

Liechtenstein, im Dezember 2016

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Freunde und Weggefährten, liebe Investoren!

Die letzten hektischen Termine werden noch wahrgenommen, die letzten Vorkehrungen für die Festtage noch vorgenommen und die letzten Geschenke besorgt. Draußen stieben vielleicht sogar die Schneeflocken und hüllen die Welt in eine weiße Decke, die jeglichen Lärm verschlingt; der Trubel der Vorweihnachtszeit ist vorüber, Familien kommen zueinander und verbringen gemeinsam das Weihnachtsfest sowie die letzten, stillen Tage des ausklingenden Jahres. **Die Ruhe dieser Tage gibt uns auch die Möglichkeit, mit etwas Abstand auf das vergangene Jahr zurückzublicken, das mit Sicherheit turbulent und lehrreich war.** Die Zeit rund um Weihnachten und den Jahreswechsel nehmen auch wir zum Anlass, um unsere Gedanken zu ordnen, in uns zu gehen, eine kritische Reflexion der Vergangenheit vorzunehmen und ein wenig an der Vision für unsere Zukunft zu schmieden.

Wie bereits vergangenes Jahr möchten wir Ihnen auf den folgenden Seiten unsere wichtigsten Gedanken hinsichtlich unserer Anlagestrategie, aber auch der Entwicklung der Incrementum AG vorstellen. Wir hoffen sehr, dass Ihnen die Lektüre unseres Investorenbriefes Freude bereitet!

2016: All About Politics!

Im Vorjahr hatten wir geschrieben:

„In der Geschichte gab es immer wieder Phasen, in denen profunde Umbrüche auf politischer, gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Ebene stattfanden. Dabei findet seit der Moderne eine enorme Beschleunigung statt – die Eskalationskurve einschneidender Ereignisse ist exponentiell: die Welt, wie sie heute ist, ist morgen schon ein Anachronismus. Vieles spricht dafür, dass wir auch aktuell vor deutlichen Umbrüchen stehen. Da es in unserer Tätigkeit als Fondsmanager besonders wichtig ist, solche Umbrüche zu erkennen, ist die Zeitdiagnostik für uns eine elementare Disziplin, um an den Veränderungen in der Welt erfolgreich teilzuhaben.“

Während im Jahr 2015 die relevanten Überraschungen für die meisten Marktbeobachter in erster Linie geldpolitischer Natur waren, ist das Jahr 2016 eindeutig ein Jahr der weltpolitischen Umbrüche gewesen. Zur Jahresmitte schockierte das Referendum im Vereinigten Königreich zugunsten des BREXIT die internationalen Märkte – wenngleich nur für kurze Dauer. Auch andernorts in Europa bereitet das Erstarken von Populisten Sorge über die Zukunft Europas und des Euros.

Doch für die wohl gravierendste Zäsur an den Märkten sorgte die Wahl des Immobilien-Tycoons Donald Trump zum nächsten US-Präsidenten. **Der 8. November 2016 macht eine grundlegende Neubewertung der Marktumstände erforderlich.** Nach einem populistisch geführten Wahlkampf müssen die Marktteilnehmer nun die weitreichenden Konsequenzen dieser Neuwahl evaluieren. Dies ist umso schwieriger, da vom künftigen Präsidenten **ein radikaler Kurswechsel auf allen politischen Ebenen (außen-, innen-, und wirtschaftspolitisch) versprochen wurde.** Problematischer Weise hat Trump jedoch seine Pläne im



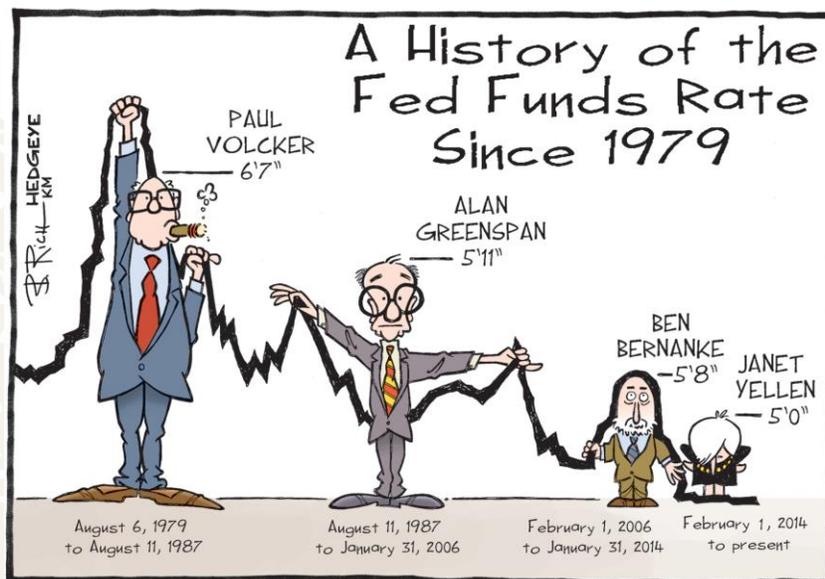
Wahlkampf nur mit äußerst unkonkreten Aussagen beschrieben – wahrscheinlich, da er sich selbst damals über sein Vorgehen im Falle eines Wahlgewinnes noch nicht im Klaren war.

Abgesehen von der Schicksalswahl in den USA – deren Konsequenzen wir uns später noch widmen werden – **ist davon auszugehen, dass sich das Stakkato der politischen Umbrüche auch im folgenden Jahr fortsetzen wird.** Nach dem jüngst gescheiterten Reformreferendum in Italien und den damit verbundenen Neuwahlen droht auch die Eurokrise wieder auf die Agenda zurückzukehren. Ferner gibt es unappetitliche Aussichten für die bevorstehenden Präsidentschaftswahlen in Frankreich und auch bei der deutschen Bundestagswahl 2017 bahnen sich Umbrüche hinsichtlich der politischen Kräfteverhältnisse an.

Die Begründungen für diese politischen Entwicklungen sind vielschichtig und multidimensional. Trotzdem sind wir der Meinung, dass es eine wesentliche, systemisch bedingte Kernursache dieser für die meisten Marktbeobachter überraschenden politischen Umbrüche gibt. Die „verblüffenden“ Wahlergebnisse in der westlichen Welt sind unserer Meinung nach keineswegs nur

Erzeugnisse populistischer Demagogen, sondern vielmehr kausal auf eine ökonomisch massiv auseinanderdriftende Gesellschaft und einen damit verbundenen Vertrauensverlust in etablierte Institutionen zurückzuführen.

