Schuldenzyklus sowie des damit verbundenen „stagflationären“ Makroumfeldes und der zunehmenden finanziellen Repression auf Themen fokussiert, die substanzstark (**Schifffahrt, Infrastruktur / Immobilien**) oder Rohstoff- (**Energie, Sonstige Rohstoffproduzenten**) und Value-orientiert (**Emerging Market & Japan Value**) sind, bzw. von der sich beschleunigenden „*Fiatgeld*“-Entwertung (**Edelmetalle und -Produzenten**) profitieren. Und im Großen und Ganzen haben diese Rückenwind-Themen auch gut funktioniert, wie ja unsere oben angesprochenen Brutto-Ergebnisse vor Absicherungskosten belegen.





Zuletzt haben wir aber auch bei einigen Themen Gegenwind erfahren, insbesondere im Bereich **Energie**, aber auch **Sonstige Rohstoffproduzenten** und im Oktober insbesondere **Schifffahrt**. Auf die jüngste Entwicklung werde ich weiter unten im Bericht nochmals gesondert eingehen.

Anspruchsvoll ist in diesem Prozess selbst für den erfahrenen Investor auch die individuelle Aktienselektion, bei der u.E. die besondere Herausforderung darin besteht, gute und verlässliche Research-Quellen und -Analysen zu finden. Nicht unerwartet deshalb, weil die Herausforderung bei der Aktienselektion schon immer darin bestand, nicht nur quantitative Größen miteinander zu vergleichen, sondern die (qualitativ) am besten geführten Unternehmen zu identifizieren, deren Aktien jedoch diesen qualitativen Vorsprung nicht schon vollends einpreisen. Und auch uns gelingt es selbstverständlich nicht immer diese Herausforderung zu meistern.

So hat sich zwar z.B. der Kauf der norwegischen Belships (**Schifffahrt**) als Glücksgriff fürs Portfolio herausgestellt, die wir im Dezember 2019 erstmalig zum Preis von NOK 6.1 kauften.

53 Transaktionen später hat die Aktie im IASF-Portfolio einen Einstandskurs von NOK 13, uns für unsere Geduld aber auch seit August 2021 schon mit (Brutto-)Dividendeneinnahmen von NOK 10.85 belohnt, womit 83% unserer Einstandskosten inzwischen zurückgezahlt wurden.



Belships, [investing.com](https://www.investing.com), 8NOV2024

Am anderen Ende der Skala befinden sich mit Sibanye Stillwater (**Edelmetallproduzenten**) und Bayer (**Sonstige**) auch zwei Aktienpositionen, die sich ebenfalls weiterhin im Portfolio des IASF befinden, und bei denen wir seit März (Erstkaufkurs: USD 10) sowie April 2023 (Erstkaufkurs EUR 61) engagiert sind. Dividendeneinnahmen haben bei beiden Titeln das Ergebnis nur unwesentlich verbessert (SBSW: USD 0.3775, BAY: EUR 2.51), und zusätzlich haben wir auch noch kleinere Optionsprämien erwirtschaften können. Dennoch haben wir hier auf unsere durchschnittlichen Einstandspreise (USD 7.02 für SBSW, EUR 45.66 für BAY) signifikante Verluste hinnehmen müssen.



Sibanye Gold ADR, [investing.com](https://www.investing.com), 8NOV2024



Bayer AG, [investing.com](https://www.investing.com), 8NOV2024

Selbstverständlich liegt dies daran, dass auch wir mit unseren Einschätzungen falsch liegen können, da wir immer mit einer ungewissen Zukunft ringen, über die wir mit unserer Anlageselektion Urteile treffen. Am Ende kann das Ziel nur sein in der Mehrzahl der Entscheidungen richtig zu liegen und die sich als nachhaltig falsch herausstellenden wieder zu korrigieren, was wir ebenfalls in vielen Fällen getan haben. Wenn wir jedoch Positionen eingehen bzw. halten, dann deshalb, weil wir von den längerfristigen Aussichten und Bewertungen überzeugt sind. Und alles in allem stufen wir unsere Aktienselektion durchaus als erfolgreich ein. Dass wir unseren Investmentprozess und diesbezüglichen Input dennoch ständig überprüfen und optimieren, versteht sich dabei von selbst.

Eine weitere Besonderheit unseres Ansatzes ist der aktive Einsatz von Optionen. Diese werden hauptsächlich zur Ernte von Risikoprämien (durch den Verkauf von Optionen), aber gelegentlich auch spekulativ (durch Optionskäufe) eingesetzt. Wir haben einmal die Nettoergebnisse der letzten Jahre analysiert und sind dabei zu folgenden Ergebnissen gekommen: Im Jahr 2020 betrug das Nettooptionsergebnis 5,7% der AuM zum Jahresende, 2021 4%, 2022 4,1% und 2023 nur noch 1,5%. Und auch 2024 wird das Optionsergebnis in ähnlicher Größenordnung wie im Vorjahr liegen.

Neben unterschiedlichen Volatilitätsniveaus ist die verschieden hohe Ausbeute darin begründet, dass wir im Jahr 2020 und 2022 signifikante Prämieinnahmen aus dem Verkauf von Index-Puts (S&P 500 sowie Nasdaq 100) erzielen konnten, die durch unsere bestehenden Short-Futures Positionen in diesen Indices gedeckt waren. Mit anderen Worten wir haben die Auflösung der Short-Futures Positionen durch Lieferung selbiger via Ausübung der von uns verkauften Puts vornehmen können, was uns erst die Möglichkeit verschaffte Index-Puts zu schreiben und für ca. 1,5% und 1% der Prämieinnahmen in 2020 und 2022 verantwortlich war. In einem steigenden Markt ergibt sich dieses Potential leider nicht. 2021 ergaben sich zudem attraktive Möglichkeiten im Bereich **Wachstum / Tech**, da in diesem Jahr die Volatilität in diesem Sektor sehr ausgeprägt war.

Insgesamt haben wir seit 2020 fast ein Drittel unserer Optionsprämien im Thema **Energie** erzielt. So haben wir z.B. auf unsere Bestände in Valaris (VAL) in 23 individuellen Optionsgeschäften ca. USD 450k an Prämieinnahmen generiert. Bei den inzwischen verkauften Cameco waren es insgesamt gar USD 760k. Da jedoch **Energie** 2024 schon unser größtes Investment-Thema ist und der Sektor in diesem Jahr eher zur Schwäche neigt, waren wir dort unterdurchschnittlich aktiv, da wir nicht das Risiko eingehen wollen unsere Allokation durch die potenzielle Ausübung von Put-Optionen noch weiter zu steigern. Auch der Bereich **Schifffahrt** hat einen signifikanten Beitrag (ca. ein Sechstel aller Optionsprämien seit 2020) geleistet. Hier haben wir mit dem Verkauf von Optionen auf Teekay Tankers (TNK) in 28 Einzelgeschäften immerhin USD 332k zusätzlich generiert. Allerdings offeriert dieses Thema weniger Liquidität an den Derivatemarkten und insgesamt einen größeren Anteil an Gesellschaften ohne gelistete Optionen, weshalb auch hier nicht mehr machbar war.



# Incrementum All Seasons Fund

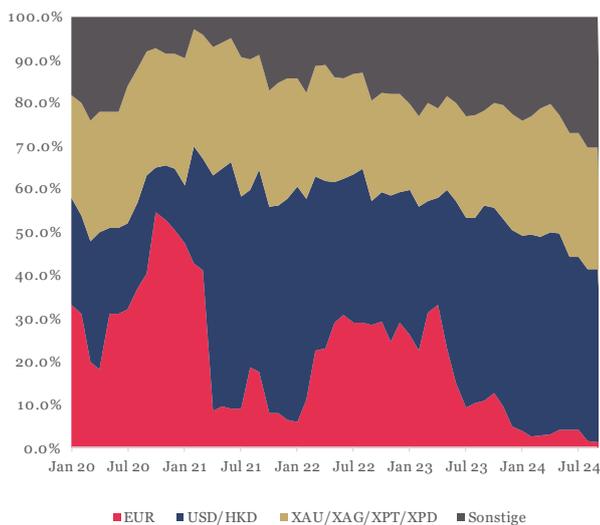
– in pursuit of real returns –

Diese Beispiele dienen lediglich der Veranschaulichung, dass auch die Volatilitätsernte nicht einfach automatisiert werden und fixe Ergebnisbeiträge abliefern kann.

Dennoch bin ich mit dem erreichten Ergebnisbeitrag grundsätzlich zufrieden. Letztlich ist der Optionsbereich jedoch nur ein Derivat des unterliegenden Portfolios und die Monetisierungsmöglichkeiten in diesem Bereich abhängig von unserer gewünschten Gesamtallokation sowie den im Markt herrschenden Volatilitäten. Und die haben ja durchaus die Tendenz von Zeit zu Zeit explosionsartig anzusteigen... 😊



Source: [Hedgeye](#)



Zum Gesamtergebnis trägt auch die Währungsallokation bei, deren Einfluss allerdings nicht leicht entsprechend exakt zu quantifizieren ist. Das Hauptrisiko ist sicher der USD, welches wir insgesamt gewinnbringend gesteuert haben. Allerdings haben wir auch kleinere NOK-Allokationen (als Alternative zum EUR) gehalten, die sich insgesamt trotz des positiven Carry als Verlustquelle erwiesen haben. Dasselbe gilt auch für unsere seit letztem Jahr aufgebaute größere JPY-Allokation, die ebenfalls netto noch eine Verlustquelle darstellt.

Zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen am 8. November durchläuft der IASF gerade eine erneute Konsolidierung seiner Anteilswerte (8.4% unter dem Allzeithoch vom 12.5. von EUR 192.08 für die EUR-I-Klasse). Die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten hat eine erneute Rally in den US-Aktienmärkten ausgelöst und sein „Drill, baby, drill“-Versprechen die Öl- und Gaspreise unter erneuten Druck gesetzt. Auch die **Schifffahrt** hat in den letzten Wochen eine deutlich schlechtere Transportratenumgebung (und fallende NAVs) eingepreist. Gold und Edelmetalle konsolidieren ebenfalls. Und zusätzlich traf uns gestern ein deutlicher Einbruch der John Wood Group-Aktie, die in ihrem Trading Update eine unabhängige Wirtschaftsprüfung innerhalb ihres Projektbereiches ankündigte, was der Markt mit einer „Verkaufe erst & stell Deine Fragen hinterher“-Reaktion quittierte.

Wir sehen jedoch kein grundsätzliches Problem mit unserem Anlageansatz. Aber wie [Jürgen Wegmann](#) schon wusste: Manchmal hat man eben kein Glück – und es kommt auch noch Pech dazu. Da wir das nicht zum ersten Mal erleben, arbeiten wir einfach daran es uns zurückzuholen.



## Lang lebe der König!

Ich begann dieses Kapitel am Nachmittag des 6. November zu schreiben, dem Tag, an dem die Wiederwahl Donald J Trump's zum US-Präsidenten und damit mächtigsten Politiker der Welt bestätigt wurde. Bis Sie diesen Beitrag zu Gesicht bekommen, wird das Wahlergebnis selbstverständlich in allen Facetten durchleuchtet und kommentiert worden sein, und ich werde wohl kaum noch viel Neues und Erleuchtendes zu selbigem beisteuern können.



Weekly Comics, [Investing.com](https://www.investing.com), 29OKT2024

Bewegt hat mich heute allerdings vor allem die Frage, was die Wahl DJT's eigentlich bedeutet? Immerhin hat er sich erneut und überraschend deutlich gegen das politische Etablisement durchgesetzt, was im Hinblick auf die augenscheinlichen Schwächen seines Persönlichkeitsprofils (und seines Strafregisters) offenbart, wie sehr die amerikanische Wählerschaft der herrschenden politischen Klasse und dem damit zusammenhängenden bürokratischen Apparat misstraut. Darüber hinaus ist seine Wahl auch ein Beleg für das Versagen der bis dahin herrschenden Demokraten einen Kandidaten zu präsentieren, der ein Mindestmaß an Glaubwürdigkeit bei der Wählerschaft hat. Mit einem altersschwachen und augenscheinlich nicht länger tauglichen Amtsinhaber als Kandidat zu starten, um ihn nur wenige Monate vor der Wahl (und obwohl er weiter „regiert“) durch seine blasse und wenig inspirierende Stellvertreterin zu ersetzen, die vor allem mit ihrer **Weiter So!**-Haltung und leeren Versprechungen glänzte, belegt in meinen Augen wie sehr moderne Berufspolitiker inzwischen im Elfenbeinturm der eigenen Utopien feststecken.

Von den Sorgen und Nöten ihrer Wählerschaft sind die Parteien im freiheitlich-demokratischen Westen inzwischen offensichtlich so weit entfernt, dass es Ihnen nicht mehr gelingt politische Führer zur Wahl zu stellen, denen man abnimmt, dass sie die Probleme von Nation und Wählerschaft verstehen und gemäß den Erwartungen und Prioritäten der letzteren beherzt angehen. Letztlich fehlt es an echter Repräsentanz (für meine englischsprachigen Leser empfehle ich den folgenden Kommentar von Epsilon Theory's Dr. Ben Hunt: [I Think Representative Democracy Is A Good Idea And We Should Give It A Try](#)).

