

2024 / 03

### ***Seasonal Reflections***

***The Common Knowledge Game  
(Das Spiel des Gemeinsamen Wissen)***

Liebe Leser,

mein Sommerfoto entstand am 13. Juli von einer Brücke über die Ill in Straßburg, Richtung Europaviertel, mit dem Europaparlament und den dazugehörigen Gebäuden im Hintergrund. Es war mein erster Besuch im Elsass seit 40 Jahren, und Straßburg ist eine schöne und prosperierende Stadt, die offensichtlich von ihrem politischen Geschäft profitiert. Sie belegt wie politische Macht mit üppigen Finanzbudgets einhergeht, die eine gute Infrastruktur, prächtige Konsulats- und moderne Verwaltungsgebäude hervorbringen.



Straßbourg, Ill & Europa-Viertel, 13JUL2024, HGS' Foto

Ich versuche mich hier weitestgehend von politischen Themen und Wertungen fernzuhalten, aber man kann sich schon fragen, ob die (europäische) Demokratie noch im Dienst des Volkes steht? Oder hat sie sich stattdessen in ein unabhängiges Mächtenspiel verwandelt, in dem Politiker und Bürokraten das Ziel verfolgen, ihre wie Pilze aus dem Boden schießenden und gut bezahlten Jobs zu rechtfertigen, indem sie sich immer tiefer in die Angelegenheiten ihrer Wähler einmischen, koste es, was es wolle, während die Durchschnittshaushalte darum kämpfen, über die Runden zu kommen? Schließlich kennen Bürokratien, nachdem sie einmal geboren sind, nur zunehmendes Wachstum...

Dies wird auch den europäischen Wählern immer deutlicher vor Augen geführt, denn ein Kernpunkt des Projekts der Europäischen Union (EU) scheint zunehmend darin zu bestehen, dass den nationalen Regierungen Macht und Autorität entzogen und stattdessen auf supranationaler Ebene in Brüssel und anderen politischen Zentren der EU ausgeübt werden.

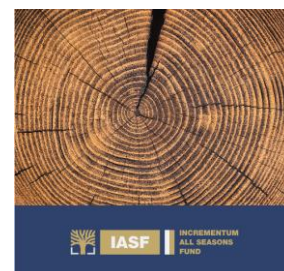
Aber nicht nur in Europa scheint die Demokratie immer weniger in der Lage zu sein, ein funktionierendes politisches System im Dienst des Volkes zu gewährleisten. Ich begann mit dem Schreiben dieses Berichts Mitte Juli, wenige Wochen nach der US-Präsidentschaftsdebatte vom 27. Juni, bei der ein 78-jähriger Ex-Präsident und verurteilter Verbrecher gegen den 81-jährigen Amtsinhaber antrat, dessen körperliche und geistige Eignung für das mächtigste politische Amt der Welt schon seit einiger Zeit zweifelhaft war. Der Titel dieser SR-Ausgabe wurde von einem großartigen Artikel des Gründers von Epsilon Theory, Ben Hunt, inspiriert, der als Reaktion auf diese Präsidentschaftsdebatte den Artikel „[Joe Biden And The Common Knowledge Game](#)“ schrieb. Common Knowledge (Gemeinsames Wissen) ist spieltheoretisch als das definiert, was jeder weiß, dass alle anderen wissen, ein Konzept das treffend in Hans Christian Andersens Märchen „[Des Kaisers neue Kleider](#)“ beschrieben wird.

Viele stellten sich sicher schon länger die Frage, ob Präsident Biden zu einer weiteren Amtszeit fähig sei, aber erst die Debatte machte dies zum Gemeinsamen Wissen, d.h. sie war der Moment in der alle erkannten, dass alle anderen es ebenso sahen. Und erst damit brach alle frühere Unterstützung für eine zweite Amtszeit Präsident Biden's weg. Infolgedessen wird seine Vizepräsidentin Kamala Harris nun versuchen, Donald Trump um das wohl mächtigste Amt in der Weltpolitik zu bringen, und was wie ein klarer Sieg für den MAGA-Prediger aussah, scheint nun wieder ein offener Kampf geworden zu sein, der wohl auch die Finanzmärkte im Laufe des Herbstes zunehmend beeinflussen wird.

Ein weiterer Augenblick des Gemeinsamen Wissens könnte dem jüngsten Ausverkauf von KI- und Big-Tech-Unternehmen zugrunde liegen. Dieser entstand in Folge einer zunehmenden Erkenntnis und Skepsis unter den Aktienmarktanlegern, dass die massiven Investitionen in LLM-getriebene KI (kurzfristig) keine hochprofitablen neuen Dienste und Anwendungen liefern werden. Falls dies so ist, dann steht uns ein unruhiger Sommerausklang und Herbst an den globalen Finanzmärkten bevor.

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

-	Seasonal Reflections – Format & Zustellung .....	S. 3
-	ipse se nihil scire id unum sciat .....	S. 4
-	Halbjahresbericht .....	S. 6
-	Sommerstolperer- oder mehr? .....	S. 11
-	Wie sind wir im <b>IASF</b> mit all dem umgegangen? .....	S. 21
-	Schlussbemerkungen .....	S. 37



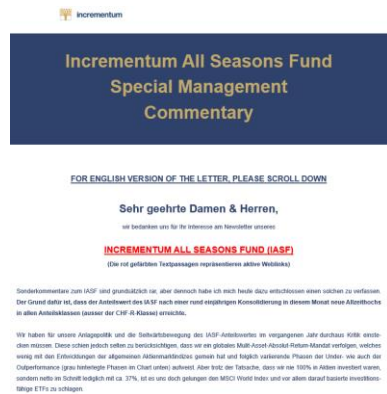


## Seasonal Reflections – Format und Zustellung

Das Schreiben dieses Investorenbriefs war mir schon immer wichtig, da er den Anlegern und interessierten Lesern einen regelmäßigen und umfassenden Einblick in unsere Überlegungen gibt, sowohl was die allgemeinen makroökonomischen und Finanzmarkt-Entwicklungen als auch die daraus für den IASF resultierenden Portfoliomanagement-Entscheidungen betrifft.

Die Herausforderung liegt dabei im eigentlichen Schreibprozess, denn die SR-Berichte umfassen in der Regel ca. 30 Seiten, und es kann bis zu zwei Monate dauern, bis sie fertig sind. Letzteres liegt daran, dass ich im Tagesgeschäft Fondsmanager und nicht Autor bin und mein Fokus daher darauf gerichtet ist, die bestmöglichen Anlageergebnisse für uns Anleger zu erzielen.

Folglich ist das Verfassen der Berichte ein recht fragmentierter Prozess, bei dem die Themen (vor allem zu Beginn des Prozesses) noch recht fließend sein können und der Input ständig aktualisiert werden muss. Während meines Sommerurlaubs habe ich daher erneut darüber nachgedacht, ob es nicht produktiver und effizienter wäre, kürzere und prägnantere Kommentare zu aktuellen Themen in unregelmäßiger und ad-hoc Weise zu schreiben.



Diese könnten auch im E-Mail-Format (hier links als Beispiel) erfolgen, insbesondere wenn wenige / keine Graphiken inkludiert sein müssen. Längere PDFs könnten weiterhin für halbjährliche Publikationen wie diese eingesetzt werden, die den offiziellen Verwaltungsbericht und andere Informationen zur Fondsverwaltung enthalten. – Ich würde dazu aber gern erst einmal das Interesse der Investoren abschätzen und bitte daher unsere geschätzten Leserinnen und Leser, mir ihr Feedback zu diesem Thema per [E-Mail](#) zukommen zu lassen?

Schlussendlich werden die **Seasonal Reflections** für Sie als (potenzielle) Investoren geschrieben, und daher ist es für uns wichtig zu verstehen, was Sie gerne wie erhalten und lesen würden, um ausreichende Klarheit und Transparenz über das Geschehen in und um den IASF zu erhalten. Daher danke ich Ihnen schon im Voraus für Ihr geschätztes Feedback.



SR 2024/02: 30 Seiten IASF-Info

## ipse se nihil scire id unum sciat

Dieser lateinische Satz, der übersetzt so viel bedeutet wie „Ich weiß, dass ich nichts weiß“, kommt mir beim Schreiben dieser Berichte häufig in den Sinn. Denn: „*Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg. Daher beachte sowohl makro- als auch mikroökonomische Aspekte, sei flexibel, sorgfältig, geduldig, sowie offen, und bedenke, dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.*“ (Abschliessende meiner „8 Investment Lektionen“, die im Anhang zu diesem Bericht aufgeführt sind).

Beim Investieren geht es darum, Informationen zu sammeln und auszuwerten. Dies gilt sowohl für die Makroebene, wo man versucht zu bestimmen, wie sich die Wirtschaft und ihre investitionsrelevanten Parameter entwickeln, wie auch für die Mikroebene, wo man einzelne Investitionen mit dem Ziel analysiert, herauszufinden, ob der Markt ein Wertpapier möglicherweise unterbewertet, sowie alle Aspekte dazwischen. Aber auch wenn man über umfassende Informationen verfügt, kann man nicht vorhersagen, wie sich diese auf die Preisbildung an den Finanzmärkten auswirken werden, da zusätzlich ein hohes Maß an Unsicherheit, Komplexität und Interpretation im Spiel ist. Und das ist es, was mich letztendlich zu der übergeordneten Schlussfolgerung hat kommen lassen.

Mein lieber Kollege [Stefan Kremeth](#), CEO der **Incrementum AG**, hat dies in seinem „[Stefan's Weekly](#)“ vom 9. August, das wie immer höchst lesenswert ist, angesprochen. Darin ließ er die Marktturbulenzen von Anfang August Revue passieren, als plötzlich „*Zinshoffnungen*“, die bis dahin die Wahrnehmung der Anleger dominiert hatten, von „*Rezessionsängsten*“ verdrängt wurden, die die stark gestiegenen Bewertungen an den US-Aktienmärkten in den Vordergrund rückten. Er wies dabei zu Recht darauf hin, dass Markteinschätzungen oft einem Herdentrieb unterliegen, und meinte es würde ihn nicht überraschen, wenn die Marktteilnehmer auf den Ausverkauf der vorigen Woche und des 5. Augusts zurückblicken und feststellen, dass sie möglicherweise übertrieben haben.

Ich stimme Stefan zu, dass das Anlagegeschäft, obwohl es akademisch rationales Handeln unterstellt, wie z.B. bei der [Markteffizienzhypothese](#), in Wirklichkeit sehr abhängig ist vom emotionalen Zustand der Anleger, oder wie ich es nennen würde vom Wechselspiel aus *Gier & Angst*.

Und in jedem dieser emotionalen Zustände interpretieren Anleger Informationen anders und können daher zu völlig unterschiedlichen Schlussfolgerungen hinsichtlich von Marktentwicklungen und Preisen kommen.



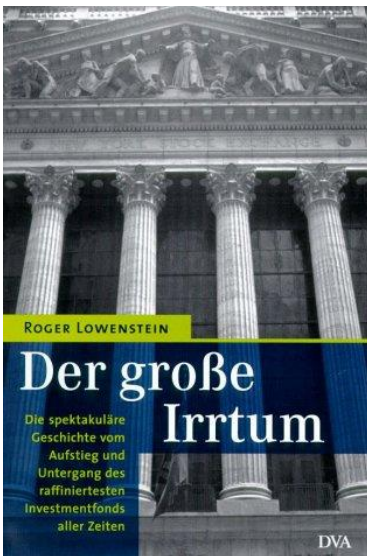
Gier & Angst an der Börse, @trader\_53, X, 27OCT2022

Dies erklärt auch, warum wir bei **Incrementum** nicht auf einer „Hausmeinung“ bestehen, sondern allen unseren Portfoliomanagern den Spielraum geben, sich ihre individuelle Anlage- und Marktmeinung zu bilden. Schließlich haben wir nicht nur unterschiedliche Mandate und Anlageprozesse, sondern sind auch von unterschiedlichen Erfahrungen geprägt und haben individuelle emotionale Konfigurationen, mit denen wir gelernt haben, das Auf und Ab der Märkte zu navigieren.