Es gibt vereinfacht gesagt einen Teil der Bevölkerung, welcher sich aktuell als recht wohlhabend erachtet und trotz – oder gerade wegen! – der aufkommenden Zweifel hinsichtlich der Nachhaltigkeit unseres derzeitigen Wirtschaftens am Status quo festklammert. Jene Gruppe, bei



Quelle: Hedaeve

der aber das Gefühl der Unsicherheit und Ungerechtigkeit in Verzweiflung und Wut umgeschlagen hat, ist offen für die sogenannten Populisten – sowohl in der linken als auch in der rechten Ecke des politischen Spektrums.

Als eine Kernursache dieser gesellschaftlichen Polarisierung ist nicht zuletzt unsere derzeitige, nicht nachhaltige Geldordnung zu identifizieren. Als unser ungedecktes Geldsystem 2008 unter einer nicht mehr zu bewältigenden Schuldenlast erdrückt zu werden drohte, wurde das System durch eine „All-in-Reflationspolitik“ der Notenbanken in die nächste Runde gerettet. **Die geldpolitischen Maßnahmen gelten gemeinhin als Erfolg, selbst wenn Null- und Negativzinsen weiterhin vorwalten und nach wie vor Unmengen an Zentralbankgeld ex nihilo geschaffen werden. Vertraut man auf den gesunden Menschenverstand, so signalisieren diese Umstände doch deutlich, dass die Krise nicht bewältigt ist, sondern noch einiges im Argen liegt.** Dass die fragwürdige Behandlung des verwundeten Systems nicht ohne Nebenwirkungen bleiben würde, war abzusehen. Eine dieser Nebenwirkungen ist genau jene, die dazu führt, dass sich mehr und mehr eine *ökonomische Demarkationslinie* innerhalb der Bevölkerungen der westlichen Staaten abzeichnet.

Das Erbe von Richard Cantillon: Wohin der Honig fließt...

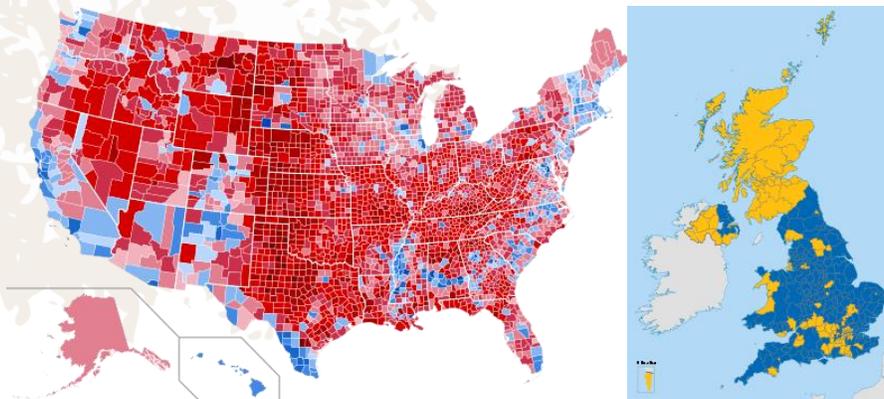
Vertreter der **Österreichischen Schule der Nationalökonomie** werden nicht müde, auf den sogenannten **Cantillon-Effekt** hinzuweisen. Für jeden, der diesen Wirkmechanismus einmal verstanden hat, sind die gesellschaftlichen Konsequenzen, die sich daraus ergeben, leichter nachvollziehbar. Doch was verbirgt sich hinter dem Cantillon-Effekt? Hierzu wollen wir gerne auf folgende Textpassage aus unserem Buch „Österreichische Schule für Anleger“ verweisen:

„Neu geschaffenes Geld wird weder gleichmäßig noch gleichzeitig auf die Bevölkerung verteilt. Das bedeutet, dass manche Geldnutzer von der Teuerung profitieren, andere darunter leiden. Die Geldausweitung ist ein Vermögenstransfer: Jene Marktteilnehmer, welche die neue geschaffene Kaufkraft früher erhalten, profitieren im Vergleich zu denen, die das neu geschaffene Geld erst später erhalten. Erstere können Konsum- bzw. Kapitalgüter noch zu relativ günstigen Preisen beziehen, Letztere erst nach erfolgter Teuerung. Steigt die Geldmenge in einer Phase geringer Wirtschaftsaktivität, so kann die Ausweitung der Geldmenge auch ohne Preisanstieg ablaufen. Allerdings erfolgt auch hier eine Umverteilung, wenngleich sie nicht unmittelbar ersichtlich ist: Die höhere Geldmenge verhindert, dass die Preise auf das Niveau absinken, das ohne Geldmengenvermehrung erreicht worden wäre. [...] Inflation wirkt wie eine regressive Steuer, welche durch den sogenannten Cantillon-Effekt die weniger vermögenden Bevölkerungsschichten tendenziell am härtesten trifft.“



Friedrich August von Hayek verglich den Cantillon-Effekt mit dem Gießen von Honig in eine Untertasse. Der Honig verteilt sich nur langsam von der Mitte hin nach außen. Übertragen auf die unterschiedliche Auswirkung von Inflation bedeutet dies, dass beispielsweise Städte oder Unternehmen, welche ‚nahe an der Geldschöpfung‘ liegen, von ihr profitieren. Sie erhalten das geschaffene Geld vor einem Preisanstieg in der übrigen Wirtschaft.¹

Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich kann man am regionalen Ausgang der Wahlergebnisse bzw. des Referendums abschätzen, wohin der Honig, der seit 2008 massenhaft ins System gepumpt wird, als erstes floss: Urbane Gebiete (insbesondere Finanzmetropolen) haben tendenziell deutlich von der Reflationierung der Geldmengen profitiert. Aber auch subventionierte Regionen erhalten durch die fiskalische Umleitung von Mitteln Zugang zum Honigtrog. Steigende Zinsen könnten den Nachschub verlangsamen und der „Trickle-down“-Blasenökonomie der vergangenen Jahre – mit schwerwiegenden konjunkturellen Konsequenzen – ein jähes Ende setzen.



Quelle: Wikipedia

¹ Vgl. Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation, S. 135 ff.