Anstatt die Meinungen und Interessen ihrer Wähler zu vertreten, ist die heutige Generation der demokratischen Politiker vor allem damit beschäftigt den Menschen vorzuschreiben wie sie zu denken und zu handeln haben, ohne jegliche Verantwortung für die in diesem Prozess aufgewandten und ständig wachsenden Mittel und Ressourcen zu übernehmen. Kein Wunder also, dass die etablierten Parteien überall an Bedeutung verlieren und dies zugunsten radikalerer und autokratischer Alternativen. Ich halte das für eine nachvollziehbare, aber auch höchst bedenkliche Entwicklung.





Die USA haben also nun ihren neuen König bestimmt und hoffen, dass dieser seinen Wahlslogan „*Make America Great Again*“ einhalten wird. Sie scheinen dabei jedoch zu übersehen, dass dies die sowieso schon schwindende internationale Kooperation in zunehmendem Masse durch Konfrontation ersetzt. Dabei werden jedoch erfahrungsgemäß keine Synergien geschaffen, sondern stattdessen viel Energie im Konfrontationsprozess vergeudet. Die Kosten der zunehmend multipolaren Welt glaubt der neue Präsident vollends auf andere abwälzen zu können, was ich als wenig realistisch ansehe.

Die Börsen haben die Wahl DJT's mit einem Kursfeuerwerk honoriert, da die Investoren glauben sie wissen mit wem sie es hier zu tun haben. Aber tun sie das wirklich? – Präsident Trump hat eine volatile Persönlichkeit und erinnert eher an Silvio Berlusconi als Ronald Regan. Er sieht sich weder an die Geschichte noch seine früheren Aussagen gebunden und sein Handlungsrahmen scheint sehr weit gesteckt zu sein. Zudem ist auch er inzwischen 78 Jahre alt und machte im Wahlkampf nicht immer den Eindruck, dass er den Anforderungen des Amtes gewachsen ist. Seine Regierungsmannschaft ist bislang noch ungewiss, könnte aber für positive Überraschungen sorgen. Insgesamt spricht dies m.E. längerfristig für höhere Risikoprämien, was die (Aktien-)Märkte bislang jedoch noch nicht widerspiegeln.

Published on Investing.com, 7 Nov 2024, 11:25:11 GMT. Powered by TradingView  
United States 10 Year United States, NYSE:US10YT14L6



US-10j. Treasury Bond Rendite, [investing.com](https://www.investing.com), 7OKT2024



“Rekordhohe US-Verschuldung”, wie ironisch...

[Hedgeye Cartoon of the Day](https://www.hedgeye.com), 30OKT2024

Der US-Anleihen-Markt dagegen hat ein feines Näschen für die Zukunft einer erneuten Präsidentschaft DJT's gehabt, sind doch die 10-jährigen Renditen amerikanischer Staatsanleihen in den 3 Wochen vor der Wahl um 80BP gestiegen. Die US-Staatsverschuldung befindet sich auf einem anhaltenden Rekordkurs und das Loch, dass man sich damit gegraben hat, wird tiefer und tiefer...

Könnten also die „*Bond Vigilantes*“ ein Comeback feiern und durch weiter ansteigende Langfrist-Zinsen für mehr Haushaltsdisziplin sorgen oder beschleunigen sie lediglich den Einsatz finanzieller Repression, inkl. Renditestrukturkurvenmanagement? – Wie werden sich die geplanten harschen Einfuhrzölle oder die Maßnahmen hinsichtlich der Immigration auf das inländische Inflationsniveau auswirken? – Und wie wird das den US-Dollar beeinflussen, der sich am Tag nach der Wahl erstaunlich fest zeigte? – Dies scheinen alles Fragen für später zu sein, wenn die Märkte realisieren, dass ein Cocktail aus anhaltend hohen Staatsausgaben, tieferen Steuern, Zinsen und Inflation sowie eines schwachen Dollars wohl kaum zu mixen ist. Bis dahin regiert weiter die Hoffnung.





Eine Frage, die sich hier sicher auch stellt, ist was Europa aus dieser Situation lernen kann? Denn auch hier spiegelt sich der wachsende Verdruss der Wähler in massiven Stimmengewinnen neuer und teils extremer Parteien wider. So punkten sowohl AfD wie auch BSW mit dem Versprechen, der einst unter Angela Merkel propagierten Willkommenskultur Deutschlands und den damit zusammenhängenden offenen Grenzen ein Ende zu machen. Genauso profitieren sie von einer durch wachsende Ungleichheit geprägten Zweiklassengesellschaft, die NZZ-Chefredakteur Eric Gujer zuletzt wie folgt kommentierte:

*„Trendsetter Trump. Er spürte frühzeitig, wie sich in den westlichen Gesellschaften Widerstand gegen ungesteuerte Einwanderung und jede Form utopischer Politik aufbaute. Die zentristischen und linksliberalen Parteien frohlockten über die «Bereicherung» durch Asylmigranten. Die Wähler aber sahen den Sozialstaat und die kulturelle Identität bedroht.*

*Die Zeitenwende manifestiert sich zudem in der Art, wie die Bürger der Industriestaaten über Wirtschaft denken. Die Globalisierung mehrte den Wohlstand, aber sie beschleunigte auch die Deindustrialisierung. Der amerikanische Rust Belt ist längst überall. Daran ändert auch eine robuste Konjunktur wie in den USA nichts, denn ihre Früchte sind ungleich verteilt. Unter der Inflation leiden Amerikaner aus der Unter- und der Mittelschicht, nicht die Reichen.*

*Ungleichheit ist nicht nur in Amerika ein zentrales Thema. Das wirtschaftliche Gefälle zwischen Süd- und Nordengland ist heute grösser als jenes zwischen West- und Ostdeutschland. Abgehängt und Bürger zweiter Klasse: Auf Sheffield trifft das eher zu als auf die Ex-DDR.*

*Selbst in den europäischen Wohlstandsregionen geht die Angst um. Noch sieht es an den deutschen Standorten von VW nicht wie in Detroit aus. Dennoch fragen sich die Mitarbeiter der von Schließung bedrohten Werke, ob die chinesische Konkurrenz die europäische Autoindustrie in den Untergang treibt.“* (NZZ, [Der Andere Blick](#), 8NOV2024)

Aus meiner Sicht braucht es auch in Europa ein Umdenken. Statt die Protestparteien mittels „Brandmauern“ auszugrenzen und in die rechte / extreme Ecke zu stellen, sollten sie mit in die Regierungs- und damit politische Gestaltungsverantwortung einbezogen werden. Denn Demokratie ist eben kein System, bei dem nur die Meinung des herrschenden Etablissemments zählt und die Stimmung im Wahlvolk ignoriert wird. Die Wähler werden nämlich sonst ihren Protest an der Wahlurne äußern, wie sie das auch in den USA und gegen alle Bemühungen des Systems getan haben.

Demokratie steht für die Herrschaft des Volkes, dessen Willen durch den Dienst der gewählten Volksvertreter (Politiker) umgesetzt wird. Ich kann nur hoffen, dass dieser Grundgedanke wieder Berücksichtigung findet. Denn Dienst am Volke verlangt die Wünsche, Erwartungen, Werte, aber auch Sorgen und Ängste der Wählerschaft zu respektieren und sich für diese einzusetzen.





## Willkommen im Casino der Märkte

Die vergangene Woche (vom 4. November) mit den US-Präsidentenwahlen erwies sich als Fall von „Buy the rumor, buy the fact“. Erst beflügelte die Antizipation eines Trump-Sieges, dann die Bekanntgabe dessen, was zur besten Performance-Woche im S&P 500 (+4.7%) seit einem Jahr führte. Herausragte dabei die Tesla-Aktie, die ihren Mehrheitseigner Elon Musk für dessen Wahlkampf-Unterstützung für Donald J Trump mit einem 29%igen Kursanstieg (+\$291 Mrd. Marktkapitalisierung) belohnte.

US stocks register best week of 2024

S&P 500 index, weekly % change



Source: LSEG

Financial Times, 8NOV2024



„Nicht der Markt Eurer Väter“, @NorthmanTrader, X, 11NOV2024

Am heutigen Montag den 11.11., pünktlich zum Karnevalsbeginn, stiegen TSLA vorbörslich um weitere 8% an und konnten dieses Niveau über den Tag hinweg behaupten. In den vergangenen 13 Tagen stieg die Aktie damit um unglaubliche 63%, und JP Morgan lieferte prompt die Einschätzung nach, dass die Anleger TSLA mit dem Trump-Sieg als „Must-Own“-Aktie ansehen sollten. TSLA endeten den Tag mit einem Plus von 9%. Sie handeln nun zum mehr als 10-fachen Jahresumsatz, einem KGV sowie EV/EBITDA von über 80, sowie zum mehr als 16-fachen des Buchwertes und sind damit bis auf weniger als 10% an die historischen Höchststände von Ende 2021 herangekommen.

Wieso kaufen Anleger TSLA? – Weil sie erwarten, dass die Gesellschaft in den kommenden Jahren der führende Automobilproduzent der Welt wird, ausgestattet mit den höchsten Margen und sprudelnden Cashflows, an denen die Aktionäre in Form von attraktiven Dividenden (und Aktienrückkäufen) teilhaben können? – Wohl kaum! Sie kaufen TSLA, weil sie davon ausgehen, dass Präsident Trump nun bei Elon Musk in der Schuld steht und dies den Ausblick für das TSLA-Geschäft nur verbessern kann. Mit anderen Worten, sie kaufen in der Erwartung, dass die Aktie steigen wird und sie sie dann teurer wieder verkaufen können, ohne Berücksichtigung von fundamentaler Lage und Ausblicks. Es wird also wie im Casino gewettet, dass nach 10-mal schwarz eigentlich nur schwarz folgen kann...



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

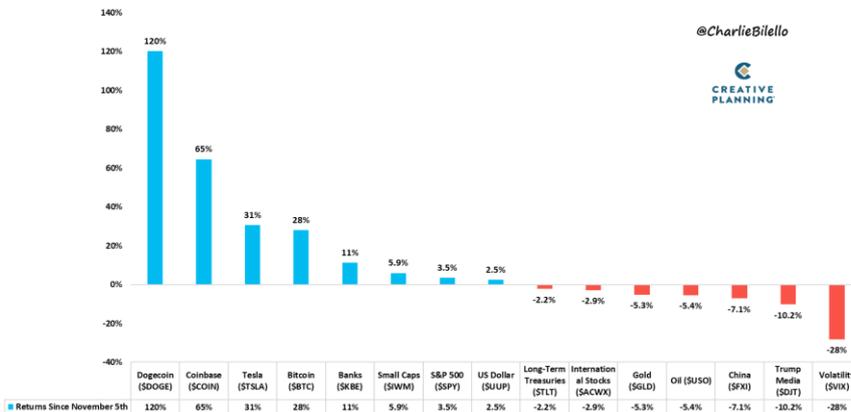
Die Anleger sehen wohl Elon Musk als jemand an, der mit seinen Midas-Händen alles zu Gold macht, was er anpackt. Gleichzeitig erkennen sie kein höheres Risiko darin, dass er seine Kapazitäten neben den verschiedenen Unternehmen seiner Gruppe nun auch als (Co-)Chef des Ministeriums für Regierungseffizienz (Department Of Government Efficiency, oder DOGE) weiter verwässert.



@jessefelder, X, 12NOV2024

Das Ausmaß des spekulativen Elements in den heutigen (US-Aktien-)Märkten wird im nebenstehenden X- (früher Twitter-) Beitrag verdeutlicht: „Der unterliegende Handelswert von Tesla-Optionen liegt seit der Wahl bei durchschnittlich 145 Milliarden US-Dollar pro Tag. (Dies entspricht ca. 15% der TSLA-Marktkapitalisierung.) Im Vergleich dazu liegt der Wert für Nvidia, dem zweitaktivsten Einzelaktien-Optionsmarktes bei 55 Milliarden US-Dollar pro Tag (ca. 1.5% der NVDA-Marktkapitalisierung) und für den Rest des US-amerikanischen Einzelaktien-Optionsmarktes zusammen bei 310 Milliarden US-Dollar pro Tag.“

Returns Since November 5th Election  
(Data via YCharts as of 11/12/24)



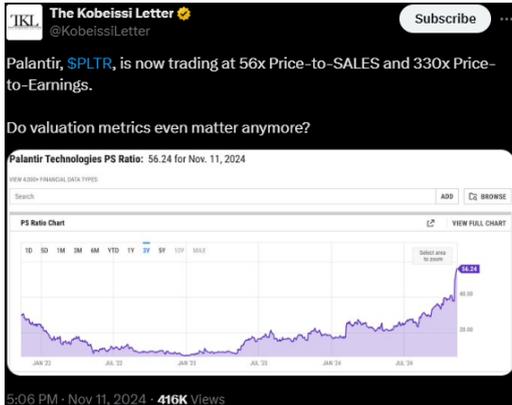
@charliebillello, X, 12NOV2024

Ich denke das macht verständlich, warum ich die Finanzmärkte in den letzten Jahren häufiger als Casino bezeichnet habe und dies auch hier wieder tue. Der Trump-Wahlsieg reichte aus, um verschiedene Crypto-Anlagen, TSLA und den S&P500 zu beflügeln, während Gold, Öl, und Vola abtauchten.