Deshalb glaube ich im Gegensatz zu Stefan nicht, dass die im Juli begonnene Marktkorrektur bereits vorüber ist, auch wenn der Monat August seit 1960 im Durchschnitt positive Renditen am US-Aktienmarkt geliefert hat, und dies besonders in Präsidentschaftswahljahren. Durchschnittswerte liefern uns Anhaltspunkte, verschleiern aber auch den Fall, der die Ausnahme von der Regel darstellt.



MSCI Welt Index, 12AUG2024, [Investing.com](https://www.investing.com)



[Amazon](https://www.amazon.de)

Was ich hier aber auch betonen möchte, ist, dass es ganz normal und keineswegs ein Zeichen mangelnder Sophistikation ist, unterschiedliche Ansichten über die Wirtschaft und die Märkte zu haben. Schließlich wissen wir nur sehr wenig sicher, und darüber hinaus haben wir es mit einem der komplexesten Systeme unserer Gesellschaft zu tun. Zudem sind es unterschiedliche Ansichten, die einen Markt ausmachen. Und da ich in meiner Zeit zahlreichen hochentwickelten und wissenschaftlich fundierten Investmentansätzen begegnet bin (erinnern Sie sich an [LTCM](https://www.ltc.com)?), von denen nur wenige die in sie gesetzten Erwartungen erfüllt haben\*, betrachte ich unsere gelegentlich unterschiedlichen Ansichten eher als Stärke, denn als Schwäche, da sie uns herausfordern, unsere eigenen Ansichten ständig zu überprüfen.

Für mich als professioneller Anleger sind meine eigenen Prozesse über die Jahre gereift und haben sich bewährt. Daher bin ich zuversichtlich, dass ich das **IASF**-Vermögen auch weiterhin mit einem konsistenten Ansatz sicher und zum Wohle unserer Anleger verwalten werde, ungeachtet unterschiedlicher interner oder externer Anlageansichten und -perspektiven, und sicher auch mit Perioden glänzender wie auch enttäuschender Performance.

\*Ich schließe hiervon alle Unternehmen aus, die in der Lage sind, Arbitragemöglichkeiten an den Märkten auszunutzen, d.h. z.B. High Frequency Traders wie Citadel, Tower Research, Two Sigma oder Virtu Financials.



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.

### Halbjahresbericht

Wie üblich hatte ich im Juli das Vergnügen, den Halbjahresbericht des **IASF** zu schreiben, der im Rahmen der regelmäßigen Berichterstattung des Fonds durch unsere Fondsleitung, IFM AG, vermutlich Ende August / Anfang September veröffentlicht wird. Da diesen Bericht wohl nur wenige Leser zur Kenntnis nehmen werden, möchte ich diesen hier mit Ihnen teilen:

*“Die erste Jahreshälfte 2024 hat einige, teils überraschende Entwicklungen mit sich gebracht. Geopolitisch gehört dazu der eskalierte Krieg zwischen Israel und Hamas, während Russlands Krieg in der Ukraine mehr in den Hintergrund gerückt ist. Da letzterer weiterhin hauptsächlich von Europa und den USA finanziert wird, beschleunigt dies den Trend zu neuen politischen Allianzen um China/Russland und den so genannten Globalen Süden und damit zu einer zunehmend multipolaren Welt. Als Folge nehmen die Spannungen zwischen den USA und China weiter zu, was sich in verschärfenden Handelskriegen äußert. Unterdessen signalisiert der politische Rechtsruck in Europa und der Linksruck im Vereinigten Königreich sowie die führende Position von Donald Trump im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahlen im Herbst die wachsende Unzufriedenheit in der breiten Bevölkerung, die das politische Etablisement satt hat. Diese Unzufriedenheit ist nicht zuletzt auf den rapiden Kaufkraftverlust zurückzuführen, den der Inflationsschub während der Covid-Fahre verursachte.*

*Wir haben schon lange argumentiert, dass wir uns in der Spätphase eines langfristigen Schuldenzyklus befinden, der durch die langanhaltende Null- und Negativzinspolitik weit über seine normale Lebensdauer hinaus verlängert wurde. Gleichzeitig hat sich angesichts der sich umkehrenden Globalisierung, der Verschlechterung des demografischen Profils in den entwickelten Volkswirtschaften und des anhaltenden Mangels an Investitionen in die Realwirtschaft und ihre Infrastruktur das einst gefeierte Ableben der Inflation als Gerücht entpuppt, das schon immer in die Kategorie des Wunschdenkens gehörte. Als Konsequenz darauf bleibt der Spielraum der Notenbanken, die Wirtschaft durch eine lockere Geldpolitik anzukurbeln, relativ eingeschränkt, da ihr offizielles Ziel im Erhalt der Geldwertstabilität besteht. Die schulden-finanzierte Fiskalpolitik ist derweil die Regel und hat wirtschaftspolitisch mittlerweile einen so dominierenden Einfluss, dass rasch zunehmende staatliche Interventionen an den Geld- und Anleihemärkten und schlussendlich die Einführung des gesamten Arsenal an Kapitalverkehrskontrollen angesichts der eskalierenden Staatsverschuldung nicht mehr allzu weit entfernt erscheinen.*

*Vor diesem Hintergrund zeigen die Finanzmärkte überraschend wenig Anzeichen erhöhter Risikoprämien. Die globalen Aktienmärkte werden weiterhin und zunehmend von US-Aktien dominiert, die inzwischen 72% des MSCI World Index ausmachen. Der nächstgrößte Markt ist Japan mit 5,7%... - Nach dem (vorübergehenden) Einbruch von Tesla (die Aktien des Unternehmens verloren im ersten Halbjahr 2024 20%) werden die US-Aktienmärkte nun von den Mag(nificent)6 (MSFT, AAPL, NVDA, AMZN, META, GOOG) dominiert, die stolze 21.5% des MSCI World Index ausmachen. Die Aktien von NVDA z.B. stiegen aufgrund der führenden Position des Unternehmens als Lieferant von wichtigen Chips für die KI-Revolution, und nachdem die übrigen Tech-Giganten und Aspiranten auf den KI-Zug aufgesprungen sind und Billionen von Dollar ausgegeben haben, im ersten Halbjahr 2024 um 150% an. Seit Anfang 2023 ist die Aktie gar um 745% gestiegen und war vor der jüngsten Korrektur für kurze Zeit sogar das wertvollste Unternehmen der Welt, (weit) wertvoller als der gesamte britische Aktienmarkt oder die gesamte Öl- und Gasindustrie.*

*Dies hatte das vorhersehbare Ergebnis, dass selbst Skeptiker und fundamental orientierte Anleger angelockt wurden, da der Verzicht einer Anlage in NVDA-Aktien (und denen seiner Mega-Cap Tech-Geschwister) schlichtweg ein zu hohes Karriererisiko bedeutet, da man andernfalls mit den breiten Aktienindizes und Benchmarks nicht mithalten kann. Immerhin waren die Mag6 für etwa zwei Drittel des 14.5%-igen Anstiegs des S&P500 im ersten Halbjahr und für erstaunliche 113% des Anstiegs im zweiten Quartal 2024 verantwortlich. Diese Tatsache deutet auf einen zunehmend enger werdenden Markt hin, der stark überbewertet ist und eine ernsthafte Korrektur immer wahrscheinlicher werden lässt. Denn wie Herb Stein einst sagte: "Wenn etwas nicht ewig so weitergehen kann, wird es aufhören".*

*Neben den US-Aktienmärkten hatten wir einen weiteren Star-Performer, den japanischen Nikkei 225, der im ersten Halbjahr um 18.3% zulegte, und zwar aufgrund eines deutlich schwächeren JPY (-14% gegenüber dem USD; -10% gegenüber dem EUR), was die reale Performance in ein nüchterneres Licht rückt. Unterdessen legte der europäische STOXX 600 um 6.8% zu, während der chinesische CSI 300 2.9% verlor. An den Devisenmärkten verlor der EUR gegenüber dem USD ca. 3% und der CHF gegenüber dem EUR gar 4% und korrigierte damit den starken Anstieg des letzten Jahres. Die globalen Anleihemärkte schwächten sich ab, da die Renditen 10-jähriger US-amerikanischer und deutscher Anleihen um fast 0.5% stiegen, wobei die Kredit-Spreads in Anbetracht des augenscheinlichen Verlusts wirtschaftlicher Dynamik immer noch erstaunlich eng sind. Rohstoffe schnitten insgesamt gut ab: Die WTI-Ölpreise stiegen um 13.8%, Kupfer um 12.5%, und auch die monetären Metalle legten zu (Gold +12.8%, Silber +22.6%).*

Wie hat sich der **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** vor diesem Hintergrund geschlagen?

Auf den ersten Blick war das Ergebnis zufriedenstellend, da die EUR-I-Aktien in der ersten Jahreshälfte um 5.19% zulegten. Den Hauptbeitrag dazu leisteten dabei unsere Aktienanlagen.

So stieg unsere Allokation zum Thema **ENERGIE** bis zur Jahresmitte leicht auf 23.5% an und warf dabei, angeführt von Golar LNG (+39%) und Technip FMC (+30%), insgesamt eine durchschnittliche Gesamtrendite von 9% (in lokaler Währung) ab. **EDELMETALLPRODUZENTEN** rückten mit einer Allokation von 14.4% (+2.4%-Punkte gegenüber Jahresende 2023) und einer durchschnittlichen Rendite von 10% auf den zweiten Platz unserer Aktienthemen, angeführt von Kinross (+38%). Unsere Gewichtung im Bereich **SCHIFFFAHRT** ging um 2.5%-Punkte auf 12.8% zurück. Bei einem durchschnittlichen Wertanstieg von 35% seit Jahresbeginn, angeführt von Stolt Nielsen (+67%), ist es offensichtlich, dass wir hier erhebliche Gewinnmitnahmen vorgenommen haben. **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** (6.6% Allokation; -1%-Punkt gegenüber dem Jahresende) notierten im Großen und Ganzen schwächer (durchschnittlich -5%), angeführt von Mosaic (-18%).

**EMERGING MARKET VALUE** (4.4% Allokation; -0.7%-Punkte gegenüber dem Jahresende) leistete ebenfalls einen negativen Beitrag (durchschnittlich -7.1%), angeführt von Ashmore Group (-22%), während **JAPAN VALUE** (3.8%; +1.1%-Punkte gegenüber dem Jahresende) in lokaler Währung durchschnittlich 19% zulegen konnte. **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** (3.1% Allokation, kaum verändert) erzielte eine durchschnittliche Gesamtrendite von 12%, angeführt von Vopak (+32%). Die Allokation zu **WACHSTUM / TECH** (1%) ist nach wie vor gering, da es schwierig ist, in diesem Sektor fundamental attraktiv bewertete Aktien zu finden, und in Ermangelung von Mag6-Titeln lag die durchschnittliche Rendite hier im ersten Halbjahr 2024 bei -6.2%. Die Allokation zu **SONSTIGE** war kaum verändert, aber schmälerte mit einer durchschnittlichen Gesamtrendite von -4% ebenfalls die Performance.