Trump: From Zero to Hero?

Vergangenes Jahr sind wir an dieser Stelle von einer deutlichen Abwertung des US-Dollars ausgegangen, da wir nicht damit rechneten, dass die damals angekündigten vier Zinserhöhungen im Jahr 2016 in den USA tatsächlich umsetzbar gewesen wären. Diese zum Marktkonsensus konträre Einschätzung erwies sich zunächst als goldrichtig. Der US-Dollar machte die Kehrtwende und der Goldpreis markierte ein prächtiges erstes Halbjahr. Diese Bewegung wurde mit dem BREXIT jedoch gestoppt und spätestens mit der Trump-Wahl umgekehrt.

US-Dollar-Index seit 2014



Quellen: Federal Reserve St. Luis; Incrementum AG

Bereits im Juni 2016 widmeten wir uns im Rahmen unseres zehnten „In Gold we Trust“-Reports ausführlich dem Phänomen Trump und hielten es für durchaus wahrscheinlich, dass dieser entgegen aller medialen Erwartungen das Rennen machen könnte. So haben wir dies auch als eine unserer zehn Thesen für das nächste Jahr an der Edelmetallmesse in München Anfang November 2016, also noch vor der Wahl, publiziert. Von der Wahl wurden wir also weniger überrascht als viele andere; die Reaktion der Märkte auf dieses Ereignis überraschte uns dann aber doch. **Warum hat der von den Märkten im Vorfeld der Wahl gescholtene Donald Trump nach seinem Sieg urplötzlich zu einer regelrechten Euphorie an den US-Aktien- und Devisenmärkten geführt?**

Wir führen dies in erster Linie auf die deutlichen politischen Mehrheitsverhältnisse der republikanischen Partei zurück, welche die US-Wahl mit sich brachte. Die Republikaner stellen in naher Zukunft nicht nur den Präsidenten, sondern verfügen zudem auch über die Mehrheit in beiden Kammern. Es gibt somit Hoffnung darauf, dass eine handlungsfähige, unternehmerfreundliche US-Regierung durch Steuererleichterungen und Deregulierung nach Jahren des unterdurchschnittlichen Wachstums nun in Kürze den Karren aus dem Dreck ziehen könnte und tatsächlich einen selbsttragenden Aufschwung generieren wird. In diesem Zusammenhang wird häufig der Vergleich der Ära Reagan mit der

anbrechenden Ära Trump bemüht. Aus unserer Sicht hinkt dieser Vergleich nicht nur, was die Persönlichkeiten der beiden Kandidaten angeht. Viel entscheidender ist: **Die ökonomischen Rahmenbedingungen, welche Reagan zu seinem Amtsantritt vorfand, waren geradezu konträr zu denen, die Trump nun vorfindet!**

Reagan vs. Trump: Die Ausgangsposition könnte nicht unterschiedlicher sein!



	Zu Beginn der Ära	Am Ende der Ära
Inflation (CPI):	14,8%	1,1%
Zinsen 10-jähriger T-Bonds:	10,7%	7%
S&P 500 P/E:	7,1x	22,4%
Staatsschulden:	0,8 Bio. US-Dollar	2,7 Bio. US-Dollar
Schulden/BIP:	30,8%	49,8%



	Zu Beginn der Ära	Am Ende der Ära
Inflation (CPI):	1,6%	?
Zinsen 10-jähriger T-Bonds:	2,1%	?
S&P 500 P/E:	20,4x	?
Staatsschulden:	19,8 Bio. US-Dollar	?
Schulden/BIP:	105%	?

Quellen: Wikimedia Commons, Grant Williams

Trump hat sich im Wahlkampf als Erlöser präsentiert, der die angeschlagene US-Wirtschaft bzw. das angeschlagene Land zu alter Größe führen will. Doch die Gründe für die gegenwärtige Stagnation liegen tiefer und eine Krankheit ist nicht allein dadurch gut behandelt, indem der Doktor gewechselt wird. „Lassen Sie mich durch, ich bin Präsident!“ – das ist die Aura des vermeintlichen Heilsbringers Trump. Und sein Rezept? **Das alte Lied von schuldenbasierten, fiskalischen Stimuli.**

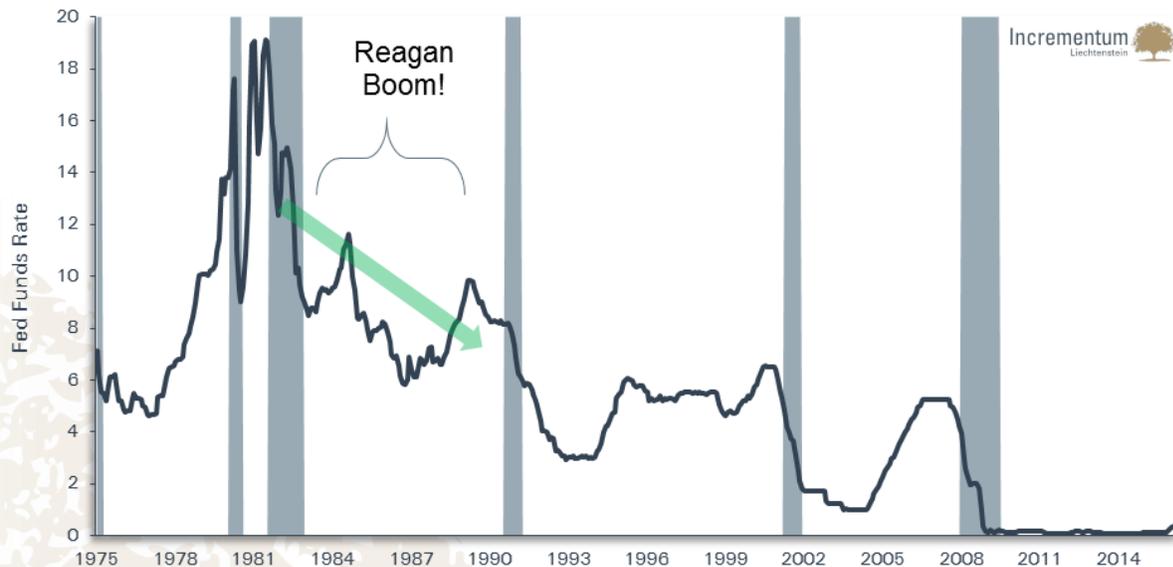
Der Plan sieht nach derzeitigem Ermessen eine steuerliche Entlastung von 500 Mrd. US-Dollar über die nächsten zehn Jahre vor. Doch Reagans Steuersenkungen zu Beginn der 1980er Jahre waren im Verhältnis zur damaligen Wirtschaftsleistung weitaus einschneidender. Und da die Verschuldung zu jener Zeit noch deutlich geringer war, dürfte das kommende „deficit spending“-Programm zu einer spürbar geringeren Steigerung der Wirtschaftsaktivität führen. Wie wir in unseren „In Gold we Trust“-Reports immer wieder aufgezeigt haben, wird durch die höhere Schuldenlast der Grenznutzen von fiskalischen Stimulierungsprogrammen sukzessive niedriger.