Dabei geht die Blase an den Aktienmärkten weit über TSLA hinaus. Ich bin nicht sehr aktiv auf X (@SchiefenHg), aber die Plattform ist voll mit Hinweisen, die die aktuell extrem aus dem Ruder laufenden Bewertungen, aber auch die außerordentlich euphorische und spekulative Anlegerstimmung belegen.

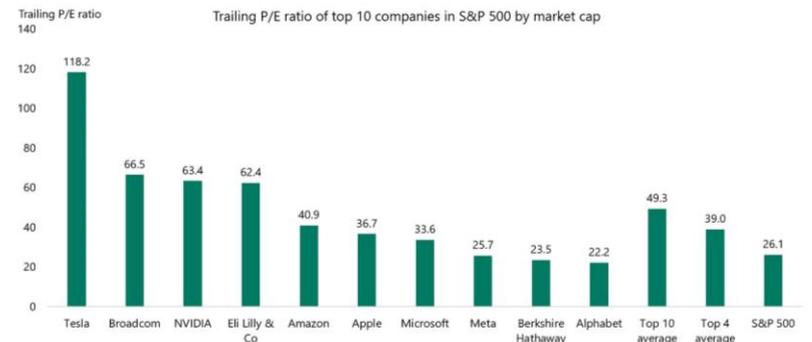


So handelt z.B. die Palantir-Aktie (PLTR), immerhin inzwischen mit USD 136 Mrd. Marktkapitalisierung grösser als alle DAX-Werte außer den drei führenden SAP, Siemens und Deutsche Telekom, beim 56-fachen des Jahresumsatzes und 330-fachen der Gewinne.



@KobeissiLetter, X, 11NOV2024

The average P/E ratio of the top 10 companies in the S&P 500 is almost 50



Würden Sie eine Aktie mit einem KGV von 50 kaufen?, Apollo Academy, T. Slök, 5NOV2024

Die Konzentration überteuerter Aktien unter den am höchsten kapitalisierten S&P 500-Firmen wird zudem offensichtlich, wenn man sich den Chart oben rechts anschaut, der die KGVs (PEs) der größten 10 Aktien im S&P 500 einzeln und durchschnittlich aufführt. Diese Überteuerung hat u.a. zur Folge, dass der Index anfällig für fundamentale Enttäuschungen bei den Mega-Cap-Aktien ist.

Der Einfluss der Mag 7 auf Investorenportfolios (und noch mehr so auf die, die in diesem Bereich short waren), wird mit der untenstehenden Graphik verdeutlicht:



Source: Bloomberg  
Die Grossartigen 7, FT Unhedged, 29OCT2024

FT's Robert Armstrong schreibt dazu in seiner „Unhedged“-Kolumne: „In diesem und im letzten Jahr gab es Momente, in denen es schien, als würde sich der Markt verbreitern und die Abhängigkeit von den Mag 7 abnehmen. Diese Momente waren jedoch nur von kurzer Dauer. Die Mag 7 machen immer noch ein Drittel der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus und sind für die Hälfte des Wertzuwachses des Index im Jahr 2024 verantwortlich (ein Viertel des Wertzuwachses stammt allein von Nvidia).“

Eine Wette auf den S&P 500 ist nach wie vor eine Wette auf die anhaltende Performance der Mag 7, eine Tatsache, die jeden nervös machen sollte. Es lohnt sich also, einen genauen Blick auf die Aktien und die Erwartungen zu werfen, die in ihren Preisen enthalten sind.“ (Die Grossartigen 7: Ihr Einsatz bitte, FT Unhedged, 29OCT2024)

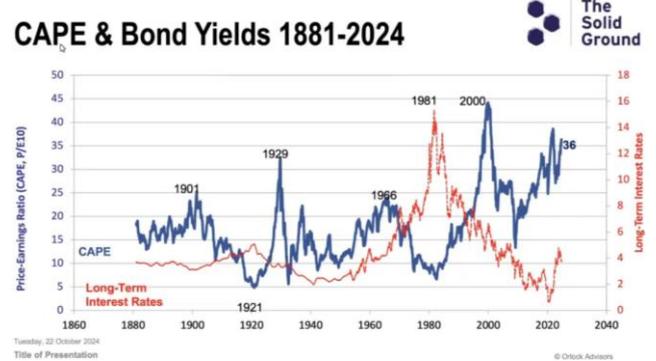


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

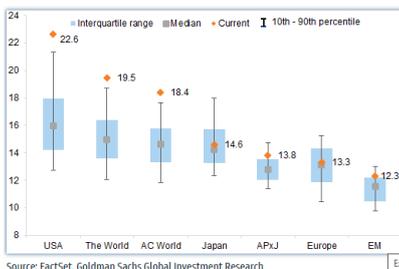
Wieviel ist denn nun schon eingepreist?

Der nebenstehende Chart zeigt die historische Entwicklung des Konjunkturzyklus-adjustierten KGV (Cyclically Adjusted PE Ratio) amerikanischer Aktien in Verbindung mit der Entwicklung langfristiger Anleiherenditen. Die US-CAPE-Ratio ist die dritthöchste jemals registrierte und dies bei deutlich höheren Renditen als 2021. Bewertungen in dieser Höhe hatten immer Bärenmärkte zur Folge.



M'tourist Private Feed Recap, Kevin Muir, 28OKT2024

Exhibit 26: MSCI Regions valuations  
12-month forward P/Es relative to the last 20 years



@MikeZaccardi, X, 11NOV2024

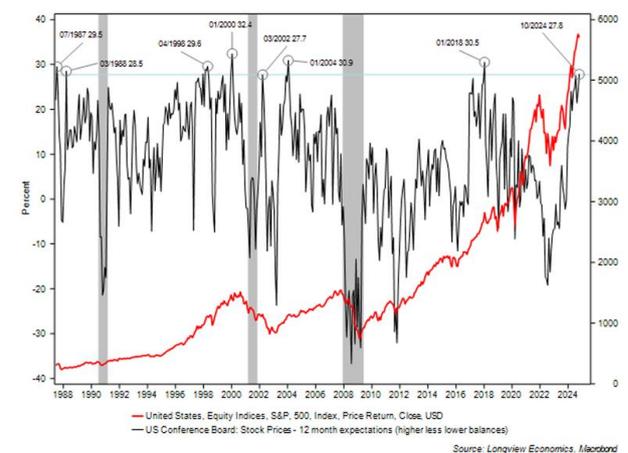
Auch der internationale Vergleich ist frappierend und das Ergebnis der langanhaltenden *Übergewichten*-Empfehlung, von der US-Aktien weltweit profitiert haben. Wie der Chart links zeigt, wird der MSCI USA inzwischen mit dem 22.6-fachen KGV gehandelt, und damit mehr als 50% höher als der MSCI Japan mit 14.6 oder MSCI Europa mit 13.3, bei denen die niedrigeren risikolosen Zinssätze eigentlich eine höhere Bewertung erwarten ließen.

Gleichzeitig hat die Position der Derivate-Händler in S&P 500 Futures das tiefste Niveau seit 2011 (oder gar jemals zuvor) erreicht, wie der links unten dargestellte Tweet berichtet. Wieso ist das relevant? – „Händler nehmen einfach die entgegengesetzte Seite anderer Investoren ein, sodass eine große negative Händlerpositionierung ein klares Zeichen für eine optimistische Anlegerstimmung ist.“



Händlerpos. S&P 500 Futures, @LizThomasStrat, X, 12NOV2024

Fig 3: US Conference Board – stocks higher in next 12 months less lower vs. S&P500



US-Aktien-Ausblick; Longview Economics, via Pareto Securities, 8NOV2024



Auch das US Conference Board registriert eine optimistische Verbraucherstimmung hinsichtlich Aktien. So lag zuletzt der Prozentsatz der Haushalte, die erwarten, dass Aktien in 12 Monaten höher notieren werden, 27.8%-Punkte über der Zahl derer, die niedrigere Kurse erwarten. Wie der Chart oben rechts zeigt, ist dies nicht nur einer der 8 höchsten Werte seit 1987, sondern liegt auch auf einem Niveau, von dem aus in der Vergangenheit signifikante Aktienmarkttrücgänge zu verzeichnen waren.

Gleichzeitig befinden sich die US-Aktienallokationen auf Rekordniveau, während die Liquiditätsquoten der Fondsmanager (gemäss BAML) zuletzt nur noch bei 3.9% lagen und damit unter der für folgende Marktkorrekturen kritischen „Gefahrenstufe“ von 4%. Auch die Aktienallokationen der US-Haushalte in ihren Pensionsfonds liegt mit 80% auf einem Rekordhoch, während die Liquiditätsquoten der Retail-Investoren sich nahe den Tiefstständen befinden.

Exhibit 7: The 10 largest stocks in the S&P 500 account for more than a third of total market cap



Source: FactSet, Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

@jam\_croissant, X, 28OCT2024

„Die Marktkonzentration hat kürzlich ein Mehrjahrzehnt-Hoch erreicht (Exh. 7). Zuvor haben wir 7 weitere Episoden identifiziert, in denen die Konzentration stark anstieg und ihren Höhepunkt erreichte. Zu diesen Episoden gehören 1932, 1939, 1964, 1973, 2000, 2009 und 2020.“

Exhibit 8: US equity market concentration 1925-2024



Universe consists of US stocks with price, shares, and revenue data listed on the NYSE, AMEX, or NASDAQ exchanges. Series prior to 1985 estimated based on data from the Kenneth French data library, sourced from CRSP, reflecting the market cap distribution of NYSE stocks.

Source: Compustat, CRSP, Kenneth R. French, Goldman Sachs Global Investment Research

@jam\_croissant, X, 28OCT2024

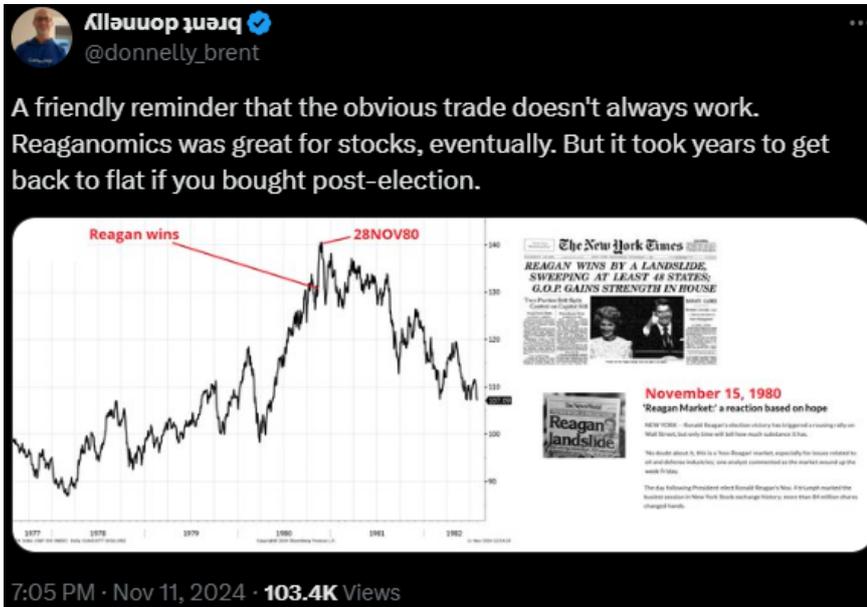
All das wird vom Markt und damit den Anlegern – ähnlich wie Ende 2021 – meines Erachtens komplett ignoriert. Es zählt nur noch Momentum sowie das Narrativ von der dominanten US-Wirtschaft (also hauptsächlich die Mag7 und verwandte Tech-Werte, aber auch weitere extrem teuer bewertete Aktien) sowie der unter einer Trump-Präsidentschaft noch unternehmensfreundlicheren Politik (tiefere Steuern, weniger Bürokratie).