Was das Gesamtergebnis darüber hinaus erheblich negativ beeinträchtigte, war unsere Short-Position in US-Aktienindex-Futures, die uns rund 7% kostete.

Unsere **ANLEIHEN**-Allokation schrumpfte im ersten Halbjahr 2024 um 1% auf 3.4%. Das Anleihen-Portfolio besteht dabei aus auf USD lautenden Hochzinsanleihen mit einer durchschnittlichen Rendite von 9% und einer Duration von 2.5 Jahren. Unsere effektive Währungsallokation, die z.B. Unternehmen, die in USD bilanzieren als USD-basiert betrachtet, unabhängig davon in welcher Währung sie gehandelt werden, sah einen praktisch unveränderten USD/HKD-Anteil von 40%. Unsere Edelmetall-Allokation, welche ein Investment in Edelmetallproduzenten als Äquivalent für das von ihnen produzierte Edelmetall berücksichtigt, stieg um 3.5%-Punkte auf 29%, während wir den zunehmend unterbewerteten JPY-Wechselkurs dazu nutzten, um die JPY-Allokation mittels Devisentermingeschäften um 6%-Punkte auf 19% zu erhöhen. Der GBP-Anteil lag unverändert bei ca. 6% und EUR/CHF/NOK/SEK machten die verbleibenden Anteile aus.



*Aus Anlagesicht sind auch Dividendeneinnahmen in Höhe von 1.5% der durchschnittlichen AuM, Volatilitätsenerträge in Höhe von 0.8% und Zinserträge in Höhe von ca. 0.2% erwähnenswert, die zur Verbesserung des Gesamtergebnisses beigetragen haben. Darüber hinaus profitierten wir auch von der allgemeinen Stärke des USD und der Edelmetallpreise. Aus PM-Perspektive ist zudem noch zu bemerken, dass sich die Nettomittelzuflüsse im ersten Halbjahr 2024 auf -2 Mio. EUR beliefen. Erfreulich ist dabei, dass hierbei Nettoabflüssen von 6.6 Mio. EUR im ersten Quartal Nettozuflüsse von 4.6 Mio. EUR im zweiten Quartal entgegenstanden – ein Trend, der sich fortzusetzen scheint.*

*Zur Jahresmitte kommen wir nicht umhin festzustellen, dass Investieren wieder einmal extrem irrational geworden ist, da die Anleger amerikanische Large-Cap-Technologiewerte offenbar als einen der wenigen vermeintlich sicheren Anlage-Häfen betrachten. Dies ist nicht nachzuvollziehen, wenn man sich die zugrunde liegenden Bewertungen ansieht, die z.B. eine kaum noch wachsende Apple-Aktie mit dem 9-fachen oder Microsoft mit dem fast 15-fachen des Umsatzes bewerten. Derartige Bewertungen mögen für kleine und schnell wachsende Unternehmen gerechtfertigt sein, aber kaum für Unternehmensriesen, die Billionen von Dollar wert sind. Dies zeigt deutlich, dass diese Aktien zu reinen Momentum-Titeln geworden sind, bei denen steigende Aktienkurse zu wachsenden Investitionszuflüssen und Spekulationen führen. Da wir alt genug sind, um bereits während der Tech-Blase im Jahr 2000 als Investoren tätig gewesen zu sein, haben wir keinen Zweifel daran, dass "je höher der Anstieg, desto tiefer der Fall" auch hier irgendwann gelten wird. Selbstverständlich geben wir dabei gern zu, dass "irgendwann" ein ziemlich schwammiger Zeitbegriff ist. Gleichzeitig bitten wir unsere Anleger aber auch darum sich daran zu erinnern, dass alle unsere Anlageentscheidungen immer in Ungewissheit und ohne das bessere Wissen der Rückschau getätigt werden müssen.*

*Was den Ausblick aufs zweite Halbjahr angeht, argumentieren viele Ökonomen, dass angesichts der hohen Haushaltsdefizite eine Rezession so gut wie unmöglich ist. Doch die angestiegenen Zinsen, die den Gläubigern von Staatsschulden gezahlt werden, sind kaum stimulierend für die Realwirtschaft, an der wir die Inflation messen. Wir rechnen daher weiterhin mit einer Verlangsamung des Wachstums, da weite Teile der privaten Haushalte ihre frühere Kaufkraft noch nicht vollständig wiedererlangt haben und die Sparbeträge und Stimulus-Maßnahmen der Covid-Jahre langsam versiegen. Dies wiederum führt zu einer geringeren, aber im Vergleich zu den offiziellen Zielen immer noch erhöhten Inflation, was sich schließlich auch auf dem Anleihemarkt bemerkbar machen dürfte. Die jüngste Ausweitung der Spreads französischer Staatsanleihen könnte ein Zeichen dafür sein, dass die Anleger beginnen, höhere Risikoprämien für den Kauf langfristiger Staatspapiere zu verlangen, da der gesunde Menschenverstand erkennen sollte, dass diese nur in abgewerteten Währungen zurückgezahlt werden können. Gleichzeitig steigt der Druck auf die Zentralbanken, die kurzfristigen Zinssätze zu senken, um die eskalierenden Finanzierungskosten im Zaum zu halten, was zu erheblichen Turbulenzen an den Devisenmärkten führen könnte. Zusammen mit der Ungewissheit im Zusammenhang mit den US-Präsidentenwahlen im Herbst verspricht dies eine höhere Volatilität und damit höhere Risikoprämien.*

*Wir sind diesbezüglich jedoch überzeugt, dass wir auf derartige Probleme gut vorbereitet sind und sind weiterhin bestrebt, die Gelder unserer Anleger kurzfristig zu schützen, ohne die Chance auf attraktive reale Erträge auf mittlere bis lange Sicht aufzugeben.*

*Jeder, der über die vergangenen fünf Jahre im IASF investiert war, kennt unsere Erfolgsbilanz und weiß, dass wir als Co-Investoren ebenfalls viel zu verlieren haben. Für diejenigen, die erst seit kurzem dabei sind, können wir nur betonen, wie wichtig es ist, eine mittel- bis langfristige Anlageperspektive zu haben, einschließlich der dafür notwendigen Geduld. Aber unabhängig davon, zu welcher Gruppe von Investoren Sie gehören, danken wir Ihnen aufrichtig dafür, dass Sie uns Ihr Geld anvertraut haben, und wir versprechen Ihnen, dass wir unser Möglichstes tun werden, um unsere bisherige Ergebnisbilanz beizubehalten.”*

(Quelle: IFM AG, [Halbjahresbericht](#) Incrementum All Seasons Fund)

**Sommer-Stolperer – oder mehr?**

Ich schreibe diese Zeilen am 17. August nach einer Finanzmarktepisode, die inzwischen als unbedeutende Stimmungsschwankung der Anleger und reine Positionskorrektur angesehen wird.

Ein erster Blick auf den langfristigen MSCI World Index (USD)-Chart zeigt erstmal wenig Bemerkenswertes: Wer in den letzten 15 Jahren eine «Buy-and-Hold»-Strategie verfolgt hat, kann sich durch den schönen Aufwärtstrend in seiner Entscheidung nur bestätigt sehen.



Hier zeigen wir die 1-Jahres-Perspektive, die den VIX (Volatilitätsindex) oben und den Nasdaq 100 (NDX) als marktführenden Index unten zeigt: Der NDX sah am 10.7. bei 20690 seinen Höchststand und fiel in den folgenden 18 Tagen bis auf 17435 (am 5.8., -16%), als auch der VIX auf 65 anstieg, den höchsten Stand seit März 2020.

Letzteres entspricht einer nahezu panischen Marktstimmung, die von folgenden Faktoren ausgelöst wurde:

- ✓ sich verschlechternde Wirtschaftsnachrichten (enttäuschende US-Arbeitsmarkt- und ISM Manufacturing-Daten),
- ✓ schleichende Zweifel an der Substanz des KI-Narrativs (KI wird der nächste große Wachstums- (und Gewinn-) Motor für große Technologieunternehmen sein),
- ✓ und ein breiteres «Deleveraging», d.h. der Verkauf von Wertpapieren, um damit zusammenhängende Kredite zurückzuzahlen, ausgelöst durch die Auflösung von JPY-Carry-Trades.

Doch trotz dieser ungewöhnlichen Risikoauschläge scheint es sich oberflächlich nur um einen Ausrutscher gehandelt zu haben, denn sowohl der NDX als auch der breitere Aktienmarkt haben den Großteil der vorherigen Verluste bis in die letzte Augustwoche bereits wieder weitestgehend aufgeholt, während der VIX wieder auf seine früheren Tiefststände gesunken ist. – Also viel Lärm um nichts?

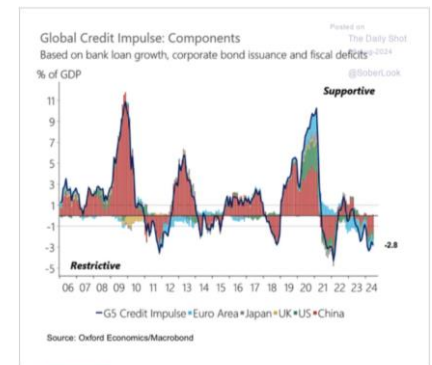
Brent Donnelly, der den ausgezeichneten Freitags-«Speedrun» für [Spectra Markets](#) schreibt, hat es so formuliert:

«Wir sind immer mehr und nicht weniger irritiert.

*Erst sah es so aus, als würden NFP, ADP, ISM Manufacturing und die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung auf eine deutliche Abschwächung des US-Arbeitsmarktes hindeuten, aber jetzt sieht es so aus, als wären wir zumindest teilweise vom Zufall getäuscht worden, da es einen großen Hurrikan-Effekt bei der Veröffentlichung der Arbeitslosenquote gab, die ISM-Dienstleistungsdaten hervorragend ausfielen, das GDP-Now der Atlanta Fed immer noch bei 2,9% liegt und die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung sich wieder nach unten bewegen. Wirtschaftswissenschaftler wünschten, sie könnten mit der vergleichbaren Leichtigkeit und wissenschaftlichen Genauigkeit von Wettervorhersagern arbeiten, aber das können sie nicht. Es gibt keine Wissenschaft. Nur Kunst.» (Brent Donnelly, [Spectra Markets](#), 9AUG2024)*

Amen!

Der erste der oben aufgeführten Gründe für den Markt-Stolperer, der für uns von zentraler Bedeutung ist, ist die Frage, ob sich die Weltwirtschaft in einem «Soft Landing» befindet oder ob ein zyklischer Abschwung, inkl. Rezession, zu erwarten ist. Die Befürworter des ersten Szenarios verweisen auf ein ordentliches Lohnwachstum und anhaltend starke schuldenfinanzierte fiskalische Impulse in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Befürworter des zweiten Szenarios wiederum sorgen sich über das schwächelnde Wachstum in China, die steigende Arbeitslosigkeit sowie den nachlassenden Kreditimpuls.



Globaler Kreditimpuls  
@albertedwards99, X, 26AUG2024



Die Gelddrucker (Money Printer Goes Brrrrr), [investing.com](#), 30APR2024

Mir persönlich fällt es schwer zu akzeptieren, dass der Konjunkturzyklus abgeschafft worden sein soll. Ich glaube auch nicht, dass die magische Geldmaschine der westlichen Regierungen (die Chinesen halten sich diesbezüglich zurzeit sehr zurück) unendlichen Wohlstand (und zwar ohne damit zusammenhängende Kosten) schaffen kann, aber bisher schein ich mit dieser Haltung recht einsam dazustehen.