Die zentrale Frage lautet, wie Trumps Konjunkturprogramm in Zeiten, in denen das Staatsdefizit Ausmaße erreicht hat, die jegliche Erwartungen gesprengt haben, finanziert werden soll? Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass sich das vor einigen Monaten heftig diskutierte Helikoptergeld seinen Weg in die geld- und fiskalpolitische Praxis bahnen wird. Doch nachdem eine

zentralplanerische Geldpolitik die US-Ökonomie (wie andernorts auch) erst in die Misere geführt hat, wird eine zentralplanerische Fiskalpolitik, die an diese Misere anknüpft, unserer Meinung nach maximal eine künstliche Verlängerung dieses Konjunkturzyklus bewirken können. **Eine Rezession wird in Trumps erster Amtsperiode unweigerlich eintreten!**

Ein möglicher Auslöser dafür könnte der starke US-Dollar sein, der derzeit nahe seinem 14-Jahres-Hoch gehandelt wird – bei einem chinesischen Yuan, der auf ein 7-Jahres-Tief gefallen ist. Bei Fortsetzung dieses Trends sind disinflationäre, wenn nicht gar deflationäre Entwicklungen zu erwarten.

Fed Funds Rate seit 1975: Reagan profitierte von fallenden Zinsen!



Quellen: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Vergleich der angehenden Trump-Ära mit der unter Präsident Reagan aufgrund der vorherrschenden Prämissen nicht angebracht ist. Der Wirtschaftsaufschwung unter Reagan von 1982 bis 1989 war der stärkste Aufschwung in der Geschichte der Vereinigten Staaten. Doch dieser vollzog sich in einem Umfeld fallender Zinsen und Inflationsraten. Direkt vor dem Aufschwung fanden zwei der stärksten Rezessionen überhaupt statt, welche für das System eine reinigende Wirkung hatten.

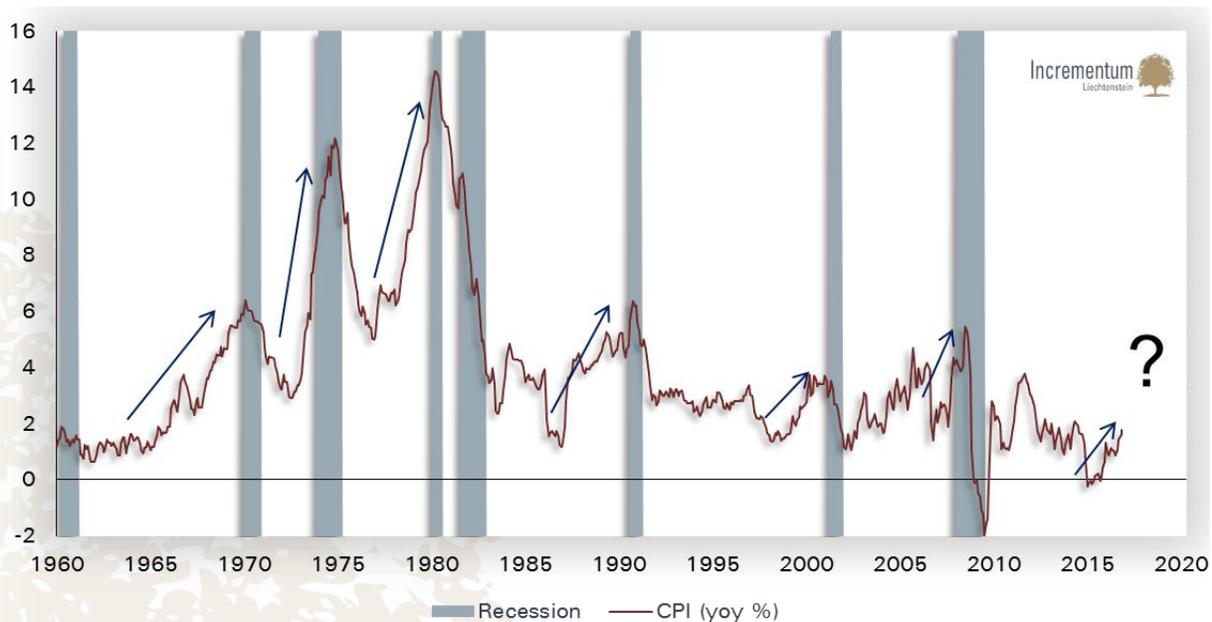
Heute befinden sich die USA in der zweitlängsten ökonomischen Expansionsphase seit dem Zweiten Weltkrieg. Zinsen und Inflation befinden sich nahe ihrer Tiefststände, **doch am langen Ende deutet sich gerade eine Zinswende an:** Sollte dieser Trend anhalten, könnte dies in den Emerging Markets oder in der Eurozone Staaten oder Unternehmen, die von niedrigen Zinsen oder einem billigen US-Dollar abhängig sind, schwer zusetzen. Eine in Übersee ausgelöste Krise an den Finanzmärkten hat jedenfalls das Potenzial, sich direkt auf die US-Wirtschaft auszuwirken. **Unsere Zuversicht, dass Trump das Ruder nachhaltig herumreißen wird, ohne dass zuvor eine bereinigende Rezession stattfindet, hält sich in Grenzen. Wir befinden uns in der Nullzinsfalle!**

Am Ende der Nullzinsfalle: Inflation

Seit über drei Dekaden herrscht nun ein fallender Inflations²- und Zinstrend im US-Dollar, der globalen Leitwährung, vor. Innerhalb dieses Superzyklus fallender Zinsen und fallender Inflationsraten lassen sich folgende zwei Beobachtungen feststellen: Zwischenzeitlich steigende Zinsen, angetrieben durch höhere Teuerungsraten, haben so gut wie immer

- 1) entweder Rezessionen in den USA zur Folge gehabt oder
- 2) Krisen in überschuldeten Regionen ausgelöst, gegebenenfalls mit überregionalen Implikationen und Feedback-Effekten für die USA.