Der IASF-Fondsmanager... 😊

gefunden bei [Hedgeye Cartoon Of The Day](#), 15NOV2024

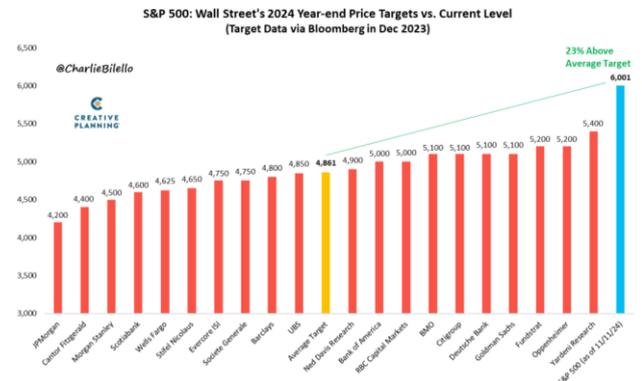




@donnelly\_brent, X, 11NOV2024

Dabei ist der zurzeit oft angeführte Vergleich mit den Reagan-Jahren mit Vorsicht zu genießen. Wie der nebenstehende Tweet feststellt: „Dies mag als freundliche Erinnerung daran dienen, dass der offensichtliche Trade nicht immer funktioniert. Die Reaganomics waren schlussendlich gut für Aktien. Aber es dauerte Jahre, bis man wieder auf dem Nullpunkt war, wenn man nach der Wahl kaufte.“

Mir scheint, als befänden wir uns derzeit mal wieder in der euphorischen Phase des Marktzyklus. S&P 500 (+28% im Jahr 2024 und damit 23.4% über dem im DEZ 2023 erwarteten Niveau) und Nasdaq 100 (+29%) eilen von Rekord zu Rekord und der Konsens der Experten geht davon aus, dass die Rally (sicher und mindestens) bis zum Jahresende anhalten wird. Wer würde unter diesen Umständen darauf wetten, dass sie nicht noch weiter steigen?



Wall Street's 2024 Jahresendschätzungen für S&P 500 vom DEZ2023, [The Week in Charts \(11/13/24\)](#), Charlie Bilello, 13NOV2024



BTC/USD, [investing.com](#), 13NOV2024

Auch Bitcoin (+72% seit dem September-Tief) befindet sich auf einem historischen Höhenflug – beflügelt durch die Zusammenarbeit DJT's mit dem Crypto-Bro Elon Musk und der Aussicht auf eine Bitcoin-Reserve der US-Regierung. Gleichzeitig haben weder Gold noch Bonds an der Rally teilgenommen, was die spekulative Natur der jüngsten Markteuphorie unterstreicht.

Für mich gibt es keinen Zweifel daran, dass wir erneut eine hocherhitzte Blasenbildung an den Finanzmärkten erleben... – Dabei ist das Problem, mit dem die Spekulanten derzeit konfrontiert sind, dass wir noch nicht einmal in der Phase des Ankündigungseffekts von Trumps Wirtschaftspolitik sind. Wir befinden uns in der Phase des „Rate mal, was er tatsächlich vorhat“, und das lässt im jetzigen Stimmungsumfeld nur Raum für positive Ausblicke. – Aber wie sieht die Realität aus?



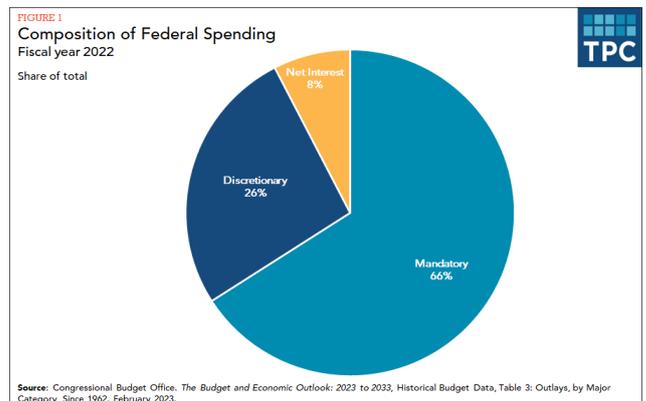
## Makro-Observationen

Die meisten Beobachter der US-Wirtschaft sehen diese weiterhin im reibungslosen Anflug auf eine sanfte Landung, und dies bei Arbeitslosenzahlen, die fast Vollbeschäftigung anzeigen. Gleichzeitig war die Inflationsrate zuletzt rückläufig (von 9.1% Mitte 2022 auf 2.4% im September 2024), was der US-Notenbank als Begründung für die erfolgte Zinswende diente, auch wenn die Jahresrate im Oktober wieder auf 2.6% anstieg und die Kernrate hartnäckig über 3% verharrt (3.3% im September und Oktober).

Präsident Trump verspricht derweil Steuersenkungen sowie eine aggressive Deregulierung und einen Abbau der Staatsbeschäftigung. Ersteres beinhaltet eine Fortführung der unter seiner Regierung ursprünglich vorgenommenen (befristeten) Einkommenssteuersenkungen, deren fehlende Einnahmen durch die Einführung / Erhöhung von Einfuhrzöllen (10-20% im Durchschnitt, 60% und mehr auf Einfuhren aus China) kompensiert werden sollen. Auch eine Unternehmenssteuersenkung (auf 15% von bisher 21%) und weitere Steuersenkungen für die Mittelschicht (in Höhe von 10%) werden in Aussicht gestellt. Zudem sollen Steuern auf Sozialversicherungszahlungen entfallen. – Dies sind zumindest die angekündigten Pläne; wie dies zu finanzieren wäre bleibt zu diesem Zeitpunkt noch vage.

Ein Teil der Finanzierung könnte durch Kosteneinsparungen im Staatshaushalt erfolgen. Für eine aggressive Deregulierung und den damit verbundenen Abbau von Bürokratie und Staatsbeschäftigung ist das neu geschaffene «Department Of Government Efficiency» (DOGE) unter Leitung von Elon Musk und Vivek Ramaswamy verantwortlich. Dieses neue Beratungsgremium des Weißen Hauses soll „Ratschläge und Anleitungen von außerhalb der Regierung geben“ und nach Wegen suchen, um „Bürokratie abzubauen“, „Vorschriften zu streichen“, „Ausgaben zu kürzen“ und „Behörden umzustrukturieren“, wie Trump erklärte. Das Ziel ist es durch eine Kürzung der Staatsausgaben um 2 Billionen US-Dollar enorme Produktivitätssteigerungen zu erzielen.

Das alles klingt schon fast revolutionär, aber es stellt sich die Frage wie realistisch es ist, insbesondere wenn Präsident Trump gleichzeitig die Staatsschulden abbauen will. In seiner [Siegesrede](#) versprach er nicht nur ein „wahrhaft goldenes Zeitalter“, sondern auch: „Wir werden Schulden abbauen. Wir werden Steuern senken. Wir haben, wir können Dinge tun, die sonst niemand tun kann. Niemand sonst wird dazu in der Lage sein. China hat nicht das, was wir haben. Niemand hat das, was wir haben.“ (20:25)



Übersicht der US-Bundesausgaben (2022): obligatorisch, nach freiem Ermessen, Zinszahlungen; Quelle: unbekannt



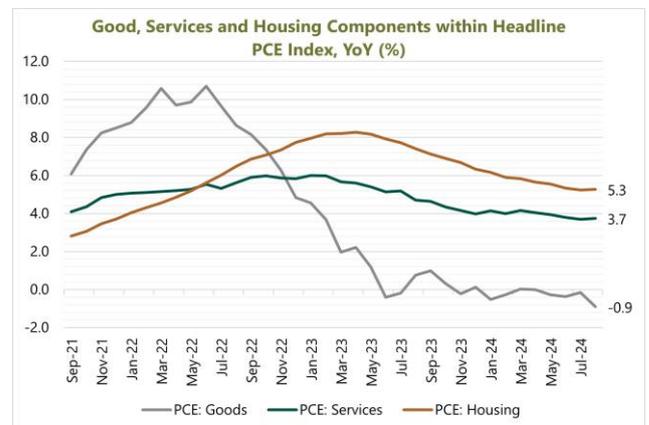


Das sind große Worte. Aber der diskretionäre Anteil der US-Staatsausgaben beläuft sich zurzeit mit ca. 1.7 Bio. USD lediglich auf ein Viertel der Gesamtausgaben. Und wieviel wird man davon wohl einsparen können? Die Vorstellung, dass zwei Berater, die mit der Leitung einer neuen Nichtregierungsorganisation betraut wurden, Einsparungen finden werden, die die diskretionären Ausgaben um 117% senken, erscheint mir doch eher weit hergeholt. Und wie wird sich das wohl auf Arbeitsmarkt und Wachstum auswirken? Könnte dies sogar eine Rezession auslösen? – Und hat sich die Mär von den Steuersenkungen, die sich selbst finanzieren, in früheren politischen Versprechungen dieser Art nicht regelmäßig als Trugschluss erwiesen?

Dies sind m.E. Fragen, welchen sich die neue Administration stellen muss. Persönlich, und mit meinem zugegebenermaßen höchst oberflächlichen Wissen über die Persönlichkeiten von Trump und Musk, sehe ich es zum jetzigen Zeitpunkt als wahrscheinlicher an, dass der künftige Präsident seinen Berater bis Mitte 2025 feuern wird, bzw. dieser von selbst kündigt, um sich wieder vorrangig auf seine sonstigen Aufgaben zu konzentrieren. (Was würde dies wohl für den TSLA-Aktienkurs bedeuten?)

Aber kommen wir nochmal zurück zum Thema Inflation, das auch in den nächsten Jahren unter Donald Trump eine bedeutende Rolle in der US-Politik spielen wird.

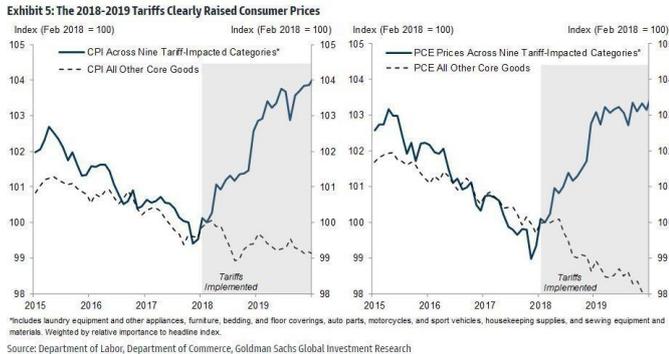
Diesbezüglich ist die nebenstehende Graphik aufschlussreich, die den Einfluss von Güter-, Dienstleistungs- und Wohnkosten auf den PCE-Index (Persönlicher Konsumausgaben-Index = bevorzugter Inflationsmassstab der Fed) ausweist. Sie macht offensichtlich, dass die globale, nicht angebotsbeschränkte Komponente des Güterangebots nach den COVID-Höchstständen inzwischen einen deflationären Effekt hat, was u.a. auch dem starken USD zuzuschreiben ist.



Inflation bei Gütern, Dienstleistungen und Wohnkosten, @jam\_croissant, X, 10NOV2024

Die beiden inländischen und angebotsbeschränkten Komponenten sind derweil hartnäckig positiv und liegen deutlich über der Zielgrösse von 2%. Dies zeigt zum einen wie schwer es sein dürfte, die allgemeine Inflationsrate (ohne Rezession) noch weiter zu reduzieren und zum anderen, dass ein erneuter Preisanstieg der (globalen) Güterkomponente die Gesamtinflation leicht wieder nach oben treiben könnte.





@jam\_croissant, X, 10NOV2024

Nun ist die allgemeine Erwartung, dass dies nicht passieren wird, da (insbesondere) China versuchen wird seinen US-Exportanteil zu halten in dem es die Exportpreise senkt (inkl. einer möglichen Abwertung des CNY). Aber wie wirkt sich eine Einführung / Anhebung von Einfuhrzöllen aus? Nun, wie der nebenstehende Chart zeigt sind Einfuhrzölle preistreibend (links für CPI, rechts für den PCE-Index).

Und da ein zentraler Bestandteil der Trump'schen Aussenhandelspolitik der verstärkte Einsatz von Einfuhrzöllen ist, lässt dies bei entsprechender Umsetzung erneuten Preisdruck von der Preiskomponente erwarten, die zuletzt als einzige einen deflationären Effekt gehabt hat.

Ein weiterer Bestandteil des Trump'schen Programms ist eine gewünschte Abschwächung des USD mit dem Ziel der Förderung der US-Re-Industrialisierung. Ein niedrigerer USD könnte mittels tieferer Zinsen erreicht werden, hätte aber eben auch ungünstige Auswirkungen auf die Inflationsrate. Dies zeigt, dass der Zusammenhang zwischen Defiziten, Inflation, Zinssätzen, und dem Dollar letztlich eine zentrale Rolle spielen wird, da die gegenseitigen Abhängigkeiten dieser Größen vielschichtig sind.

Nehmen wir z.B. an, Donald Trump würde Jerome Powell als Fed-Chef durch einen ihm folgsamen Kandidaten ersetzen, der seinen Wunsch nach niedrigeren Zinsen, trotz anhaltend hoher Staatsausgaben, Steuersenkungen und erhöhter Importzölle, mit dem Ziel der Wachstumsförderung (sowie Senkung der Zinslast) in die Tat umsetzen würde. Wie würde der Anleihenmarkt darauf reagieren? – Schon im Vorfeld der Wahl stiegen die langfristigen US-Zinsen deutlich an, und es wäre nachvollziehbar, wenn ein solcher Schritt die *Bond Vigilantes* erst richtig befeuern würde. – Wie würden sich wohl US-Aktien bei einem erneuten Anstieg der langfristigen Zinsen verhalten?