Dennoch erwarte ich weiterhin ein allmähliches Abgleiten in Richtung Null- oder Negativwachstum (d.h. in eine Rezession), dem dann durch noch aggressivere fiskalische Impulse entgegengewirkt werden wird, um die Wählerschaft bei Laune zu halten. Diese anfängliche Wachstumsverlangsamung dürfte sich in einer Verschlechterung der Ertragsaussichten der Unternehmen niederschlagen, was traditionell zu fallenden Aktienkursen geführt hat.

Der zweite Punkt, der oben angesprochen wurde, nämlich ein mögliche Narrativwechsel und die Schaffung Gemeinsamen Wissens hinsichtlich des (überschätzten) Potentials der jüngsten Entwicklungen im Bereich Künstliche Intelligenz (KI) ist schwieriger zu bestimmen. Ich habe jedoch zuletzt einige Analysen gelesen, in denen die massiven Kapitalausgaben hervorgehoben werden, die erforderlich sind, um den Aufbau der KI-Infrastruktur zu ermöglichen, und in denen die Frage gestellt wird, ob sich dies auszahlen wird. Der entscheidende Punkt für diesen «Common Knowledge»-Moment könnte die Veröffentlichung der Studie [«GEN KI: ZU HOHE AUSGABEN, ZU GERINGER ERTRAG?»](#) von Goldman Sachs Global Macro Research am 25. Juni gewesen sein, in der Folgendes zu lesen war:

*«Tech-Giganten und andere Unternehmen werden in den kommenden Jahren mehr als 1 Billion Dollar für KI-Investitionen ausgeben, ohne dass sich dies bisher auszahlt. Werden sich diese hohen Ausgaben überhaupt jemals rentieren? Daron Acemoglu vom MIT und Jim Covello von GS sind skeptisch. Acemoglu sieht nur einen begrenzten wirtschaftlichen Nutzen der KI für die USA in den nächsten zehn Jahren, und Covello argumentiert, dass die Technologie nicht darauf ausgelegt ist, die komplexen Probleme zu lösen, die die Kosten rechtfertigen würden, die zudem möglicherweise nicht so stark sinken, wie viele erwarten.»*

GS ist eine hinreichend bekannte, führende Mainstream-Investmentfirma, um einen solchen Moment auszulösen, auch wenn sie ihre Wette im nächsten Atemzug abgesichert hat: *«Joseph Briggs, Kash Rangan und Eric Sheridan von GS sind jedoch optimistischer, was das wirtschaftliche Potenzial der KI und ihre Fähigkeit angeht, über die derzeitige ‚Hacke und Schaufel‘-Phase hinaus Renditen zu erwirtschaften, auch wenn die ‚Killeranwendung‘ der KI noch nicht aufgetaucht ist. Und selbst wenn dies der Fall sein sollte, gehen wir der Frage nach, ob die derzeitige Chip-Knappheit (mit Toshiya Hari von GS) und die sich abzeichnende Energiemangel (mit Brian Janous von Cloverleaf Infrastructure) das KI-Wachstum einschränken werden. Aber trotz dieser Bedenken und Einschränkungen sehen wir immer noch Raum für das Thema KI, entweder weil KI anfängt, ihr Versprechen einzulösen, oder weil es lange dauert, bis Blasen platzen.»* – Ich vermute, dass die Mag7 und andere Tech-Firmen, die alle stark in KI investieren, einfach zu wichtige Kunden sind, um etwas zu veröffentlichen, was ihren Aktienkursen schaden könnte...

Insgesamt enttäuschten die 2Q24-Ergebnisse der Mag7, was initial zu stärkeren Kurskorrekturen führte. Es begann am 23. Juli damit, dass Tesla die Erwartungen bei Gewinn, Margen und Cashflow verfehlte, während die Umsätze um magere 2% stiegen – wohl kaum eine Wachstumsrate, die eine Bewertung mit dem 8-fachen des Umsatzes und dem 60-fachen des Gewinns rechtfertigt.



Tesla (TSLA) Chart, [investing.com](https://www.investing.com), 22AUG2024



Amazon (AMZN) Chart, [investing.com](https://www.investing.com), 22AUG2024

Am 1. August berichtete dann Amazon enttäuschende Umsätze und Prognosen, und da die Aktien des Unternehmens mit dem 40-fachen der Gewinnschätzungen gehandelt werden, führte dies zunächst zu starken Kursrückgängen. Ebenfalls auf der schwächeren Seite standen Microsoft (KGV ~35) und Alphabet (besser bekannt als Google, KGV ~25) sowie Apple (KGV ~35), in dessen Aktien Warren Buffett's Berkshire Hathaway weiterhin sein Investment kontinuierlich abbaut.

Da Nvidia erst am 28. August berichtet, blieb Meta (PE ~25) in dieser Berichtssaison die Ausnahme. CEO Mark Zuckerberg gelang es die Vorteile von KI anzupreisen, obwohl sein CFO anmerkte, dass sie *«nicht erwarten, dass unsere Gen-KI-Produkte ein bedeutender Umsatztreiber im Jahr '24 sein werden, aber dass sie im Laufe der Zeit neue Umsatzmöglichkeiten eröffnen werden, die es uns ermöglichen werden, eine solide Rendite aus unseren Investitionen zu erzielen.»*



Meta (META) Chart, [investing.com](https://www.investing.com), 22AUG2024

All dies genügte für einen anfänglichen Kurssprung von 10% und neue Höchststände seither...

Damit leben wir weiterhin in einer Welt, in der alle Neuigkeiten gute für Big Tech sind, was auch dazu geführt hat, dass der Nasdaq 100 fast alle seine Verluste von Ende Juli / Anfang August wieder aufgeholt hat. Dennoch überzeugt mich das technische Bild nicht, und die Fundamentaldaten bleiben so herausfordernd und anspruchsvoll, wie ich sie je gesehen habe.



Nasdaq 100 (NDX) Chart, [investing.com](https://www.investing.com), 22AUG2024



Und als Investor bin ich davon überzeugt, dass wir alle irgendwann erkennen müssen, wie sehr sich diese ganze Big-Tech-Rallye von den Fundamentaldaten abgekoppelt hat. Wie Sven Henrich es kürzlich so treffend formulierte: «*feder ist long, und niemand ist short.*»

**Chart A13: Positions in US equity futures by Asset managers and Leveraged funds**

CFTC positions in US equity futures by Leveraged funds and Asset managers (as a % of open interest). It is an aggregate of the S&P500, DowJones, NASDAQ and their Mini futures contracts.



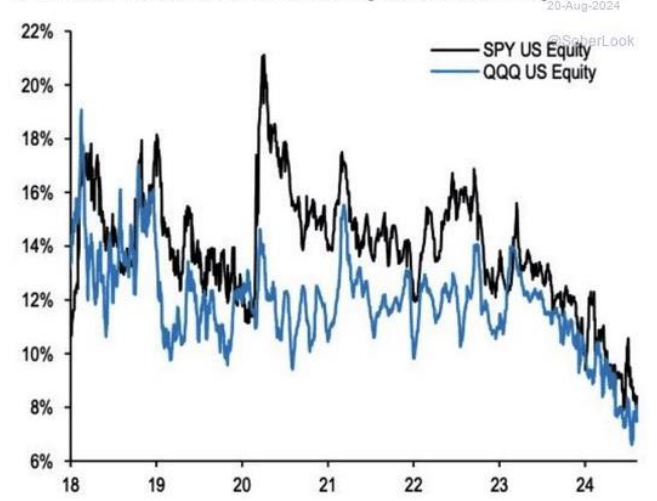
Source: CFTC, Bloomberg Finance L.P. and J.P. Morgan

Positionen in US Aktien Futures als % des Open Interest

@NorthmanTrader, X, 20AUG2024

**Chart A9: Short interest on the SPY and QQQ US ETF**

Short Interest as a % share of share outstanding. Last obs is for 9<sup>th</sup> August 2024.



Source: S3, J.P. Morgan

Short-Interest in S&P 500 und Nasdaq ETFs

Aufgrund dessen ist die Positionierung so einseitig, wie selten zuvor, und die Stimmung lässt sich am besten mit dem folgenden Kommentar aus [Barron's](#) vom 20. August beschreiben:

«*Der Nasdaq setzte ein Ausrufezeichen hinter seinen Tag, indem er in den letzten Minuten um weitere 0,4% zulegte. Mit 17.876,77 Punkten verließ er den Korrekturbereich so schnell wie seit 2011 nicht mehr. Unter Wall Street-Beobachtern gilt eine Korrektur als ein Rückgang von 10% gegenüber einem früheren Höchststand. Die Korrektur begann am 2. August, und der Kurs fiel bis zum 7. August weiter. Seit dem 7. August ist er nun um mehr als 10% gestiegen.*

«*Wie geht es mit dem Nasdaq weiter? Historisch gesehen, muss man jede Menge Grün erwarten. Laut Dow Jones Market Data gewinnt der Nasdaq im Durchschnitt eine, zwei, drei Wochen, einen, drei, sechs Monate und ein Jahr nach Beendigung einer Korrektur. Ein Jahr nach Beendigung einer Korrektur liegt der Index in 86% der Fälle im Plus und weist einen durchschnittlichen Gewinn von 23,6% aus. Nicht übel.*» ([Barron's](#) Review & Preview, 20AUG2024)

In der Tat: Nicht übel! – Und so wird heute investiert: Man blickt auf historische Handelsmuster zurück, und jede Ähnlichkeit oder jeder Durchschnitt ist bereits Grund genug die Preisdelle zu kaufen, vor allem wenn es um die schier unbesiegbar erscheinenden Mag7 und ihre aufstrebenden Tech-Kollegen geht, völlig losgelöst vom fundamentalen Hintergrund. – Da muss ich passen!



Hey Chat GPT, stell' dieses Gebäude fertig.... @hey\_madni, X, 1JUN2024

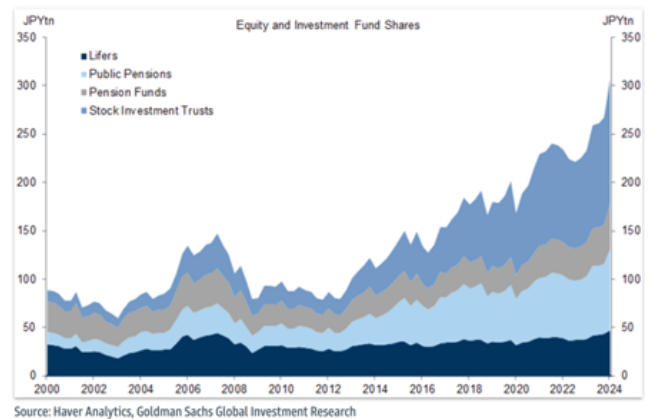
Verstehen Sie mich nicht falsch! Natürlich leben wir im digitalen Zeitalter. Und insbesondere die USA, die ihre Position als dominierende Weltmacht schwinden sehen, klammern sich an das Versprechen der Technologie, unser Leben, die allgemeine Produktivität und unsere Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Doch so sehr die digitale Welt unser aller Leben verändert hat, da wir zunehmend an unseren Smartphones kleben und in den Bann der sozialen Medien geraten, leben wir doch immer noch in der realen Welt. Nichts verdeutlicht dies besser als die nebenstehende Werbung. Selbst die Chips von Nvidia und die dazugehörigen Serverfarmen bestehen aus realen Materialien und benötigen Energie und Arbeit, um hergestellt und errichtet zu werden.