Inflation (CPI) und Rezessionen in den USA



Quellen: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Weiters lässt sich feststellen, dass während dieses Zeitraums die Leitzinsen der US-Zentralbank nach jedem Konjunkturzyklus tiefer gesetzt wurden und die Gesamtverschuldung (bestehend aus Staats-, Unternehmens- und Privatverschuldung) exponentiell gewachsen ist. Wir unterstellen dieser Entwicklung eine krude, sich selbst verstärkende Kausalität, welche – logisch zu Ende gedacht – unweigerlich in eine Sackgasse mit nur einem Ausweg führt: **Ist eine Volkswirtschaft nach Jahrzehnten fallender Zinsen chronisch überschuldet und auf dem Nullzinsniveau angelangt, gibt es de facto keine Alternative mehr, als „zu drucken, bis die Inflation kommt“.**³

² Treue Wegbegleiter wissen, dass es richtigerweise „fallende Konsumentenpreisteuerung“ heißen müsste.

³ Wir widmen dieser Thematik unser kommendes Jahr erscheinendes Buch: *Die Nullzinsfalle – Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem.*

Während des fallenden Zinstrends läuft der Zyklus bei ständig steigender Verschuldung schemenhaft wie folgt ab:



Quelle: Incrementum AG

Die Frage welche sich bald stellen wird; kann die FED einen signifikanten Zinserhöhungszyklus durchführen, ohne die Finanzmärkte bzw. die Volkswirtschaft zu schädigen? Aus unserer Sicht wird sich im kommenden Jahr 2017 zeigen, ob die Abzweigung hin zur Stagflation genommen wird, oder ob noch eine weitere „herkömmliche“, deflationäre Rezession droht. Der Anstieg der Renditen in den USA wird aus unserer Sicht mit hoher Wahrscheinlichkeit der Auftakt für weitere Verwerfungen an den Kapitalmärkten sein, welche letztlich zur überfälligen Rezession in den USA führen könnten.



Könnte die gesteigerte Zuversicht nach der Trump Wahl die derzeitige Expansion nicht prolongieren? Möglicherweise schon! Unser Optimismus hinsichtlich einer nachhaltigen Wachstumsphase ohne einer hervorgegangenen benötigten bereinigenden Rezession ist jedoch enden wollend. **Insbesondere aufgrund der „known unknowns“, welche sich nicht gut mit steigenden US-Zinsen bzw. einem steigenden US-Dollar vertragen.** Da wären zunächst latente Probleme der altbekannten Dollar-Schuldner aus dem Emerging-Market-Bereich, welche direkt von einem gestiegenen US-

Dollar betroffen sind und durch steigende Renditen in finanzielle Bedrängnis geraten könnten. Andererseits können sich höhere US-Renditen auch auf die Renditen der Länder in der Euro-Peripherie niederschlagen.

Die nominalen Zinssätze für zehnjährige Anleihen sehen in Italien derzeit nicht signifikant unterschiedlich aus als in den USA. Es könnte sich auch durchaus rächen, dass viele Bankeninstitute Europas ihre

Hausaufgaben nicht gemacht haben und seit Jahren unterkapitalisiert sind. Auch eine Beschleunigung der Währungsabwertung in China mit kaum zu prognostizierenden Dynamiken könnte eine Konsequenz des wiedererstarkenden US-Dollars sein. Zu guter Letzt sei hier erwähnt, dass die Bewertungen von Aktien (aber auch Immobilien) maßgeblich vom herrschenden Zinsniveau abhängen, weshalb steigende Zinsen für sich genommen schon diese Anlageklasse weiter verteuern.

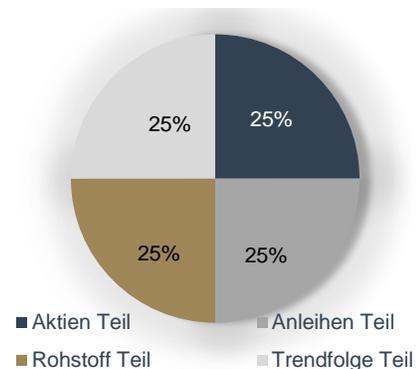
Sollte sich das lange Ende der Zinskurve in den USA weiter erhöhen, müsste die Fed dem entgegenwirken und die Erwartungen bzgl. weiterer Zinserhöhungen vom Tisch nehmen. Die Gretchenfrage wird im nächsten Jahr wohl lauten: **Kann der Zinserhöhungszyklus weitergehen, ohne Marktturbulenzen auszulösen? Und wird in dem Zusammenhang der US-Dollar noch stärker oder schwächt er ab?** Sollten Marktbeobachter beim nächsten Finanzmarktstress vermehrt zur Konklusion kommen, dass der Zinserhöhungszyklus zu Ende geht, könnte unserer Meinung nach die Weggabelung in Richtung Stagflation genommen werden. Inflationsraten von bis zu 4% halten wir ganz und gar nicht für ausgeschlossen.

Viele Zeichen deuten darauf hin, dass wir innerhalb der nächsten Jahre vor einem großen Umbruch im Finanz- und Währungssystem stehen. Wer sich frühzeitig damit auseinandersetzt, hat gute Chancen, gestärkt aus der Umbruchsphase hervorzugehen. Der Ökonom, Unternehmer und Publizist Roland Baader brachte dies wie folgt brillant auf den Punkt: **„Mitten im ausgelassenen Sommerfest beginnen die Feinfühligen zu frösteln“.**

In diesem Zitat finden auch wir uns selbst ein wenig wieder. Doch oftmals haftet uns von dieser Feinfühligkeit eine Spur zu viel des Guten an und wir beginnen deshalb zu früh zu frösteln. Das mag mitunter daran liegen, dass wir außerhalb der Herde stehen und die Abkühlung daher stärker empfinden als jene Marktteilnehmer, die noch von der Wärme irreführt werden, welche die Herde selbst absondert. **Doch auch wenn an den Finanzmärkten wieder oberflächlich eine gewisse Stabilität Einzug gehalten haben mag, so sind wir überzeugt, dass ein Zinserhöhungszyklus, der diesen Namen auch verdient, nach wie vor utopisch und die Stärke des US-Dollars befristet ist. Früher oder später wird das herrschende Nullzinsparadoxon auch von den Marktteilnehmern erkannt werden.**

Was bedeutet all das für unsere Investmentstrategie?