Und wie würde Präsident Trump auf eine größere Korrektur an den Finanzmärkten reagieren, insbesondere wenn man weiß, dass er die Märkte gern als Barometer für die Bewertung seiner Arbeit ansieht? Von 2016 bis 2020 schmeichelten sowohl die Anleihen- als auch die Aktienmärkte seinem Ego. Die Aktien erlebten lediglich im vierten Quartal 2018 eine schwierige Phase und fielen im ersten Monat der Covid-19-Krise. Ansonsten stiegen sie. Die Zinssätze waren entweder niedrig oder sehr niedrig. Die Ausgangslage nun ist komplett anders und wir wissen nicht, wie er sich angesichts größerer Markturbulenzen verhalten wird. Zudem hat Trump gerade eine Wahl gewonnen, bei der er die Demokraten für den vergangenen Inflationsschub verantwortlich gemacht hat. Wie wird er angesichts dessen auf einen erneuten Inflationsanstieg reagieren, der durch seine Steuer-, Handels- und Einwanderungspolitik verursacht wird? – Mit einer Rückkehr zu einer konventionelleren Politik oder einer Hinwendung zu noch riskanteren Manövern?



Das alles zeigt, dass die „Alle Neuigkeiten sind gute Neuigkeiten“-Haltung des Marktes vielleicht doch etwas zu optimistisch ist...

Wenn wir uns das große Ganze einmal anschauen, dann ist festzustellen, dass die USA billige Güter aus China und anderen asiatischen Ländern importieren, was zu einem chronischen Handelsbilanzdefizit führt, welches sie mit USD bzw. US-Staatsanleihen finanzieren, für die sie ein Monopol haben. Der Preis dieser Politik war die Erosion der industriellen Basis und der Verlust von industriellen Arbeitsplätzen, was wiederum zur Aushöhlung der Mittelklasse des Landes geführt hat.

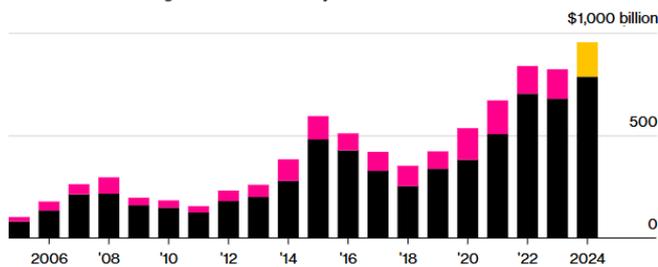
Der Freihandel der vergangenen Jahrzehnte und die damit verbundene Auslagerung heimischer Güterproduktion war klar disinflationär. Das alles geschah auf Kosten der Arbeiter, die in diesem Prozess ihre Jobs verloren und zum Vorteil der multi-nationalen Unternehmen, die von der Auslagerung ihrer Produktionsstätten und -prozesse durch höhere Margen profitierten. Präsident Trump will dies nun umkehren, was jedoch aufgrund des damit verbundenen steigenden Kostendrucks höhere inländische Inflation mit sich bringen wird – und nicht zu vergessen Margendruck für US-Unternehmen. Eine weitere Folge ist eine steilere US-Renditestrukturkurve, da reduzierte Handelsdefizite weniger USD in ausländischen Händen belassen, die in US-Staatsanleihen und -Aktien recycelt werden könnten. Eine reduzierte ausländische Nachfrage nach USD-Anlagen riskiert zudem eine Schwächung des USD, was wiederum inflationstreibend wäre.

Aber werfen wir doch einmal einen Blick auf die andere Seite der Welt, wo China sich klar als „Werkstatt der Welt“ positioniert hat. Die chinesischen Außenhandelsüberschüsse beliefen sich bis Oktober auf 785 Mrd. USD (+16%) und damit auf mehr als 5% des BIP, und sind auf Kurs knapp 1 Bio. USD auf Jahresbasis zu erreichen (s. Graphik unten links).

### China's on Track For Record Trade Surplus

Surplus is 12% above previous record in 2022 so far this year

■ Trade balance through October ■ Rest of year ■ Forecast for rest of 2024

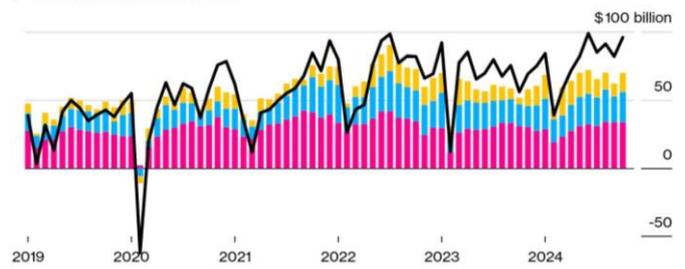


Source: China's General Administration of Customs. Bloomberg calculations

### US Is Biggest Component of China's Trade Surplus

European Union and Asean are also running big deficits with China

▲ Total ■ US ■ EU ■ Asean



Source: China's General Administration of Customs

Bloomberg

China's Handelsbilanzüberschuss bis Okt, Nov/Dez, Vorhersage

Handelsbilanzüberschusspartner, [Bloomberg News](#), 11NOV2024

Der Handelsbilanzüberschuss mit den USA stieg dabei in diesem Jahr um 4.4%, mit der EU um 9.6% sowie mit den zehn südostasiatischen ASEAN-Nationen um fast 36% an.



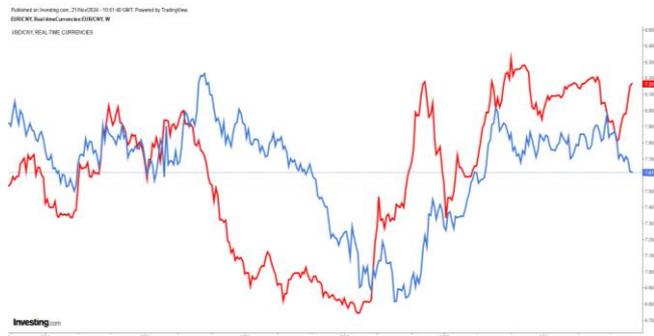


Dies ist nicht nur ein Beleg für die zunehmende Wettbewerbsfähigkeit des Landes, die sich ja u.a. auch in der Position des Automobil-Exportweltmeisters äußert, sondern auch der Vorbereitung auf erwartete Handelsbeschränkungen und Zollerhöhungen. Denn die ASEAN-Nationen sind hier sicher nicht bloß Endabnehmer, sondern dienen auch als Durchgangsstation für chinesische Handelsströme.

Chinese monthly car exports



China's Automobilexporte (monatlich), Fearnley Sec., 11NOV2024



EUR/CNY, USD/CNY, [investing.com](https://www.investing.com), 21NOV2024

Wenn man sich allerdings die jüngere Entwicklung des chinesischen Handelsbilanzüberschusses vor Augen führt, dann erscheint eine CNY-Aufwertung das wahrscheinlichere Szenario, statt eine von vielen Analysten immer wieder beschworene und erwartete Abwertung. In den vergangenen Jahren hat sich der CNY gegenüber den Währungen seiner wichtigsten Handelspartner jedenfalls als stabil erwiesen.

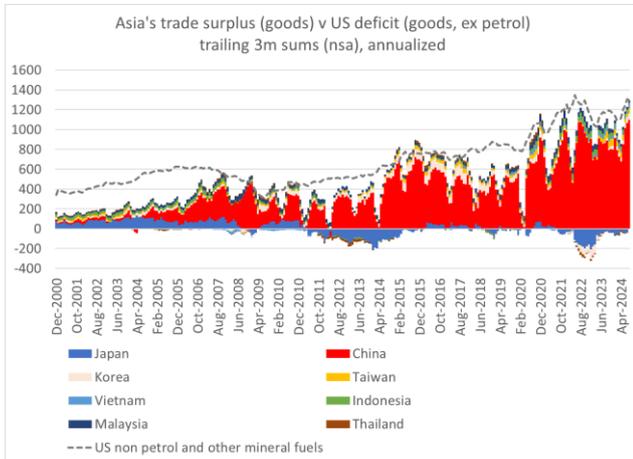
Das liegt auch im ureigenen Interesse der chinesischen Regierung, die bestrebt ist, den CNY langfristig als alternative Handels- (und Reserve-)währung zum USD zu positionieren. Denn dass die USA das „*exorbitante Privileg*“ genießen, die Welt-Leit- und reservewährung zu emittieren, in der ein Großteil des internationalen Handels abgewickelt wird, ist ja spätestens seit den 60er Jahren ein oft beklagtes Unrecht. Denn das hat zur Folge, dass die USA das einzige Land sind, welches keine Zahlungsbilanzkrise fürchten muss, da es ja alle seine Importe in (selbst produzierten) USD bezahlt. Dass China bei dem Bemühen den CNY als Handelswährung zu etablieren durchaus erfolgreich ist zeigt die Tatsache, dass ein wachsender Anteil des chinesischen Außenhandels nicht länger in USD, sondern in CNY abgewickelt wird. Dies wiederum senkt die weltweite Nachfrage nach USD, die die USA zur Finanzierung ihres Zwillingsdefizits benötigen.

Wie sehr China und Asien inzwischen zur Werkstatt der (entwickelten) Welt geworden sind, zeigt sich in dem von China angetriebenen Anstieg der kombinierten asiatischen Handelsüberschüsse über die letzten vier Jahre, welche sich in den entsprechenden Defiziten der USA (s. grau gestrichelte Linie in der Graphik links auf der nächsten Seite) widerspiegeln.

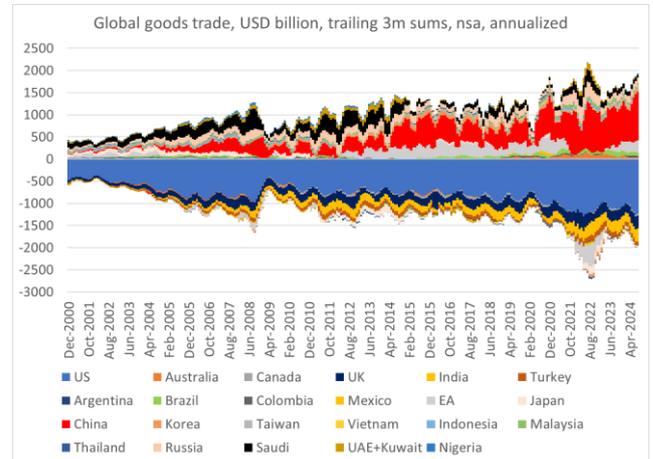


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



Asien's Handelsüberschüsse vs US Defizite (Güter, ex-Öl)

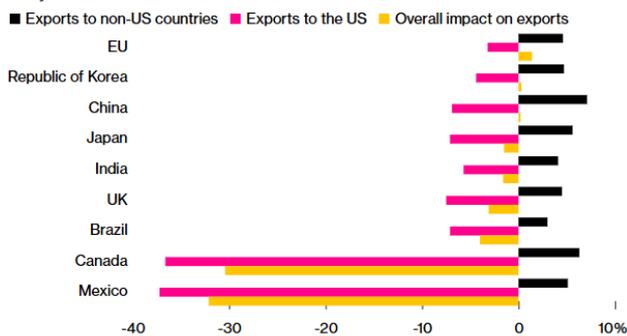


Globale Güterhandelsvol. in Mrd USD, @Brad\_Setser, X, 9OKT2024

Auffällig ist dabei u.a. auch, wie die Graphik oben rechts zeigt, dass die Handelsüberschüsse in den Autokratien dieser Welt produziert werden, während die Defizite in den großen westlichen Demokratien bestehen. Das hat Abhängigkeiten geschaffen, die eine Entkopplung und damit effektive Deglobalisierung extrem schwierig und schmerzhaft machen. Daher glaube ich, dass die gewünschte Re-Industrialisierung der USA und des Westens zumindest eine sehr lange Zeit in Anspruch nehmen wird. Es scheint mir daher wahrscheinlicher, dass es zu einer Verlangsamung im Prozess der Vertiefung der internationalen Handelsverflechtungen sowie einer Verlagerung der Schwerpunkte kommt (Stichwort: *Near- & Friend-Shoring*).

## How Other Countries Would Respond to US Tariffs

They'd trade more with each other.



Source: Bloomberg Economics  
 Note: Forecast of percentage change relative to estimated baseline. Assuming 60% tariffs on China, 20% on other countries, and retaliation by trading partners.

Wie Länder auf die geplanten US-Einfuhrzölle reagieren,

[Bloomberg](#), 15NOV2024

Bloomberg hat jüngst die möglichen Auswirkungen der angekündigten US-Einfuhrzölle modelliert. Dabei gehen die Analysten davon aus, dass der Anteil der USA am Welthandel von 20% auf 9% sinken wird. Gleichzeitig werden die US-Handelspartner die reduzierten Ex- und Importe mit den USA jedoch durch vermehrten Handel mit anderen Nationen ersetzen, weshalb Bloomberg davon ausgeht, dass der gesamte Welthandel nur um 7,5% abnehmen wird.

Wie der Chart oben zeigt, wäre ein Resultat der zu erwartenden isolationistischen US-Haltung ein Zusammenrücken des Rests der Welt, während die größten Opfer dieser Politik nicht unerwartet die wichtigsten Handelspartner der USA, nämlich Kanada und Mexiko, sein könnten.