Die Technologiebranche ist nun schon seit langem der führende Sektor im Aktienmarkt, und deshalb bin ich der Meinung, dass sich die Anleger – wie immer – darauf konzentrieren sollten, wohin der Ball gespielt wird, und nicht wo er sich gerade befindet.

Wie dem auch sei, der letzte Punkt, der im Zusammenhang mit dem Sommer-Stolperer an den Finanzmärkten angesprochen werden muss, ist der JPY-Carry Trade.

Der Begriff «Carry Trade» beschreibt die Kreditaufnahme in niedrig verzinsten Währungen, mit dem Ziel den Erlös in höher verzinsten Währungen zu investieren, um die Differenz als (positiven) «Carry» zu verdienen. Wenn wir aber über den JPY Carry Trade sprechen, dann umfasst dieser m.E. weit mehr als diese simple Transaktion und betrifft damit auch weit höhere Beträge. So reichen die Schätzungen seriöser Quellen zum Volumen des JPY-Carry Trades von 3 bis 10 Billionen USD, wobei das rechts angeführte Beispiel nur das Engagement japanischer Anleger schätzt.

Exhibit 5: Holdings among key Japanese investors who typically leave at least some foreign assets unhedged stood at roughly ¥300tn (or nearly \$2tn) as of Q1 2024

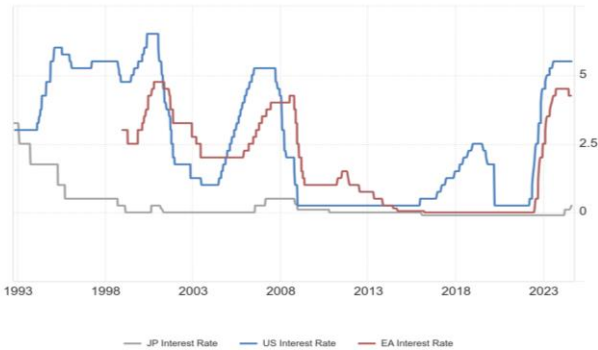


Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

Fremdwährungsanlagen japanischer Investoren, [Chartbook](#), Adam Tooze, 20AUG2024



Source: tradingeconomics.com



JPY, USD and EUR Leitzinsen, [Trading Economics](https://tradingeconomics.com)



USD/JPY Wechselkurs seit 1994 (Log Chart), [investing.com](https://investing.com)

Der Grund für dieses gigantische Volumen liegt darin, dass der JPY nach fast drei Jahrzehnten japanischer Nullzinspolitik (die BoJ senkte die Zinsen 1995 auf 0,5% und hat dieses Niveau seither nicht mehr überschritten) nicht nur eine sichere Bank für zinsgünstige Kredite (im Inland und im Ausland!) scheint, sondern auch japanische Sparer und Investmentpools zunehmend dazu verleitet hat, Geld im Ausland anzulegen. Und während in der ersten Hälfte dieses Zeitraums auf JPY-Schwächeperioden auch wieder ausgeprägte Stärkephasen folgten, geht es mit dem JPY seit seinen Höchstständen im Jahr 2012 fast nur noch bergab (in der Grafik oben rechts ist „schwächer“ höher, ähnliches Bild beim EUR/JPY).

Dies stellte auch eine zunehmende Verlockung für internationale Investoren dar, sich JPY zu günstigen Zinssätzen zu leihen und damit den Kauf von Vermögenswerten aller Couleur zu finanzieren. Versprach es doch nicht nur einen positiven «Carry», sei es bei festverzinslichen Wertpapieren, am Aktienmarkt oder auch bei der Anlage in Immobilien, sondern auch zusätzliche Wechselkursgewinne, zumindest da wo die JPY-Kredite zum Kauf von Fremdwährungsanlagen genutzt wurden. Für internationale Anleger war der JPY-Carry Trade aber auch zur Finanzierung von japanischen Aktienkäufen interessant, da dieser das Wechselkursrisiko eliminiert. Dies hat sicher auch den raketenhaften Anstieg des japanischen Topix in den vergangenen Jahren mit befeuert.



Japan's Topix Index, Reuters (der langfristige Chart verdeutlicht, wie der Topix an den historischen Hochs abgewiesen wurde und wie überzogen die jüngste Rally wohl war)

Zwischen dem 11. Juli und dem 8. August erlebte der Topix einen 25%igen Crash, was darauf hindeutet, dass der vorherige Anstieg der japanischen Aktien (teilweise) JPY-kreditfinanziert war. Die Ankündigung von Zinserhöhungen löste hier Gewinnmitnahmen aus, die sich schnell beschleunigten. Ähnliches könnte durchaus auch in anderen Anlageklassen erfolgt sein, und eine Aufwertung des JPY damit zu einem globalen «Deleveraging» führen.

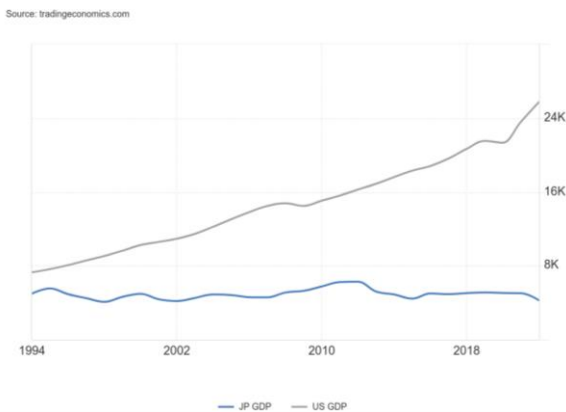
Aber was könnte ein solches globales Deleveraging-Ereignis auslösen, werden Sie sich fragen?

Nun, Japan's extrem lockere Geldpolitik mag dazu beigetragen haben, endlich aus dem deflationären Umfeld auszubrechen. Aber sie hat Japan auch ärmer gemacht, als man annehmen möchte, auch wenn dies im BIP-Chart rechts nicht gleich offensichtlich wird.



Japan, Reales Brutto-Inlandsprodukt (BIP) in Mrd. JPY, bis 1Q24, [St Louis Fed](#)

Betrachtet man jedoch das japanische BIP in USD und vergleicht es mit dem US-amerikanischen BIP, ergibt sich ein wahrhaft ernüchterndes Bild. Während nämlich das US-BIP (in USD) 1994 lediglich das 1,5-fache des japanischen BIP betrug, ist es heute sechsmal so groß. In der Tat ist Japan's BIP in USD heute niedriger als vor 30 Jahren.



BIP Japan & USA (in USD), [Trading Economics](#), 1994–2022

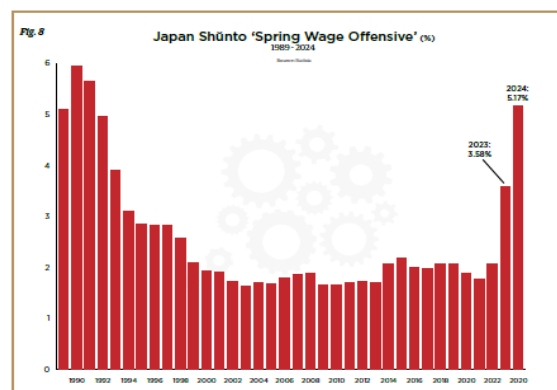


Source: The Bank for International Settlements and Amundi US as of Apr 30 2024. The real effective exchange rate is the weighted average of the individual exchange rates between Japan and its 27 main trading partners. Each bilateral exchange rate is weighted according to the proportion of the partner country's share of trade with Japan and is adjusted for inflation. [Please see Terms and Indices below for more information.](#) Data based on past performance, which is no guarantee of future results.

[Amundi Asset Management](#), 31JUL2024

Und das ist auf die dramatische Abwertung der japanischen Währung seit 2012 zurückzuführen. Diese hat gemessen am realen effektiven Wechselkurs («Real Effective Exchange Rate», REER), den die [Weltbank](#) als «nominalen effektiven Wechselkurs (ein Maß für den Wert einer Währung gegenüber einem gewichteten Durchschnitt mehrerer Fremdwährungen) geteilt durch einen Preisdeflator oder Kostenindex» definiert, seit Mitte der 90er Jahre fast zwei Drittel ihres Wertes verloren. Dies, meine Damen und Herren, ist der Unterschied zwischen «nominal» und «real», und ich bin sicher, dass das eine Lektion sein wird, die viele in Zukunft wieder lernen müssen.

Aber was sind die möglichen Konsequenzen daraus, werden Sie sich fragen?



JP Konsumentenpreise (CPI), jährliche Veränderung, [investing.com](https://www.investing.com) JP's Shūnto Lohnabschlüsse, [Things That Make You Go Hmmm...](#), AUG24

Ein Rückgang der REER eines Landes ist ein Anzeichen dafür, dass seine Exporte billiger und seine Importe teurer werden, was seine handelspolitische Wettbewerbsfähigkeit erhöht, aber auch die Inflation aufgrund höherer Importpreise anheizt. Dies hat dazu geführt, dass der Konsumentenpreisanstieg im vergangenen Jahr zum ersten Mal seit drei Jahrzehnten über 4% lag, und es scheint, dass man damit eine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt hat, wie das obige Diagramm aus [Grant Williams' hervorragendem TTMVGH-Newsletter](#) in diesem Monat veranschaulicht.

Die Entwertung der eigenen Währung vernichtet Kaufkraft, und ich bezweifle, dass selbst die traditionell stoischen Japaner dies klaglos hinnehmen werden. Aus diesem Grund hat die japanische Nationalbank vor kurzem ihren Leitzins auf 0,25% erhöht und scheint nach Meinung vieler Beobachter auf dem besten Weg zu sein, ihn in Richtung 2% zu erhöhen.

Immer noch nicht viel, werden Sie vielleicht sagen. Gleichzeitig werden jedoch die Zinssätze in den USA und Europa aufgrund der nachlassenden Inflationsdynamik sinken. In den USA wird erwartet, dass die Zinssätze Richtung 3% fallen werden. – Erinnern Sie sich an den «Carry»? – Statt einer Zinsdifferenz von 5% zwischen den US-amerikanischen und japanischen Geldmarktsätzen wird dieser voraussichtlich auf 1% sinken, was wenig Polster zur Kompensation von Wechselkursschwankungen und damit dem Risiko von Fremdwährungsanlagen lässt...

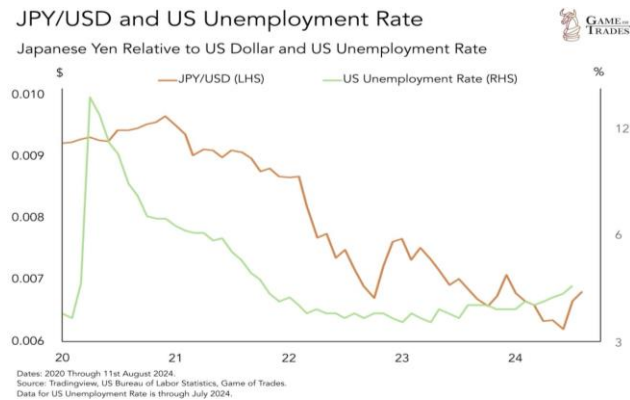
Ich erinnere mich noch gut daran, dass mir Japan Mitte der 90er Jahre, als ich nach Asien zog, zu teuer für einen Besuch war. Jetzt bemerken viele meiner asiatischen Freunde, wie preiswert Japan für uns als Ausländer geworden ist. – Wie wird sich das für Japaner anfühlen, die ins Ausland reisen wollen, oder ganz allgemein über die Werthaltigkeit ihrer Währung nachdenken?