Nach Jahren der Nullzinspolitik haben sich Anleger rational auf die „Schöne neue Welt“ ohne Zinserträge eingestellt. Die Aktie wird nun vermehrt aus Cashflow- bzw. Dividenden-Überlegungen gehalten und gilt als alternativlos. Als Rentensurrogate müssen die naturgemäß illiquiden Immobilien herhalten, welche sich nun auch in Kontinentaleuropa mit zu den favorisierten Anlage- und Spekulationsobjekten entwickelt haben. Staatsanleihen selbst werden hingegen nicht mehr aus Renditeüberlegungen, sondern oftmals aufgrund von weiteren Kurssteigerungsphantasien gehalten.



Unserer Meinung nach sollten sich Investoren breiter diversifizieren, indem Anlageklassen aus alternativen, systemisch antfragilen Bereichen ins Portfolio inkludiert werden.⁴

Im Wertpapierbereich wollen wir vehement auf die gemeinhin unterschätzten Risikofaktoren Zins- und Inflationsrisiko hinweisen. Viele der erwähnten Adaptierungen der Anleger in Folge der Nullzinspolitik machen die Portfolios anfälliger auf die von uns erwarteten Inflationsschübe. Daher sollte ein ausgewogenes Portfolio zwar in jedem Fall auch über strategische Aktien- und Rentenallokationen verfügen, aber gleichzeitig muss ein ausreichender Schutz für unwillkommene Szenarien wie Teuerung oder Aktienmarktcrashes aufgebaut werden. Diese Gedanken fließen in die simple Portfoliokonstruktion des Permanent Funds ein, den wir zu Beginn von 2016 lanciert haben.

Generell halten wir derzeit viele der klassischen Anlagen für teuer bewertet. Für Aktien machen wir das u.a. mithilfe folgender Tabelle aus, die einen ganz guten Kompass für die Standort-Einschätzung darstellt. **Sehr geehrte Damen und Herren, wir überlassen die Einschätzung, ob der Markt sich eher in der rechten oder der linken Spalte befindet, gerne Ihnen.**

Markt nahe dem Low	Markt nahe dem Top
Unternehmen <ul style="list-style-type: none"> - Fast keine M&As - Fast keine IPOs - Fast keine Aktienrückkäufe - Dividenden und Investitionen werden gekürzt - Unternehmen setzen auf Entschuldung - Fast kein frisches Risikokapital - Viele Konkurse und Solvenzprobleme - Neubewertung finanzieller Assets und Abschreibungen 	Unternehmen <ul style="list-style-type: none"> - Welle an M&As und fremdfinanzierten Firmenübernahmen - Viele Ramsch-IPOs - Massive Aktienrückkäufe - Dividendenzahlungen werden seltener, Investitionsausgaben nehmen zu - Hoher Verschuldungsgrad - Venture-Kapitalisten werden als Helden gefeiert - Unzureichender Cashflow für viele Unternehmen, die aber Kredite erhalten - Buchhaltungspraktiken werden fraglich
Bewertungen <ul style="list-style-type: none"> - Geringes Kurs-Umsatz-Verhältnis und Firmenwert/EBITDA - PEs können verzerrt sein, viele sind sehr tief - Viele Unternehmen handeln unter ihren Buchwerten 	Bewertungen <ul style="list-style-type: none"> - Hohes Kurs-Umsatz-Verhältnis - CAPE Shiller PE ist hoch - Unternehmen handeln auf dem Vielfachen der Buchwerte
Volkswirtschaftliche Indikatoren <ul style="list-style-type: none"> - Lockere Geldpolitik seit mehr als 6 Monaten - Baugenehmigung nehmen seit mehr als einem Jahr ab - Ökonomische Indikatoren sind schlecht, zeigen aber auf längere Sicht Verbesserung an - Rezession wurde offiziell ausgerufen - Der ISM New Orders to Inventory steigt an 	Volkswirtschaftliche Indikatoren <ul style="list-style-type: none"> - Geldpolitische Straffung - Baugenehmigungen nehmen ab - Ökonomische Indikatoren drehen, die Aussichten trüben sich - Die meisten Ökonomen bestreiten die Möglichkeit einer Rezession - Der ISM-Einkaufsmanagerindex beginnt zu fallen - Der ISM New Orders to Inventory fällt
Markt <ul style="list-style-type: none"> - Weite Zinsspannen - Kredit ist knapp und nur für Schuldner mit hoher Bonität vorhanden - Margin Debt wird reduziert und fällt stark yoy - Häufig Verkaufspaniken / umfangreiche Verkäufe - Die Zinskurve wird seit Monaten steiler - Die Volatilität ist für lange Zeit sehr hoch - Der Markt ist bereits mehr als 20% eingebrochen 	Markt <ul style="list-style-type: none"> - Kreditspannen sind gering, aber sie dehnen sich aus - Viele Bonds haben schlechte Ratings, viele bewegen sich im Junk-Bereich - Margin Debt nimmt stark zu yoy - Häufig Tage, an denen „panisch“ gekauft wird - Die Zinskurve wird flacher oder fällt sogar - Die Volatilität ist gering, nimmt aber zu