Ob dies im US-Interesse liegt, bleibt abzuwarten und ist m.E. zumindest zweifelhaft. Was im Umkehrschluss bedeutet, dass die Bedenken hinsichtlich der Einschränkung des globalen Handels wohl überzogen sind. Denn bisher haben wir nur die Androhung von erhöhten Einfuhrzöllen, was wohl kaum überraschend erst einmal lediglich ein Verhandlungsinstrument der Regierung Trump sein könnte.

Insgesamt bleibt das Makro-Umfeld vom wachsenden Diktat der Fiskalpolitik sowie der sinkenden Bedeutung der Geldpolitik geprägt. Letztere wird im Hinblick auf die hohen und wachsenden Staatsschulden wohl zunehmend auf die Sicherung der Tragfähigkeit der Schuldenlast fokussiert sein.

Evident wurde dies zuletzt schon durch die erfolgte Zinswende, die lange vor Erreichen einer effektiven Geldstabilität (selbst wenn man diesen Zustand fälschlicherweise mit einem 2%igen Inflationswachstum gleichstellt) eingeleitet wurde. Diese erfolgte unter dem (politischen) Druck Wachstumsimpulse im privaten Sektor zu stärken, und damit gleichzeitig die wachsende Zinslast einzudämmen. Damit bleibt ein stagflationäres Umfeld und finanzielle Repression das Kernszenario für die kommenden Jahre, auf welches wir uns mit unserer Portfolio-Allokation ausgerichtet haben.



Eurozone-Industrieproduktion, Chartbook, [Substack](#), 21NOV2024



## How To Make Money In A New Investment Landscape

Non Index Low Valuation Equities, Japanese Equities, EM ex China Equities, Old Economy Equities, Gold

Wie man in einem neuen Investment-Umfeld Geld verdient:  
Aktien (Japan, EM (ex-China), Value, Old Economy), Gold  
Russell Napier, [YouTube](#), 16OKT2024

Für unsere englischsprachigen Leser, die sich mit den zu erwartenden Entwicklungen an dieser Stelle noch detaillierter auseinandersetzen möchten, habe ich nebenstehend noch eine Präsentation von Russell Napier verlinkt, die jüngst auf YouTube veröffentlicht wurde. Wie er darin betont, benötigt die (auch) von ihm präferierte Allokation nicht unbedingt Intelligenz, aber Mut, gekoppelt mit einem Schuss Verrücktheit.

Dem kann ich mich nur anschließen, ist dies doch eine Allokation, die nicht dem Zeitgeist entspricht und deren Popularität sich erst noch entwickeln muss. Dennoch hat sie sich für unseren IASF in den vergangenen 5 Jahren durchaus bewährt, und entspricht unserem Verständnis das Investieren nur auf Basis von Fundamentaldaten erfolgen kann und konträre Positionen langfristig die größten Returns versprechen.

### Zu den jüngsten Portfolio-Entwicklungen

Dass der von uns eingeschlagene Weg nicht immer leicht ist, zeigt das laufende Jahr, inklusive der jüngsten Entwicklung, auf die ich in der Folge nochmal etwas genauer eingehen möchte. Eröffnen will ich dieses Kapitel jedoch zuerst mit einem Zitat von Tony Deden aus der [Oktoberausgabe von Grant Williams' TTMYGf \(Things That Make You Go Hmmm...\)](#) mit dem Titel „Der prinzipientreue Investor“ (The principled investor):

*„Kapitalerhalt ist kein Anlagestil. Es ist eine Denkweise; eine Anerkennung und Wertschätzung für Ersparnisse, die durch vorherige Anstrengungen verdient wurden – in erster Linie, um den Verlust der Kaufkraft zu vermeiden, und zweitens, um die Bedeutung des Zinseszins-effekts und der Ertragsakkumulation zu würdigen.“*

Als Investment-Manager bestimmt dies den größten Teil meiner Verantwortung und prägt damit meine Arbeit ungemein, weshalb ich dies hier vorangestellt habe. Aber bevor ich nun fortfahre, beachten Sie bitte noch einmal folgendes:



**Zur Erinnerung: 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.**

Die Zeit ist wieder mal verfliegen und es ist der 21. November, an dem ich diese Zeilen schreibe. Nvidia hat gestern seine Resultate veröffentlicht, die natürlich die Konsens-Erwartungen übertroffen haben. Allerdings hatten die Investoren offensichtlich noch mehr erwartet, denn NVDA gab gestern nachbörslich nach, befindet sich aber heute vorbörslich schon wieder im Plus. An einem Tag, an dem Russland interkontinentale Raketen zum Einsatz brachte, hat [Alyosha](#) die momentane Stimmung mit einem Substack-Post passend beschrieben:

*„Was ist hier los?“*

*Meiner Meinung nach sind in dieser unserer Blase Aktien die beste Absicherung gegen all unsere Mühen und Probleme. Trump, kein Problem, Aktien kaufen. Kamala Harris, easy peasy, Aktien kaufen. Laut Bloomberg von heute Morgen sind Aktien die beste Absicherung gegen einen schwachen und einen starken Dollar. Ja, NVDA hat im letzten Quartal nicht genug verdient, obwohl die Schätzungen pro Aktie übertroffen wurden, aber machen Sie sich keine Sorgen. Wall Street wird die Indizes kaufen und sie werden das Kreuz für Jenseits tragen.*



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Anderswo in der Welt sind die kuratierten Nachrichten jedoch von anderer Art. Raketen, die so genau sind, dass sie problemlos in London oder Paris landen können, werden vielleicht auf Piccadilly und den Place Pigalle gerichtet. Keine Bange, Leute! Wenn wir in die Hölle fahren, sollten wir Champagner mitbringen und Aktien kaufen.“ ([Market Vibes](#), Alyosha, Substack, 21NOV2024) – Dem habe ich nichts hinzuzufügen.

Wie schon im ersten Kapitel berichtet, hat sich 2024 bis Ende Q3 als sehr harziges Anlagejahr für den IASF erwiesen, eine Zustandsbeschreibung, die auch im Q4 Bestand hat. Die NAV-Entwicklung im Jahresverlauf zeigt die folgende Graphik am Beispiel der EUR-I-Anteilsklasse:



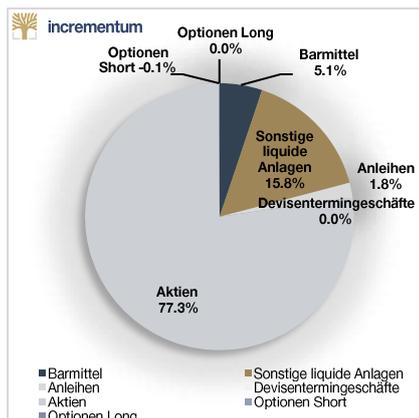
Seit den Rekordhochs von Mitte Mai befindet sich der IASF-Anteilswert in einem Abwärtstrend und fiel vom 12.-14. November sogar kurzzeitig in die Minuszone für das laufende Jahr, hat sich seitdem jedoch wieder erholt. Nach einem Minus von 1.07% im Oktober, hat der November per 20.11. ein weiteres Minus von 1.59% geliefert, sodass wir für das laufende Jahr nur noch ein bescheidenes Plus von 2.42% ausweisen.



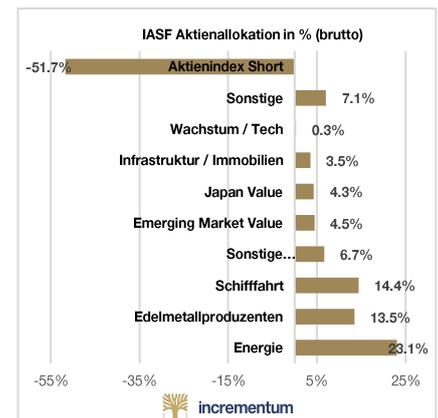


Die Unzufriedenheit mancher Anleger drückt sich dabei in erneuten Netto-Abflüssen aus, die allerdings bislang moderat ausfallen. Schließlich ist es dieser Tage doch so leicht Geld zu verdienen: Nvidia (+200% im Jahr 2024), Bitcoin (+130%), Tesla (+40%), Nasdaq 100 (+23%), am besten mit Leverage, da gehen die Preise immer nur nach oben... - Und unsere Konkurrenz ist da sicher dabei oder zumindest nicht so dämlich short zu gehen - und ETFs gibt's ja auch noch, da sind auch die Kosten niedriger...

Ich gebe gern zu, dass ich das momentane Finanzmarktumfeld als höchst frustrierend ansehe, und habe mich gerade deshalb über eine Reihe von aufmunternden und positiven Investoren-Feedbacks gefreut, die die jüngste Flaute auch für Aufstockungen genutzt haben. Das ist aus meiner Sicht der richtige Weg. - Aber eine solche Entscheidung muss jeder Anleger natürlich für sich selbst treffen. Ich kann nur sagen, dass ich an unseren Investmentprinzipien wie auch unserem -ansatz festhalten werde, da ich überzeugt davon bin, dass er langfristig weiter gute (und für mich als Anleger zufriedenstellende) Resultate liefern wird.



Q4 ist bislang ein Stück weit ein Spiegelbild der ersten drei Quartale 2024. Unsere Gesamtallokation hat sich im Jahresverlauf nicht stark verändert, und unsere Short-Positionen (51.7% der AuM, was einer 25.6%-Netto-Aktienallokation entspricht) haben uns weitere ca. 0.75% Performance gekostet.



Wenn man den IASF also mit anderen Anlagefonds seiner Art vergleicht, dann ist es wichtig zu realisieren, dass wir das diesjährige Ergebnis mit einer Nettoaktienquote von durchschnittlich ca. 30% erreicht haben (siehe dazu auch den Chart auf S.6). Diese vorsichtige Positionierung wird uns dann zugutekommen, wenn der Aktienmarkt seinen nächsten zyklischen Abschwung erlebt.

Persönlich habe ich das Gefühl, dass dieser schon begonnen hat, aber stehe damit wohl recht einsam da. Schließlich wissen nicht nur die Algos und KI-Berater, sondern jeder der die saisonalen Zyklen studiert hat, dass das Jahresende inkl. -wechsel eine der erfolgversprechendsten Perioden ist, um am Aktienmarkt investiert zu sein. Aber wenn das so ist, würde man dies rationalerweise nicht versuchen zu antizipieren?



Wie dem auch sei, mit einer negativen Performance der IASF-EUR-I-Anteilsklasse von ca. 2.6% im 4Q (bis 20.11.), und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass unsere Shorts dazu nur gut ein Viertel beitrugen, ist es klar, dass wir auf der Investmentseite ebenfalls Gegenwind hatten. Diesen erfuhren wir v.a. im Thema **SCHIFFFAHRT**, wo wir durchschnittliche Kursverluste von 14% hinnehmen mussten. Dies allein hat schon einen 2%igen Negativeffekt auf unsere Gesamtperformance gehabt. Das Thema leistet zwar auf Jahresbasis immer noch einen positiven Beitrag, aber die durchschnittlichen Total Returns unserer Titelselektion liegt nun nur noch bei ca. 7% für 2024.

Was hat zu den jüngsten Kursrückschlägen geführt? – Nun, die Frachtraten im Tanker- und Schüttgut (Dry Bulk-)Sektor sind weiterhin positiv und alle unsere Positionen sind profitabel und weisen positive Cashflows aus, auch wenn der Ausblick zuletzt zurückgestuft wurde.

| Dividend Yld | P/E Ratio | P/B Ratio | EV/Sales | EV/EBITDA |
|--------------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 8.73%        | 7.82      | 1.17      | 2.32     | 5.60      |

IASF-Schiffahrts-Portfolio, durchschnittl. Bewertungen

Zudem sind die Bilanzen unserer Holdings gesund und die Bewertungen attraktiv.

Warum hat es also so einen starken Rückgang gegeben, in den hinein wir aus Bewertungsgründen zuletzt wieder verstärkt gekauft haben? Ich sehe hier mehrere Gründe:

- **SCHIFFFAHRT** ist ein höchst zyklisches Geschäft und die Aktien im Sektor werden daher typischerweise gegen Ende eines Aufschwungs für den zu erwartenden Abschwung gepreist. Mit anderen Worten, die Bewertungen sind dann am niedrigsten, wenn das Geschäft am besten läuft. – Dies hat sich insbesondere im Tankermarkt ausgewirkt, wo der saisonale Winteraufschwung bislang ausgeblieben bzw. nur stockend in Bewegung gekommen ist. Dennoch bleibt dieses Segment des Marktes weiter sehr profitabel.
- Der Preisanstieg bei gebrauchten Schiffen ist zuletzt ins Stocken geraten und vereinzelt sind auch schon Preisrückgänge registriert worden. Damit ist der Rückenwind durch ständig steigende NAVs kurzfristig abgeflaut.
- Die Wahl Donald Trumps hat in den Augen des Marktes die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die beiden heißen Kriege (Russland-Ukraine sowie Israel-Iran (& Proxys)) zum Ende kommen. Wenn es den USA gelingt die Passage des Suez-Kanals wieder sicher zu machen, dann hätte das negative Auswirkungen auf die Transportstreckennachfrage und damit auf die effektive Nachfrage nach Transportkapazitäten und deren Preise. Dies wird mit der jüngsten Kurskorrektur zumindest teilweise schon eingepreist.