Wie üblich neigen die Preise an den Finanzmärkten im Spannungsfeld von *Gier & Angst* dazu, in beide Richtungen zu übertreiben (ich weiß, das ist bei Tech-Aktien im Moment nur schwer vorstellbar), und daher glaube ich, dass die relative Aufwertung des JPY gegenüber seinen internationalen Fiat-Währungspartnern gerade erst begonnen hat. Sollten sich meine Erwartungen bewahrheiten, wird sich dies auf die internationalen Kapitalströme auswirken und den Deleveraging-Prozess beschleunigen, der im Juli dieses Jahres begonnen hat, und von dem ich erwarte, dass er sich über den jüngsten Sommer-Stolperer hinaus als problematisch für die Preise von Finanzanlagen erweisen wird.

Die Geschichte reimt sich bekanntlich, lässt dabei aber keine gesicherten Schlussfolgerungen zu. Dennoch ist folgendes bedenkenswert: *«Der japanische Yen ist kürzlich innerhalb von nur 5 Wochen um rekordverdächtige 10% angestiegen. Diese Art von Bewegung haben wir in den letzten 30 Jahren nur 2x erlebt: Sep 98 und Mär 08 ... In allen 3 Fällen folgten aggressive Korrekturen des US-Aktienmarkts: -20% im Jahr 1998; -60% im Jahr 2007; -10% (bis jetzt) im Jahr 2024.»*



@GameofTrades, X, 19AUG2024



JPY/USD & US Arbeitslosenquote, @GameofTrades, X, 19AUG2024

Ich weiss, dass ich nichts (mit Sicherheit) weiß, aber als fundamental orientierter Anleger wäre es unverantwortlich, diese Risikofaktoren nicht zu beachten. Geld ist an der Börse leicht verdient, aber oft schwierig zu behalten. Wie heisst es im nebenstehenden Cartoon: *«Ich wurde von den vielen Blasen abgelenkt, und habe den Rückgang der Flut nicht bemerkt.»* - In diesem Sinne kann ich nur zur Vorsicht raten.

@GameofTrades verweisen auch auf die enge positive Korrelation zwischen der US-Arbeitslosenquote (führend) und dem USD/JPY-Kurs. Und da erstere in letzter Zeit gestiegen ist und die so genannte Sahm-Regel auslöste, die besagt, dass auf einen Anstieg der US-Arbeitslosenquote von 0,5% in der Regel (und bisher immer) eine Rezession folgt, könnte dies zu weiterer JPY-Stärke führen, da japanische Anleger Gelder aus den USA repatriieren.



Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 13AUG2024

**Wie sind wir im IASF mit all dem umgegangen?**

Wir befinden uns nun in der letzten Augustwoche, und ich möchte Ihnen daher erläutern, wie wir aufgestellt sind und was sich seit unserem Halbjahresbericht auf Seite 6 bewährt hat und was nicht.



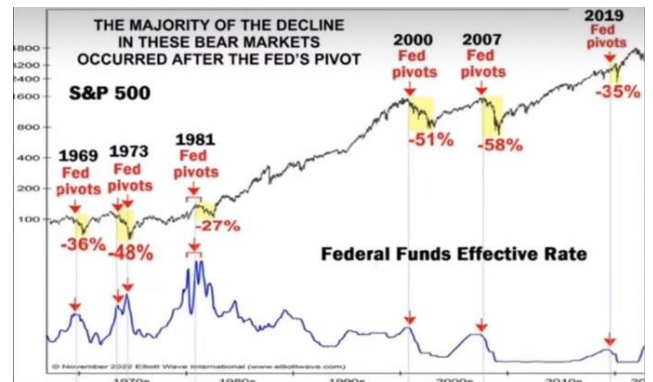
**Zur Erinnerung: Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder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

Gestern bestätigte der Fed-Vorsitzende Jerome Powell in seiner mit Spannung erwarteten Rede auf dem jährlichen Treffen der Zentralbanker in Jackson Hole, dass die Federal Reserve bereit ist, die Zinssätze zu senken.

Dies führte vorhersehbarerweise zu einer weiteren Erholung der Aktienmärkte (S&P 500 +1,2%), während die Renditen der 2-j. US-Staatsanleihen auf 3,91% fielen (und damit bei einer 10-j. Rendite von 3,8% eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve näher rückt) und der USD-Index um weitere 0,8% fiel. Die Aktienmärkte rechnen schon seit langem mit niedrigeren Zinsen, und es würde mich nicht überraschen, wenn sich dies als Fall von «*das Gerücht kaufen, die Tatsache verkaufen*» herausstellen würde.



S&P 500 (SPX), [investing.com](https://www.investing.com), 24AUG2024



S&P 500 und erste Zinssenkung der Fed, @StealthQE4, X, 11AUG2024

**James Aitken** James von Aitken Advisors hatte in einem Blogbeitrag dazu folgendes zu sagen:

*«Die Bereitschaft, nach dem grossen Stolperer wieder Risiken einzugehen, ist erstaunlich: Es ist fast so, als ob der Stolperer in allen Anlageklassen, vom Nikkei bis zu den Momentum-Aktien, nie stattgefunden hätte. ... Die beste Erklärung, die ich für diese bemerkenswerte Erholung gehört habe, lautet: 'Die Computer wollen ihre Aktien zurück.'»*



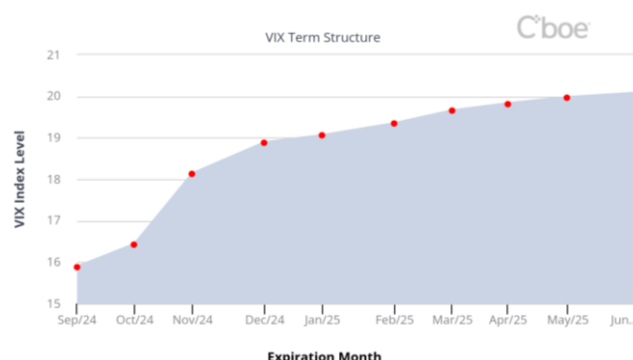
Im selben Beitrag schrieb [James](#) auch: «Die größte Herausforderung für Anleger in dieser lauten, allzu oft hyperventilierenden Welt („Sofortige Zinssenkungen!“, „Die BoJ ist an allem schuld!“) besteht darin, ruhig, zuversichtlich, energievoll, konzentriert, sachkundig, vorausschauend und stets in Kontrolle zu bleiben. – Das ist leichter gesagt als getan, und die letzten drei Wochen waren ein harter Test für diese Einstellung.»

Dazu kann ich nur sagen: Das ist immer die größte Herausforderung für Investoren! – Und das in dem Wissen, dass sie nur sich selbst kontrollieren können, aber nicht, wie sich der Markt verhält, denn das kann man einfach nicht im Voraus WISSEN.

Ich sage dies, um zu verdeutlichen, dass die Kunst des Investierens darin besteht, sich selbst zu kennen. Denn das Marktgeschehen erinnert einen immer wieder daran, dass man – egal wieviel Zeit, Mühe und Ressourcen man in das Sammeln und Auswerten von Informationen gesteckt hat – mit seiner Einschätzung und den sich daraus ergebenden Schlussfolgerungen dennoch oft falsch liegt.

Ein wichtiger Grund dafür ist, dass in unserer Welt des «passiven Investierens» die Auswahl von Wertpapieren auf der Grundlage einer Bewertung der ihnen zugrunde liegenden Cashflows und Vermögenswerte aus der Mode gekommen ist. Es ist kein Zufall, dass das Wort «investieren» heutzutage häufig durch das Wort «handeln» ersetzt wird. Ersteres beinhaltet die fundamentale «Bottom-Up»-Analyse eines Wertpapiers mit dem Ziel, herauszufinden, ob der Wert der durch das Wertpapier verbrieften Vermögenswerte höher ist als der gezahlte Marktpreis und ob es Ausschüttungen gibt, die den Inhaber für die Zeit entschädigen, die er darauf wartet, dass der Markt das Wertpapier effizient bewertet. Letzteres beinhaltet die Erkennung von Trends, die Suche nach technischen Signalen sowie nach Handels- und Kapitalflussmustern, meist in Verbindung mit Makroereignissen und -daten, um die Kapitalallokation in Indizes und (ihre) Derivate zu lenken, wozu Computer hervorragend geeignet sind.

Letzteres wird derzeit vom Short-Volatilitätshandel dominiert. Dazu werfen wir hier mal einen Blick auf die Terminstruktur der VIX (Volatilitätsindex; abgeleitet von der impliziten Volatilität von Optionen auf den S&P 500 Index) Futures. Die Kurve zeigt die Futures-Preise des VIX-Index für die verschiedenen monatlichen Verfallstermine und befindet sich meist in einem steilen Contango (d.h. aufwärts geneigt).



[CBOE VIX Futures Terminstruktur](#), 24AUG2024

Das bedeutet, dass man bei einem VIX-Spot-Index bei 15,86 und Oktober-/November-Futures von 16,43/18,13 einen positiven Carry von +3,5%/+12,5% erzielen kann, indem man den entsprechenden Future verkauft und auf den jeweiligen Verfallstag wartet, um ihn c.p. zum Kassakurs zu schließen. Natürlich bleibt der VIX-Spot selten unverändert, aber da sich die VIX-Futures-Kurve meist in einem sehr steilen Contango befindet, lässt sich damit mit der Zeit sehr gutes Geld verdienen.





SVXY, last 2 years, [investing.com](https://www.investing.com), 24AUG2024

Auf der Basis dieser Short-Volatilitätsstrategie hat sich der SVXY in den letzten zwei Jahren praktisch verdoppelt und ist die meiste Zeit über ziemlich stetig gestiegen. - Vielleicht sollten wir diesen Titel auch in das **IASF**-Portfolio mit aufnehmen...? - Aber ein Blick auf die langfristige Grafik sowie die Erinnerung an den **Volmageddon-Schock** von 2018 rückt die Dinge ins rechte Licht.

Den Beweis liefert der ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF (SVXY), der eine solche Strategie verfolgt, d.h. laut **ProShares** «bietet er ein Short-Engagement im S&P 500 VIX Short-Term Futures Index, der die Renditen eines Portfolios von monatlichen VIX-Futures-Kontrakten mit einem gewichteten Durchschnitt von einem Monat bis zum Verfall misst».



SVXY, last 10 years, [investing.com](https://www.investing.com), 24AUG2024

Das Risiko des Volatilitäts-Shorting wurde offensichtlich, als der SVXY von 2015 bis Februar 2018 um mehr als das 8-fache anstieg - nur um an einem Tag (5FEB2018) 90% zu verlieren. Einige gehebelte Short-Volatilitäts-ETFs gingen an diesem Tag sogar auf null. Ein weiteres kleineres Erdbeben ereignete sich im FEB 2020, als SVXY während des Covid-Crashes mehr als 75% verlor. Es handelt sich also kaum um eine «Investition» für Anleger mit schwachen Nerven, aber wenn Anleger von der *Gier* geführt werden, dann ist das scheinbar schnelle Geld und die Überzeugung, dass man schon rechtzeitig aussteigt zu verlockend und kann große Summen anziehen.

Im **IASF** gehen wir übrigens auch Volatilität short (d.h. wir verkaufen sie), z.B. beim Verkauf von Optionen. Allerdings tun wir dies nur auf vollständig gedeckter Basis, d.h. wenn wir Calls verkaufen, müssen wir den Basiswert besitzen, und wenn wir Puts verkaufen, müssen wir über das Geld verfügen, um den Basiswert zu kaufen.