⁴ Vgl. „In Gold we Trust 2016“-Report S. 117 ff

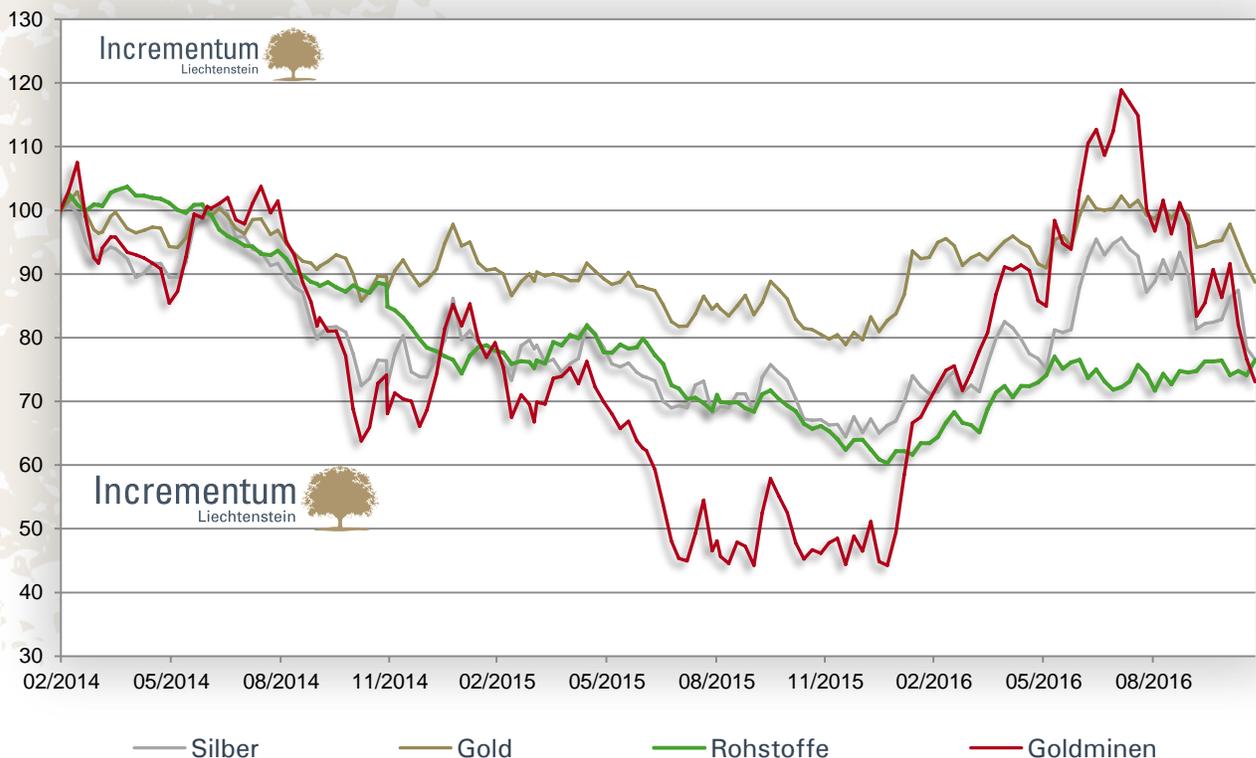
Sentiment	Sentiment
- Investoren sind vorsichtig bzw. nicht investiert	- Investoren suchen das Momentum
- Niemand ist bullish	- Bären haben das Handtuch geworfen
- Titelblätter sind negativ	- Titelblätter sind euphorisch
- Kunst und Luxusaktien sind im Keller	- Kunst- und Luxusmärkte florieren
- Das Konsumentensentiment ist negativ	- Das Konsumentensentiment beginnt von hohem Niveau zu fallen
	- Finanzmedien werden verstärkt konsumiert

Quelle: Jonathan Tepper, Variant Perception

Auch wollen wir Ihnen diesen Gedanken zum Thema Gold nicht vorenthalten: Es scheint, als ob die gemeinhin negative Korrelation zwischen Aktien und Gold derzeit extrem ausgeprägt ist. Insofern könnte der Tiefststand bei Gold mit dem Höchststand bei Aktien korrespondieren. Zu prognostizieren, wann dies eintritt, wäre unseriös und unmöglich. Wenn man bei seiner Portfoliokonstruktion daher etwas mitberücksichtigen kann, dann vielleicht folgende Weisheit von Perikles: „*Es kommt nicht darauf an, die Zukunft vorauszusagen, sondern darauf, auf die Zukunft vorbereitet zu sein.*“

Die Entwicklung inflationssensitiver Anlagen

Während die Medien zu Beginn des Jahres 2016 noch vor der großen Deflation gewarnt hatten, so machen sich nun mancherorts erste Inflationssorgen breit. Nach zahlreichen Baisse-Jahren gaben inflationssensitive Anlagen in der ersten Jahreshälfte 2016 ein kräftiges Lebenszeichen. Die Entwicklungen über das Jahr gesehen waren jedoch gemischt.



Quellen: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Gold und Silber stiegen in diesem Jahr um 7,1% und 17,3%, Goldaktien sogar um 40,3%⁵. Auch zyklischere Metalle wie z.B. Zink, Nickel, Kupfer oder Energierohstoffe (allen voran Kohle und Öl) haben zugelegt. Dies alles vollzog sich in einem Umfeld, in dem der US-Dollar auf ein 14-Jahres-Hoch kletterte. **Wir halten dies für eine erstaunliche Entwicklung, für ein Paradebeispiel eines Bullenmarktes, dessen Anfänge stets von der Mehrzahl der Investoren nicht wahrgenommen werden.**

Wie wir den Markt „lesen“, herrschen derzeit gleichzeitig zwei Dynamiken vor. Einerseits gewinnen die inflationären Kräfte still und heimlich die Oberhand, was sich generell sowohl im Rohstoffbereich als auch bei inflationsindexierten Anleihen nachvollziehen lässt. Allein aufgrund des Basiseffektes werden die Teuerungsraten nun ansteigen.

Andererseits wirkt der Anstieg der Renditen sowie das nochmalige Erstarren des US-Dollars bremsend auf den Nachschub für „weiteren Honig“ – um bei der weiter oben vorgestellten Inflations-Analogie zu bleiben. Die Gold- und Silberpreise haben einen „Trump-Slump“ durchgemacht, was im Normalfall als Warnsignal für die zukünftige Inflationsentwicklung zu werten ist. Unserer Einschätzung nach preisen die Edelmetalle ähnlich wie letztes Jahr derzeit eine Beschleunigung der Zinserhöhungen ein. **Ähnlich wie letztes Jahr denken wir, dass die US-Zentralbank auch nächstes Jahr diese Erwartungen nicht erfüllen wird.**

Deflationären Risiken gibt es nach wie vor zur Genüge: Eine wiederauflodernde Eurokrise in Kombination mit Bankenpleiten, ein Platzen der Immobilienblase in China oder das Eintreten einer US-Rezession aufgrund der gestiegenen Renditen – um nur einige zu nennen.

Wo die Reise hingeht, werden wir sehen. Wir achten in jedem Fall mit Argusaugen auf den US-Dollar-Chart⁶, dem wir aufgrund der derzeitigen, dollarzentrischen Währungsordnung so viel Wert beimessen. Bei einer deutlichen Wende und künftiger Dollarschwäche ist das Abdriften in Richtung Inflation bzw. Stagflation wohl sehr wahrscheinlich!