Das sind alles gute Gründe für Gewinnmitnahmen, aber sie annullieren nicht den Investment-Case, der durch die Preisrückschläge der vergangenen Monate wieder ein sehr attraktives Bewertungsfundament (NAV-Abschläge liegen im Durchschnitt bei mehr als 20%) bekommen hat. Die globale maritime **SCHIFFFAHRT** ist weiterhin ein sehr effektives Inflationsschutzthema, und wir halten daher an unserer grundsätzlichen Allokation fest.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Unsere **ENERGIE**-Allokation ist mit 23% das bei weitem größte Investment-Thema und unsere Titelauswahl weist inzwischen durchschnittlich einen positiven Total Return im 4Q aus (+1.1%). Das Argument für die hohe Gewichtung des Themas habe ich in den vergangenen Berichten immer wieder herausgearbeitet, deshalb fasse ich die wichtigsten Gründe in der Folge nur noch einmal kurz zusammen:

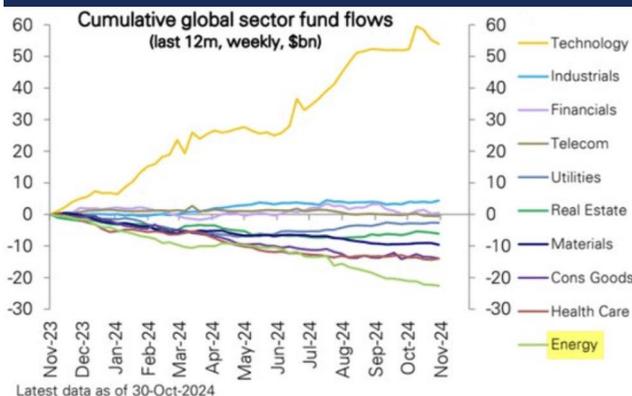
- Die Energienachfrage wächst weltweit weiter und wird noch immer hauptsächlich durch fossile Brennstoffe sowie Kernenergie befriedigt, was Rückenwind für u.a. Öl & Gas, Kohle und natürlich den Uransektor bedeutet.
- Wir erwarten die Entwicklung potenzieller Angebotslücken aufgrund unzureichender Ersatzinvestitionen (Globale Öl-Lagerbestände auf langjährigen Tiefstständen, Uranproduktion deutlich niedriger als zu erwartende Nachfrage, Kohle = uninvestierbar).
- Die spekulative Positionierung der Finanzinvestoren ist historisch vergleichsweise sehr negativ (zuletzt waren gar Net-Short-Positionen zu verzeichnen).



[Was trieb die Welt im Jahr 2023 an?](#)

Visual Capitalist, 11JUL2024

Cumulative Sector Fund Flows, TTM Ending Nov 1, 2024



Source : EPFR, Haver Analytics, Deutsche Bank Asset Allocation

Kumulierte Sektor-ETF-Flows, Quelle: Nicht bekannt

Die globalen Öl-Nachfrageschätzungen wurden z.B. zuletzt heruntergestuft, während OPEC über signifikante Angebotskapazitäten verfügt, die sie zurzeit dem Markt enthalten. Plötzlich scheint der Welt eine Öl-Angebotschwemme bevorzustehen, was sich auch in der negativen spekulativen Futures-Positionierung widerspiegelt. Dieses Narrativ in Verbindung mit anhaltenden ESG-Bedenken ist der wichtigste Grund für die anhaltenden Abflüsse an den Aktienmärkten aus dem Öl- und Gassektor. - Technologie ist „in“, Energie „out“.

Die Bewertungen im Sektor sind entsprechend niedrig und die Unternehmen zeigen sich insgesamt konservativ und anlegerfreundlich in ihren Kapitalallokationsentscheidungen. Wir sind daher davon überzeugt, dass das Thema schon bald wieder nennenswerte Ergebnisbeiträge liefern wird.





Brent-Ölpreis Future, [investing.com](https://www.investing.com), 22NOV2024

Zuletzt sind schon die Gasproduzenten in Schwung gekommen, während der Uransektor in einer Konsolidierung auf hohem Niveau steckt. Das gilt auch für den Ölpreis, wo das chart-technische Bild derzeit eher eine Fortsetzung des Abwärtstrends andeutet. Fundamental sehen wir dazu jedoch kaum Gründe und bleiben entsprechend exponiert.

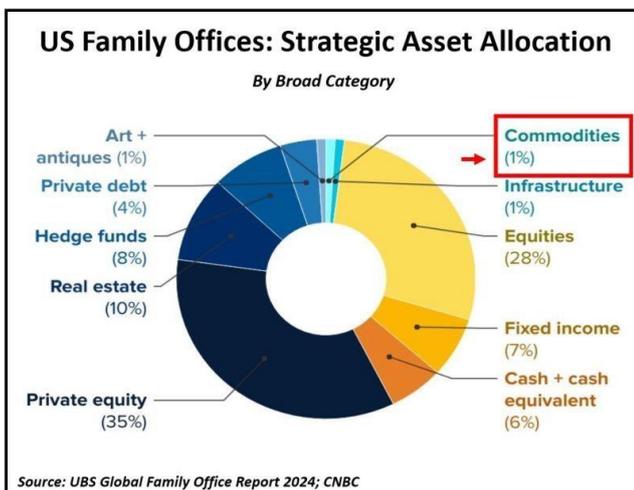
Unsere **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** hatten ebenfalls ein schwaches 4Q, mit einem durchschnittlichen Preisverfall von 5%.

Hierbei ist die Millionendividende von OCI (die Gesellschaft zahlte eine IASF-Rekord-Bardividende von EUR 1.289m, d.h. rund 60% ihres Börsenwertes aus) schon berücksichtigt. Das schlechteste Ergebnis warf dabei Glencore ab, die in der Folge eines eher enttäuschenden Trading Updates und gedrückt von einem fallenden Kupferpreis gut 10% nachgaben.



Kupfer Future, [investing.com](https://www.investing.com), 22NOV2024

Auch bei diesem Thema sind wir mit den unterliegenden Fundamentaldaten und Aussichten zufrieden. Beim Thema Rohstoffe ist zudem nicht zu vergessen, dass diese unter einem sehr starken USD gelitten haben. Dieser hat nicht zuletzt von der positiven Zinsdifferenz und dem Glauben an den „US-Exceptionalism“ profitiert. Erstere ist notwendig, um genügend ausländisches Kapital anzuziehen, um die Defizite der USA zu finanzieren. Letzterer ist kein Dauerzustand, sondern muss ständig politisch und fundamental rechtfertigt werden.



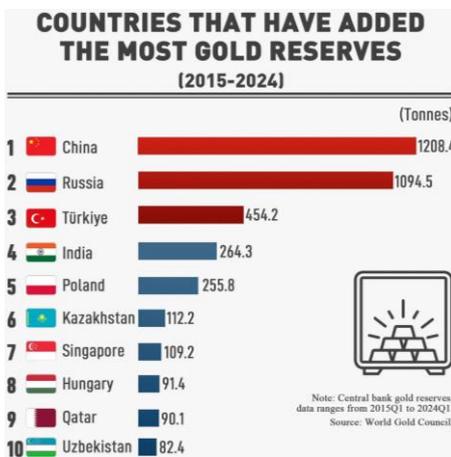
Source: UBS Global Family Office Report 2024; CNBC

Strategische AA, US Fos, Otavio (Tavi) Costa, [LinkedIn](https://www.linkedin.com), 3JUL2024

Das Rohstoffanlagen in der Investorengunst unter „Ferner liefern...“ zu finden sind zeigt die obenstehende Graphik. Da wir gerne konträr investieren, ist dies ein weiterer Grund in diesem Gebiet verstärkt nach Anlagemöglichkeiten zu suchen.



Zu den Rohstoffen zählen auch Edelmetalle, wie Gold (9.4% IASF-Allokation via physisch gedeckter ETNs), Silber (2.4%), Platin (2.5%) und Palladium (1.5%), die im 4Q und in EUR durchschnittlich 6.5% ansteigen konnten. 5.3%-Punkte davon sind allerdings auf den gestiegenen USD zurückzuführen. Zu unserer Edelmetall-Allokation gehören auch die **EDELMETALLPRODUZENTEN**, ein Korb von Aktien (13.5% der AuM), die im Durchschnitt (und in lokaler Währung, d.h. USD oder CAD) im 4Q 4% Verlust ausweisen. Der FTSE Gold Mines Index gab im selben Zeitraum 7.5% nach. Allerdings haben unsere Aktienanlagen in diesem Thema damit auf Jahresbasis im Schnitt immer noch einen 30%igen Total Return abgeliefert, mit dem wir außerordentlich zufrieden sind. Der Hauptteil unserer Allokation liegt hier in den großen Produzenten und Royalty- / Streaming-Firmen, wo wir auch recht aktiv im Verkauf von Optionen sind, aber wir haben auch einige Developer mit beigemischt.



@Mayhem4Markets, X, 2NOV2024



Die Fiskalischen und physischen Treiber unserer Goldpreisprognose, Goldman Sachs, 29OKT2024

Der Rückenwind für den Goldpreis basiert auf den anhaltenden Goldkäufen der (vor allem Emerging Market-) Zentralbanken (s. Chart der Länder oben links), die von 2015-24 das meiste Gold gekauft haben. Er basiert bislang nicht auf spekulativen oder gar langfristigen Anlagekäufen privater Anleger, wie der Chart oben rechts sehr schön zeigt (die Bestände der **Spekulanten** oder **Privatinvestoren** (via ETFs) haben sich in den vergangenen Jahren nur wenig verändert.)

Letzteres erstaunt, weshalb ich diese Betrachtungen mit einem Zitat von Tony Deden aus einem Beitrag mit dem Titel „Gold: Die widerstandsfähige Reserve“ abschließen möchte (wie immer meine Übersetzung):

*„Was Gold so attraktiv macht, sind die Risiken, die wir mit dem Besitz von Gold **nicht** eingehen. Für Gold sind keine Prognosen oder Mutmaßungen erforderlich. Die Risiken, die wir nicht eingehen, wenn wir Gold besitzen, könnten Bände füllen. Bei Gold gibt es kein Durations-Risiko, kein Kreditrisiko und kein Liquiditätsrisiko. Das Metall wird weder durch finanzielle Instabilität noch durch Staatsbankrott oder Chaos auf den Devisenmärkten in Bewegung gebracht. Es gibt keine Nachschussforderungen und keine Refinanzierungsrisiken.*

*Es besteht auch kein Risiko der technologischen Veralterung, des Schwunds, der Wertminderung oder des Verfalls, es benötigt keine preiswerte Energie, keinen billigen Kredit oder kostengünstigen Handel, um zu bestehen. Es bleibt unberührt von Ihrer nationalen Energiepolitik oder von wem Sie Ihr Gas kaufen oder wie viele Pipelines in Betrieb sind. Sie müssen für Gold weder das Licht anlassen noch es warm halten. Es gibt keine Finanzkonten, die man durchforsten muss, keine Bilanzen, die sich aufblähen, keine Cashflows, die schwinden, keine veralteten Bestände und keinen Druck auf die Gewinnspannen in schwierigen Zeiten. Es gibt keine Risiken in Bezug auf wichtige Arbeitskräfte oder Lieferanten, keine Wettbewerbsrisiken und kein Management, das seine Zukunft verspielt. Es hängt nicht von der Persönlichkeit, den Fähigkeiten oder dem Enthusiasmus eines Einzelnen ab. Es erfordert nicht das Vertrauen oder den guten Willen anderer. Man muss niemandem vertrauen, außer dass man es an einem sehr sicheren Ort aufbewahren muss.“ (@S\_Mikhailovich, X, 24OKT2024). – Mit anderen Worten: Gold ist Geld in seiner reinsten Form.*

Unsere weniger gewichtigen Investmentthemen...