Die Verkäufe von VIX-Futures, wie auch alle anderen Short-Volatility-Transaktionen, einschließlich der unzähligen strukturierten Produkte, die heute in der Vermögensverwaltungsbranche eingesetzt werden, senken die VIX-Preise bzw. Volatilität und führen zu einer aggressiveren Risikobereitschaft am Markt. Schließlich impliziert eine niedrigere Volatilität eine höhere Preisstabilität und ermutigt die Anleger daher, ihre Portfolios (mit Krediten) zu hebeln. Dies geschieht z.B. in so genannten Target-Volatility- oder Risk-Parity-Fonds, die alle die Volatilität als Richtwert für die Risikobereitschaft verwenden. Geringere Volatilität = mehr Risikobereitschaft: Was kann da schon schiefgehen?



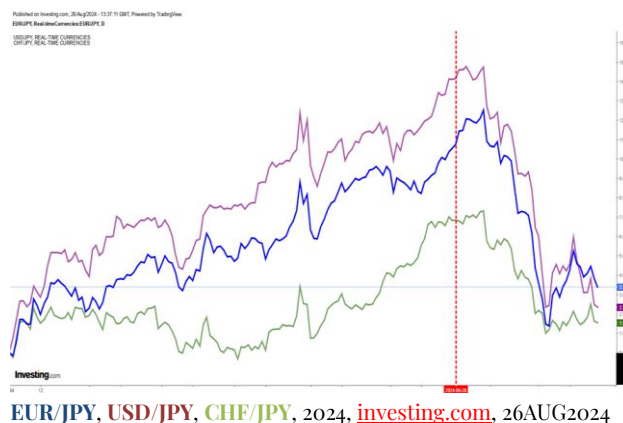


Entschuldigen Sie bitte, wenn ich hier ein wenig vom Thema abgekommen bin, aber diese Dinge bestimmen die heutige Marktstruktur und das Verhalten der Wertpapierkurse und Investoren, und sie machen das Anlageumfeld so viel komplexer und unberechenbarer. Wer sich eingehender mit dem Thema passives Investieren und Volatilitätsdepression befassen möchte, dem empfehle ich das [Gespräch von Blockworks Macro mit Mike Green](#), der sich intensiv mit diesem Thema befasst hat.

Wie hat sich das auf den **IASF** ausgewirkt (einschließlich der Ergebnisse von Ende August)? – Nun, insgesamt nur geringfügig auf unsere Short-Positionen, die im Juli leichte Gewinne und im August einen leichten Rückgang verzeichnete, trotz des anfänglichen Ausverkaufs bis zum 5. August, der seither vollständig und teilweise wieder aufgeholt wurde. Während die S&P 500- und DAX-Futures den August im Vergleich zum Juni höher beendeten, schlossen die Nasdaq 100-Futures immer noch niedriger, was in Summe damit praktisch keine Auswirkungen auf das Portfolio hatte.

Ein weiterer «Computer-Handel», der nach dem Ausverkauf vom 5. August zunächst wieder aufgenommen wurde, war der JPY-Carry-Trade.

Beschleunigte Rückkäufe hatten den JPY am 5. August zunächst auf seinen Höchststand von 142 gegenüber dem USD getrieben, doch gab er bis Mitte August (150) wieder nach. Seitdem ist er jedoch wieder in Richtung 146 gestiegen, was jedoch mehr auf USD-Schwäche als JPY-Stärke zurückzuführen war. Insgesamt hat der JPY jedoch seit Juni gegenüber dem USD / EUR / CHF um 9.1% / 6.3% / 3.9% zugelegt und sich damit als risikomindernd erwiesen.



Unserer Ansicht nach sind die besten Tage des JPY-Carry-Trade vorbei, da Händler und Spekulanten daran erinnert wurden, dass ein Wechselkurs nicht nur eine Zahl auf dem Bildschirm ist, sondern auch den Wert einer Währung widerspiegelt. Und wenn diese drastisch unterbewertet ist, wird sie langfristige Investoren anziehen, besonders wenn sie sich durch eine sich verbessernde relative Verzinsung auszeichnet.

Abgesehen von der immer noch offensichtlichen Unterbewertung war ein weiterer wichtiger Grund für unser ca. 20%iges JPY-Engagement, dass der JPY trotz seiner sehr niedrigen Zinssätze traditionell eine «Risk-Off»-Anlagewährung ist, d.h., er hat in Zeiten von Marktstress oft zugelegt, einfach aufgrund beschleunigter Repatriierung japanischer Auslandsanlagen.







# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



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

21AUG2024

Ähnlich verhält es sich beim Gold als echter Hartwährung, bei dem die jährliche Verwässerung durch Neuproduktion ca. 1,5% beträgt (historisch zwischen 1 und 3%). Und obwohl Gold keinen Zins abwirft, ist zurzeit das Kaufinteresse von Zentralbanken bis zu Privatanlegern gross, da es nicht nur knapp ist, sondern auch kein Gegenparteirisiko besteht. (Ca. 2/3 der physischen Nachfrage stammt übrigens aus China und Indien.)



Jesse Felder @jessefelder

'Opaque private gold purchases surged to 329 tonnes in the three months to June, 5x higher than the previous quarter. This helped lift demand for gold to 1,258 tonnes, its highest in Q2 since records began in 2000.'



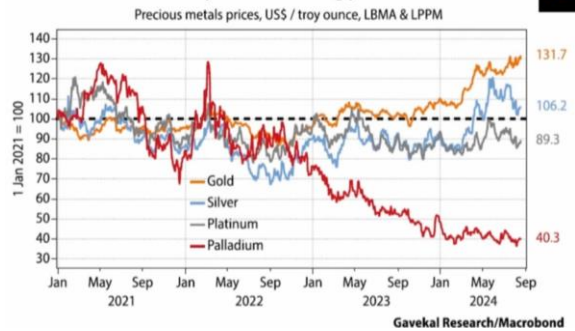
From ft.com

7:17 PM · Jul 30, 2024 · 19.1K Views

@jessefelder, X, 30JUL2024

In Edelmetallen sind wir schon länger engagiert, und früh in ein Thema einzusteigen, kann mitunter lange Wartezeiten bedeuten. Aber wir wissen, wie wichtig Geduld im Anlagegeschäft ist. Wir haben jetzt ein Engagement von 15% in Edelmetallproduzenten, das wir nicht zu erhöhen beabsichtigen, da wir weitere 15% in den Metallen halten (als Teil unserer Liquidität, 2/3 davon Gold), was unseren Überzeugungsgrad hinsichtlich dieses Themas widerspiegelt.

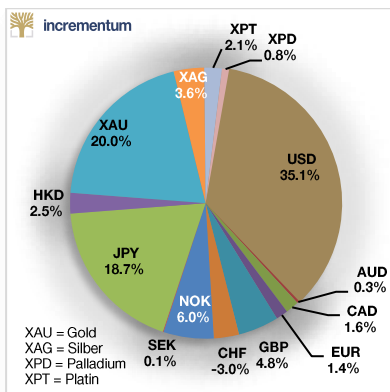
### Gold has outperformed among precious metals



Edelmetalle seit 2021 [The Market Huddle](https://www.themarkethuddle.com) with L-V Gave,

25AUG2024

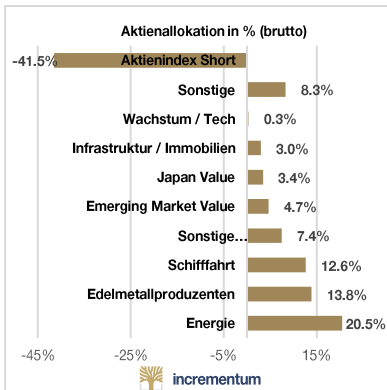
Wie das obige Schaubild zeigt, hat Gold jedoch seit 2021 eindeutig am besten abgeschnitten, während Silber insgesamt weniger anstieg und ähnlich wie Platin seit seinem Höchststand im Mai schwächelte. Palladium haben wir erst vor kurzem zu akkumulieren begonnen und unsere Position ist noch klein. Insgesamt wurden unsere Goldgewinne seit Ende Juni durch die entsprechende Schwäche der anderen Edelmetalle und natürlich durch einen schwächeren USD weitgehend aufgezehrt.



IASF-Währungsallokation

Das bringt mich zu einem weiteren Schuldigen für die jüngste IASF-Korrektur, nämlich dem schwächeren USD, der seit Juni 3,1% verloren hat. Bei einem Engagement von fast 40% in USD und verwandten Währungen (HKD sowie CAD, der nicht ganz so schwach war) hat dies die Gesamtperformance des Portfolios seit Jahresmitte spürbar beeinträchtigt. Zusammen mit der schwächeren NOK, die seit dem Halbjahresschluss um 2,4% nachgab, ist klar, dass die Währungsallokation (ausserhalb des JPY) die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigt hat.





IASF-Aktien-/Themensallokation

Wie sah es auf der Aktien- und Themenseite des IASF-Portfolios aus?

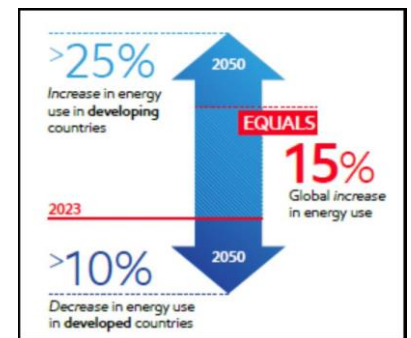
Nun, wie Leser und Anleger wissen, haben wir bei unseren wichtigsten Aktienthemen (siehe Tabelle links mit Daten von Ende August) den Schwerpunkt auf Value, Substanz und Rohstoffproduzenten gelegt, die angesichts der sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten zumindest teilweise recht enttäuschend abgeschnitten haben.

Betrachten wir zunächst den Bereich **ENERGIE**:

Hierbei handelt es sich um die größte thematische Aktienallokation im Portfolio, und drückt damit unsere höchste Überzeugung zu diesem Thema aus. Allerdings haben wir hier im gewichteten Durchschnitt in den letzten zwei Monaten 9,25% (in lokaler Währung) verloren. - Warum?

Nun, die Preisbildung am Aktienmarkt ist heute eher rigide und top-down getrieben. Die zunehmende Verfügbarkeit von Rechenleistung und die Fähigkeit, quantitative Muster zu erkennen, haben zu einer Gleichschaltung des Wirtschafts- und Marktzyklus geführt. Und eine sich verlangsamende Wirtschaft mit steigender Arbeitslosigkeit deutet auf das Potenzial einer Rezession hin, von der man annimmt, dass sie die Nachfrage nach Energie (und Rohstoffen) zyklisch verringern wird.

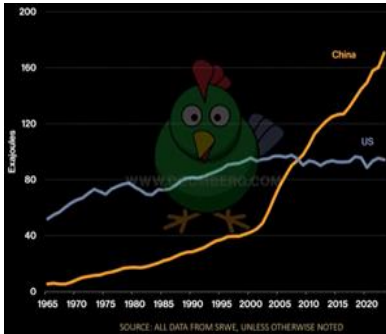
Betrachtet man jedoch die allgemeinen Fundamentaldaten des Sektors, so ist festzustellen, dass die Energienachfrage tatsächlich weniger konjunkturabhängig ist, als man angesichts des jüngsten Preisverfalls bei Energieaktien wie auch den Ölpreisen vermuten könnte. Außerdem, und darauf habe ich auf diesen Seiten bereits hingewiesen, befindet sich die Energienachfrage in den entwickelten Volkswirtschaften auf einem anderen Wachstumspfad als in den Schwellenländern, wie kürzlich z. B. von Exxon Mobil in der nebenstehenden Grafik prognostiziert.