Entwicklungen innerhalb der Incrementum AG

Auch von dem, was unsere unternehmensinternen Entwicklungen im abgelaufenen Jahr sowie die geplanten Meilensteine für 2017 betrifft, wollen wir Ihnen ein wenig Einblick geben:

Ein wichtiger Schritt für die Entwicklung unserer Gesellschaft war die Aufnahme eines neuen Partners, Dr. Christian Schärer, der ein ausgewiesener Experte für Commodity-Aktien und die Strukturierung von Spezialmandaten ist. Das Aktionariat ist nunmehr auf vier Köpfe verteilt, sodass alle vier Partner (Stefan

⁵ Stand per 19. Dezember 2016

⁶ Z.B. den DXY Index, oder andere Währungskörbe

Kremeth, Dr. Christian Schärer, Ronald Stöferle und Mark Valek) jeweils 25% der Aktien halten. Zudem wurde Dr. Christian Schärer zum Präsident des Verwaltungsrates gewählt.

Über die Verwaltung von Anlagefonds und Spezialmandaten hinaus bietet die Incrementum AG seit diesem Jahr auch individuelle Vermögensverwaltung an. Neben einer Cashflow-orientierten Variante zählen auch fondsbasierte Vermögensverwaltungsdienstleistungen gemäß der Österreichischen Schule der Nationalökonomie zu unserem Angebot.

Auch personell konnten wir weiter ausbauen und den hochdekorierten Jean Eric Hiltbrunner als Advisor gewinnen. Zudem unterstützt uns unser ehemaliger Praktikant Marc Waldhausen seit vergangenem Jahr permanent im Bereich Research.

All dies hat uns dazu veranlasst, auch ein neues Büro zu finden, welches über einen wunderschönen Blick auf die Berge, großzügige Konferenzräume und eine hervorragende Infrastruktur für weitere Expansionspläne verfügt.

Ein weiterer Meilenstein war die Veröffentlichung des 10. „In Gold we Trust“-Reports, welcher insgesamt mehr als 1,7 Millionen Mal downgeloadet wurde. Im Zuge dessen konnten wir neue Premium-Partner für den Report finden und das Angebot weiter professionalisieren. Neben zahlreichen weiteren Publikationen (u.a. Chartbooks, Advisory Board Transcripts, Gastkommentaren etc.) haben wir etliche Vorträge im In- und Ausland (u.a. auf der *Precious Metals Summit* in Beaver Creek, der *Mines and Money* in London sowie auf der *Mint Directors Conference* in Bangkok) gehalten und einem breiten Publikum unsere Sicht auf die Finanzmärkte und unsere Investmentphilosophie vorgestellt. Zudem wurde Ronald Stöferle im 3. Quartal von Bloomberg zum „most accurate gold forecaster“ geadelt.

Weiters sind wir stolz über die Lancierung des ersten Permanent Portfolio Fonds in Europa. Wir haben das ursprüngliche Konzept von Harry Browne aufgegriffen, es auf Grundlage unserer Investmentphilosophie sowie der derzeitigen Marktbedingungen angepasst und gemeinsam mit unseren Partnern von der Kahlenberg Capital AG umgesetzt. Wir sind zuversichtlich, mit diesem Produkt in Europa einen Nerv zu treffen. **Im Bereich der „Special Mandates“, welcher von Dr. Christian Schärer betreut wird, werden wir demnächst einen Kreditfonds lancieren, welcher eine Brücke zwischen KMUs und Investoren schlagen wird.**

Aussichten für 2017

Ein Meilenstein im Jahr 2017 wird der Launch unserer neuen Webpage sein. Ein „Journal“, also eine Art Investment-Tagebuch, sowie eine verbesserte Darstellung aller Performance-, Allokations- und Risikokennzahlen unserer Investmentfonds sind hierbei in Planung.

Zudem werden wir den Austrian Economics Golden Opportunities Fonds umbenennen und mit dem neuen Namen „Inflation Diversifier Fund“ die Veranlagungsstrategie offenkundiger machen. Wir sind stolz darauf, dass die Depotbank des Fonds ab 1.1.2017 die renommierte Liechtensteinische Landesbank sein wird. Im Zuge dieser Umstellungen werden wir die Liquidität von wöchentlich auf täglich anpassen, um so den Kundennutzen weiter erhöhen zu können. Erfreulicherweise gelang uns dies im Rahmen noch günstigerer Depotbankkonditionen.

Nicht zuletzt wird im 1. Halbjahr ein neues Buch unter dem Titel *Die Nullzinsfalle – Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem* veröffentlicht werden. Der 11. Goldreport wird heuer etwas früher als gewohnt publiziert, vermutlich am 1. Juni.

Sie sehen also: Das vergangene Jahr war nicht nur in der Politik und an den Finanzmärkten ein Jahr der Veränderung, sondern auch bei uns. Wir sehen uns gewappnet für die weiter anstehenden Umbrüche und blicken der Zukunft frohen Mutes entgegen!

Schließlich glauben wir, es gibt eine Art ungeschriebenes Gesetz in unserer Branche, das es uns verbietet, Versprechen abzugeben. Die Zukunft ist nicht vorhersehbar – das gilt insbesondere für die Märkte und auch für unser Portfolio. Nichtsdestotrotz möchten wir Folgendes versprechen: **Niemand wird hingebungsvoller und härter arbeiten als wir und niemand wird sich mehr darum bemühen, Ihre Vermögen auf die gewissenhafteste Art und Weise zu verwalten, als wir!**

Wir hoffen, dass Ihnen die Lektüre unseres Investorenbriefes Freude bereitet hat. Wir freuen uns auf ein Wiedersehen und danken Ihnen, dass Sie uns auf unserem Weg vertrauen! Gerne werden wir Sie mit ruhiger Hand und klarem Blick durch die kommende Phase begleiten!

Nun wünschen Ihnen, Ihrer Familie und Ihren Kollegen ein gesegnetes Weihnachtsfest und ruhige, gemütliche und vor allem erholsame Feiertage sowie einen guten Rutsch in ein gesundes, glückliches und erfolgreiches neues Jahr!



Ronald-Peter Stöferle



Mark J. Valek