- **EM VALUE:** 4.5% Allokation, durchschnittl. Total Return im 4Q bisher: -13%. (Hier endete das 3Q mit einer ausgeprägten Rally chinesischer Aktien, die für einen Augenblick den Anschein vermittelte, EM Aktien könnten aus ihrer Lethargie und Unterbewertung ausbrechen, ein Ausblick der inzwischen wieder verschoben werden musste...)
- **JAPAN VALUE:** 4.3% Allokation, durchschnittl. TR im 4Q bisher: -1.9%. (Auch hier ist der Markt seit den Hochs vom Juli in eine Konsolidierungsphase eingemündet, die wohl für den Rest des Jahres anhalten wird.)
- **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN:** 3.5% Allokation, durchschnittl. TR im 4Q bisher: -2.0%. (Hier hat vor allem die VGP-Aktie, trotz guter 3Q-Zahlen, enttäuscht und das Gesamtergebnis ins Minus gedrückt.)
- **WACHSTUM / TECH:** 0.3% Allokation, durchschnittl. TR im 4Q bisher: -21%. (Dieses Thema ist so stark unterrepräsentiert, dass wir uns schon gefragt haben, ob wir es nicht einstellen sollen. Aber grundsätzlich glauben wir, dass es wert ist dieses Thema beizubehalten, und dass wir mittelfristig auch wieder neue passende Kandidaten finden werden.)
- **SONSTIGE:** 7.1% Allokation, durchschnittl. TR im 4Q bisher: -6.7%. (Hier war das Ergebnis überproportional von der schwachen Bayer-Performance (-35% nach enttäuschenden 3Q-Zahlen) geprägt, auf die wir auf S.7 schon beispielhaft eingingen. Wir halten hier mehr Negatives für eingepreist, als dies gerechtfertigt erscheint. Ohne Zweifel hat das Management eine große Aufgabe das Unternehmen wieder auf stabile Füße zu stellen und das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Turnaround-Stories erfordern immer Geduld, doch sehen wir die Zutaten dafür vorhanden. – Grundsätzlich sehen wir großes Potenzial in den Aktien dieses Thema, aber „Value“ ist zurzeit im Markt nicht gesucht.)

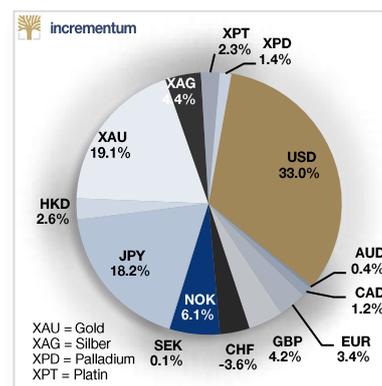
... haben leider auch keinen positiven Beitrag geleistet, und so erlebten wir einen November-Rückschlag, der bis zum 13.11. bei -4.8% lag, am 19.11. bei -2.2% und am 22.11., also dem Freitag vor dem Wochenende, an dem ich dieses Kapitel abschlieÙe, wohl knapp wieder ausgeglichen wurde.

Was kann ich noch sagen: Die Zeit, in der wir leben, ist geprägt von der Spekulation in wenigen „Kurs steigt-“ („Number Go Up“-)Anlageinstrumenten, während der große Rest des Marktes nur wenig Berücksichtigung von der vom Aussterben bedrohten Art der Investoren findet und damit großer Volatilität und Unberechenbarkeit unterliegt. Um es mit dem bekannten US-Fondsmanager [Ben Miller](#) zu sagen:

*„Es ist zurzeit einfacher, Portfolios zusammenzustellen, von denen man überzeugt ist, dass sie in den nächsten fünf Jahren gut abschneiden werden, aber es ist schwieriger, dasselbe für einen 6-Monats-Horizont zu tun. Mit anderen Worten: Volatilität ist der Preis, den man in diesem Markt für Rendite zahlt.“* (Ben Miller, zitiert von Samantha McLemore, [Patient Capital Management](#), 24FEB2017) – Viel hat sich seitdem offensichtlich nicht geändert.

Ich möchte hinzufügen, dass dies für Investoren eigentlich immer der Fall ist, denn eine gesunde Einschätzung der Fundamentaldaten einer Anlage wird sich auf längere Sicht mit größerer Wahrscheinlichkeit in der Einschätzung des Gesamtmarktes widerspiegeln als kurzfristig. Aber dies erfordert Geduld und Vertrauen in die Fähigkeit des Managers eine treffende Einschätzung seiner langfristigen Investitionen vorzunehmen. Wie schon im ersten Kapitel (S.4) im Hinblick auf eine kritische Überprüfung unseres Ansatzes aufgezeigt, war unsere Anlageselektion insgesamt und von ein paar enttäuschenden Ausnahmen abgesehen durchaus erfolgreich, und ich sehe keinen Grund, warum wir diesen Track Record in den kommenden Jahren nicht fortsetzen sollten.

Es bleibt noch ein kurzer Blick auf die Währungsallokation, die am 20. November wie nebenstehend aussah (wie immer auf „Look Through“-Basis, d.h. auf Basis der Einstufung des unterliegenden Geschäfts eines Unternehmens, nicht der Börsenquotierung). Hier hat uns im November die geringe EUR-Allokation geholfen, während wir von unserer USD-Allokation, wie auch unseren Edelmetallanlagen profitiert haben. Erstere beobachten wir genau, während letztere die langfristigen Gewinner gegenüber den Fiat-Währungen darstellen.





## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Wie üblich habe ich versucht auf den vorliegenden Seiten ein transparentes Bild unserer Arbeit abzugeben, damit IASF-Anleger (und die, die es potenziell werden wollen) verstehen wie wir investieren und was unsere Performance erklärt. Letztere ist in diesem Jahr eher etwas enttäuschend, aber das ist Teil des Geschäftes. Wir haben jedenfalls in diesem Jahr nichts anders gemacht als in den Vorjahren. Und ich weiß, dass diese Erfahrung von anderen aktiven, benchmark-unabhängigen Investoren geteilt wird. Selbst Warren Buffett hatte „harzige“ Jahre (2015: -12.5% für BRK vs +1.4% im S&P 500, oder 2020: +2.4% vs +18.4%) und gilt doch zu Recht als einer der besten Investoren aller Zeiten, wie ja auch der langfristige Track Record ([s. BRK Shareholder Letters](#), z.B. [2023, S. 17](#)) belegt.

Wir wollen uns damit keineswegs mit Warren Buffett vergleichen, sondern lediglich herausstellen, dass ein Benchmark-freier „Absolute Return“-Investmentansatz eben immer Ergebnisse liefern wird, die von den als Benchmark üblicherweise verwendeten Indices abweichen. Und so ergeben sich harzige, aber gelegentlich auch (positiv) explosive Jahre. Uns ist dabei wichtig, dass wir das liefern, was wir versprechen, nämlich eine aktive, „Absolute Return“-orientierte und Benchmark-befreite, globale Anlagestrategie, die eine Erhöhung der Kaufkraft der investierten Gelder über den Marktzyklus liefert. Dass dies kein linearer Prozess ist, oder einer der die breiten Aktienmärkte regelmäßig schlagen kann sollte nicht nur aufgrund der Mandatsbeschreibung offensichtlich sein.

Wenn es Anlegern an Geduld oder Vertrauen fehlt, dann müssen wir das selbstverständlich akzeptieren. Ich bin jedenfalls froh, dass wir eine starke langfristig orientierte Investorenbasis im IASF haben, und wünsche allen Touristen eine erfolgreichere Neuanlage und viel Glück und Erfolg mit den neuen Managern und Vehikeln. Und unseren Residenten danke ich für ihr Vertrauen und ihre Geduld.

Und damit möchte ich diese Ausgabe meiner Seasonal Reflections schließen. Wie immer freue ich mich über Ihr Feedback [per E-Mail](#) und danke allen meinen Leserinnen und Lesern für Ihr Interesse. Und in Anbetracht des nahenden Jahresendes wünsche ich Ihnen schon jetzt und von Herzen einen schönen Advent, frohe Festtage sowie einen guten Rutsch ins neue Jahr 2025.

Herzliche Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

**Hans G. Schiefen**

Partner & Fund Manager

Incrementum AG

Im alten Riet 153, 9494 Schaan (LI)

Tel.: +423 237 26 67

Mail: [iasf-info@incrementum.li](mailto:iasf-info@incrementum.li)

Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

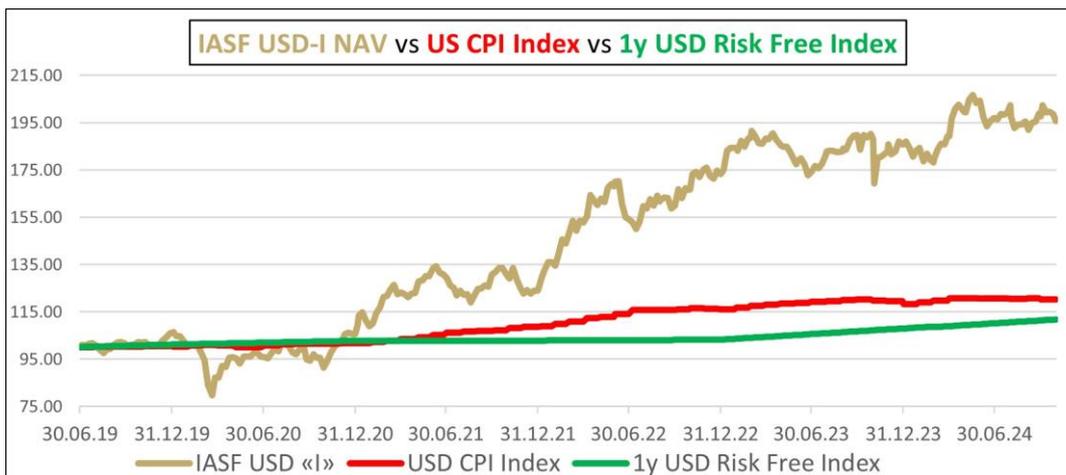
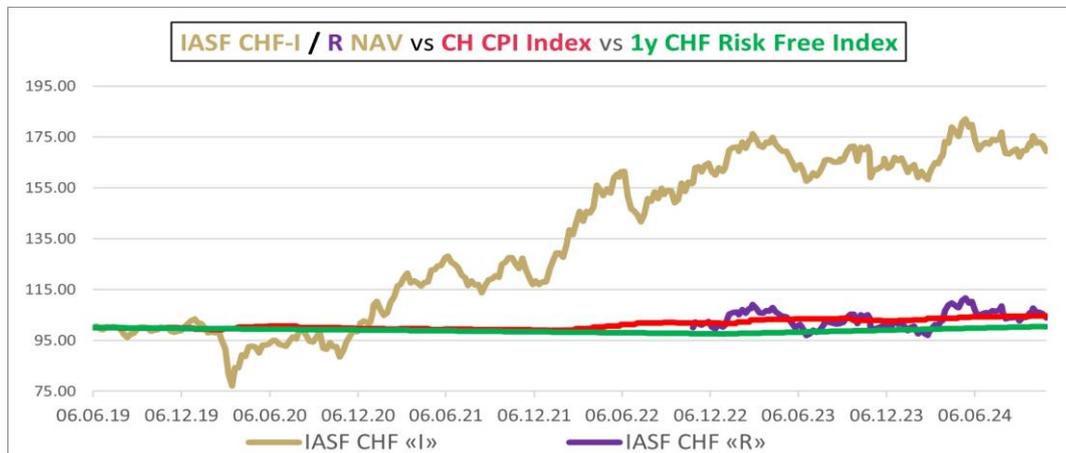
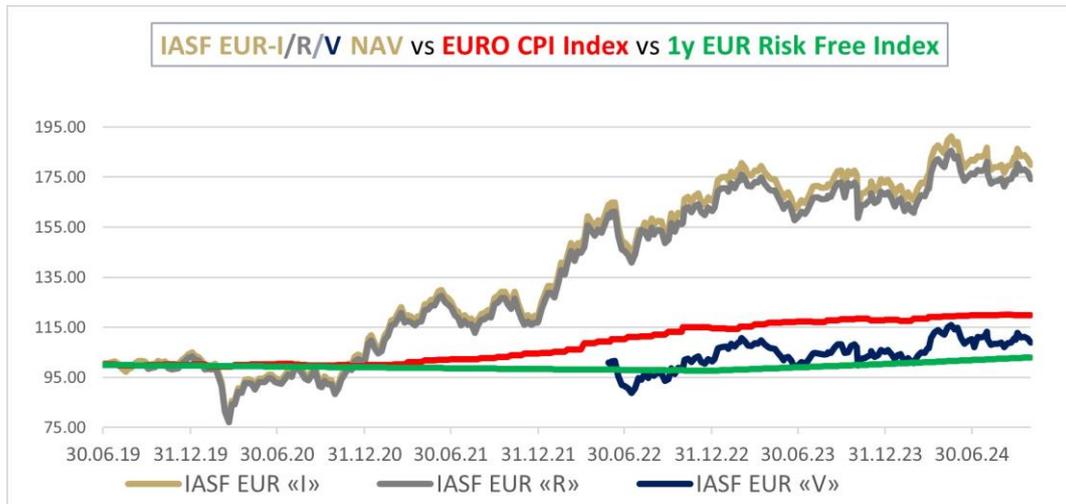




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Anhang



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31Okt2024), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile) auf indexierter Basis



## IASF – 8 Investment Lektionen des Portfolio Managers

1. Die Kapitalmärkte, wie auch die Wirtschaft, unterliegen saisonalen Zyklen, und man muss sich immer bewusst sein, wo man sich im Zyklus befindet und nie zögern "vorsichtig zu sein wenn andere gierig sind" (Warren Buffett)
2. Der Preis für ein Wertpapier bestimmt seine zukünftige Rendite, d.h. je höher der Preis und die Bewertung desto tiefer müssen die zukünftigen 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 Interessenskongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg; Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexible, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.

### Disclaimer

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