Globale Energienachfrage bis 2050, @Josh\_Young\_1, X, 27AUG2024

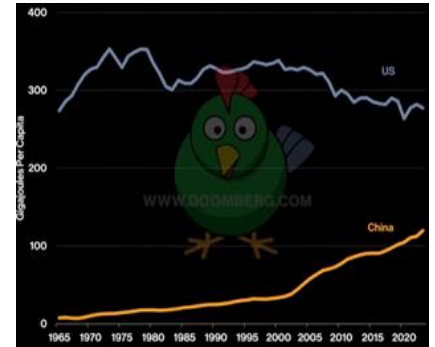
Natürlich handelt es sich hierbei um eine eher langfristige Prognose, die von einem Erdölproduzenten erstellt wurde, der damit auch ein voreingenommener Beobachter ist.





Totaler Energieverbrauch,  
USA & China

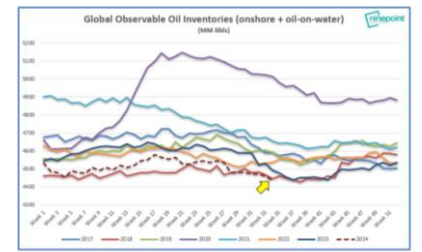
Dies wird jedoch auch von unabhängigen Analysten wie [Doomberg](#) bestätigt, die in einer Präsentation jüngst diese beiden Diagramme vorstellten, die die Entwicklung des Energieverbrauchs in den USA und China und den noch immer bestehenden Pro-Kopf-Unterschied aufzeigen.



Energieverbrauch pro Kopf,  
USA & China

Indien, Indonesien, Bangladesch, Vietnam, Brasilien oder die schnell wachsenden afrikanischen Länder liegen in ihrem Entwicklungsprozess weit hinter China zurück, was die Herausforderung unterstreicht, die die Energieversorgungssicherheit (sowohl für einzelne Nationen als auch für die Welt) in den kommenden Jahren darstellt. Aber das kümmert die Investoren zurzeit wenig.

Auch die Tatsache, dass *«die weltweiten Ölvorräte den niedrigsten saisonalen Stand in der Geschichte erreicht haben»*, kümmert sie nicht. *«Und das trotz der Absorbierung von ~216 Mio. Barrel netto aus der Strategischen Petroleum Reserve der USA (SPR) und der schwachen chinesischen Nachfrage. Das ist nicht „bearish“.»* - In der Tat. Das Gleiche gilt für viele andere Entwicklungen, wie z.B. den jüngsten [Produktionsstopp in Libyen](#), durch den 1 Mio. Barrel pro Tag vom Markt genommen wurde.



Source: [EIA](#) (inventories data only available back to 2017)  
NOTE: This is after the global oil market absorbed ~215MM Bbls net from the US Strategic Petroleum Reserve (SPR) since Jan 7, 2022

Globale Öl-Lagerbestände,  
[@ericnuttall](#), [X](#), 27AUG2024

All dies interessiert die Investoren nicht, die den Ausstoss und die Wertschöpfung der Energieproduzenten offenbar nicht für so relevant halten wie die der Mag7, die auf Energie als wichtigsten Inputfaktor angewiesen sind... - Erstaunlich!

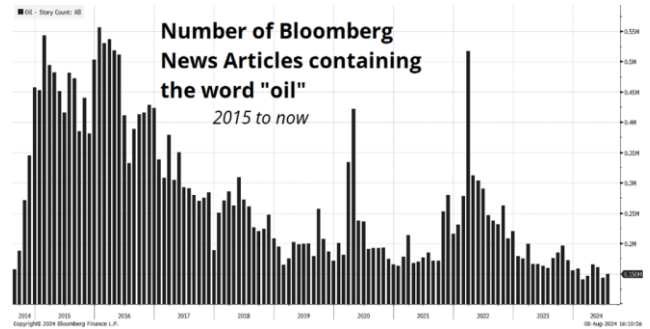
Wir weisen in diesen Seiten auch immer wieder darauf hin, dass es sich bei Öl, Gas, Kohle oder Uran wie bei den meisten Rohstoffen um erschöpfliche Ressourcen handelt, und dass die Politik starke Anreize setzt, nicht in den Ersatz der vorhandenen Reserven zu investieren. Auch wenn dies nicht alle davon abhält... - So berichtete die [FT](#) am 28. August über den Stand der Zusagen, die auf der UN-Klimakonferenz COP26 in Glasgow gemacht wurden. Damals versprach eine Gruppe von Ländern, die sich in der *Clean Energy Transition Partnership (CETP)* zusammengeschlossen hatten, Investitionen in Höhe von 28 Mrd. USD von fossilen Brennstoffen auf saubere Energie umzulenken. Der Realitäts-Check vom letzten Jahr ergab, dass tatsächlich nur 15 Mrd. USD umgelenkt wurden, und zwar v.a. ohne die USA, die *«weiterhin Milliarden in die Finanzierung von Öl und Gas gesteckt haben»*. ([FT](#), 28AUG2024) - Es scheint, dass es nicht nur den OPEC-Mitgliedern an Disziplin mangelt...





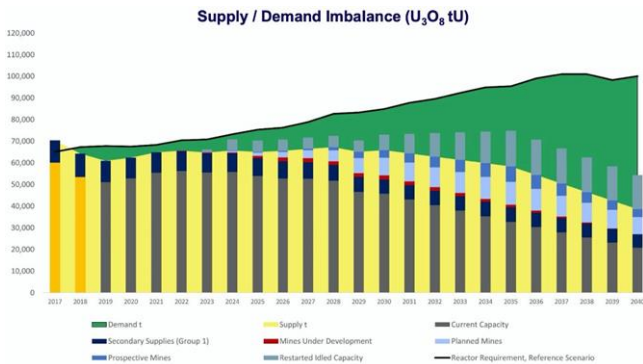
Aber tatsächlich trägt das Verhalten der USA dazu bei, dass die inländischen Erdgaspreise auf einem Niveau von 2-3 USD bleiben, während sie in Europa und Asien 4-5-mal so teuer sind. Dies ist sicher ein guter Weg, um die eigene Wettbewerbsfähigkeit zu stärken.

Entschuldigen Sie den Schlenker, aber zurzeit spricht kaum jemand mehr über Öl...



Zahl der Bloomberg Artikel, die das Wort Oel beinhalten, Brent Donnelly, [Spectra Markets](#), 9AUG2024

Das Gleiche gilt für Uran, wo die Schere zwischen Angebot und Nachfrage gerade erst aufzugehen beginnt. Aber weder die weltweite Renaissance der Atomkraft als «saubere» Energiequelle und der damit verbundene Ausbau der weltweiten Reaktorflotte, noch die im Rahmen des jüngsten Quartalsberichtes des weltweit führenden Produzenten Kazatomprom angekündigten signifikanten Produktionskürzungen, scheinen die Anleger zu interessieren.



Growing Mine Supply Gap (Source: The Nuclear Fuel Report – Global Scenarios for Demand and Supply Availability 2019-2040)

Uran Angebot & Nachfrage, @chigr1, X, 26AUG2024

Und für die Klima-Kreuzritter wie auch unsere verantwortlichen Politiker, möchte ich mit der folgenden Frage von [Doomberg](#) schließen, die in der Öffentlichkeit nur unzureichend diskutiert wird: "Soll die Menschheit jetzt ihren globalen Lebensstandard opfern, in der Hoffnung, künftige Klimakatastrophen zu verhindern, oder soll sie lieber die notwendigen Mittel zurücklegen, um auf etwaige negative Folgen des CO<sub>2</sub>-Anstiegs zu reagieren, falls diese eintreten. Die letztgenannte Anpassungsoption vermeidet die präventive Verschwendung von Billionen von Dollar, falls sich die grundlegenden Annahmen zum Weltuntergang als falsch erweisen oder die präventiven Lösungen nicht funktionieren. Dieses Modell wird von Klimaaktivisten vehement bekämpft, mit dem Hauptargument, dass nur reiche Länder sich die Anpassung leisten können und ärmere Länder gezwungen sind, die Hauptlast der bevorstehenden Verwerfungen zu tragen. In der Zwischenzeit verbrennen dieselben Länder jedes Molekül Öl, Gas und Kohle, das sie in die Finger bekommen können, um sich aus besagter Armut zu befreien, und sind damit für mehr als 100% des Anstiegs der CO<sub>2</sub>-Emissionen in den letzten zwei Jahrzehnten verantwortlich." ([Leaving Las Vegas](#), 26AUG2024)

Persönlich halte ich das für eine sinnvolle Frage und einen vernünftigen Denkansatz. Aber Politiker müssen nun mal Wahlen gewinnen, und das erreicht man am besten, indem man externe Faktoren in den Mittelpunkt stellt, um von den hausgemachten Problemen abzulenken. Dabei wird bekanntlich gern viel versprochen, von dem jedoch erfahrungsgemäss nur wenig eingehalten wird...



Zurück zum IASF-Portfolio:



John Wood Group Plc (WG), [investing.com](https://www.investing.com), 29AUG2024

Den grössten Verlust im **ENERGIE**-Thema lieferte seit Jahresmitte Wood plc (Consulting & Engineering, -35%), für die zum 2. Mal innerhalb von 15 Monaten ein vorliegendes Private-Equity-Angebot zurückgezogen wurde. Das erste war ein Cash-Angebot über GBP 2.40 je Aktie durch Apollo im Mai 2023, und nun über GBP 2.30 durch Sidara aus Dubai, welches am **5. August** «angesichts der zunehmenden geopolitischen Risiken und der gegenwärtigen Unsicherheit auf den Finanzmärkten» annulliert wurde.

Im gleichen Zeitraum hat Wood stetige Fortschritte bei der Umsetzung ihres Turnaround-Plans gemacht, was kürzlich durch das **1H 2024-Trading Update** belegt wurde (u.a. durch den Anstieg der EBITDA-Marge von 6,8% auf 7,4% und die Bestätigung der Anhebung des mittelfristigen Ausblicks), sowie durch Verkäufe von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Unternehmensteilen. All dies hat erheblich zur Verbesserung der Bilanz des Unternehmens beigetragen. Obwohl dies wohl eine unserer frustrierendsten Aktienbeteiligungen gewesen ist, bewegen sich die Dinge nun klar in die richtige Richtung und die Aktien erscheinen im Vergleich zu ihren Mitbewerbern deutlich unterbewertet.

Während Wood der schlechteste Performer war, verzeichneten wir ebenfalls zweistellige Rückgänge bei unseren Erdgasproduzenten, großen Offshore-Drillern und unserem Uranengagement. Aber insgesamt sind unsere Energieaktien günstig, haben eine solide Asset-Basis, erfreuen sich meist steigender oder hoher freier Cashflows und belohnen geduldige Anleger mit ebenfalls steigenden Distributionen (Dividenden und Aktienrückkäufe).

Unser zweitgrößtes Aktienthema (14% Allokation) sind die **EDELMETALLPRODUZENTEN**, die im Durchschnitt ca. 10% ansteigen konnten. Regelmässige Leser wissen, dass wir für die Preisaussichten der Edelmetalle und damit für die Minengesellschaften optimistisch sind, und zusammen mit unserem Engagement in den Metallen selbst (s. Seite 25) bringt dies unseren Überzeugungsgrad zum Ausdruck.

Die Argumentation basiert auf unserer langfristigen Makroprognose einer Stagflation, d.h. einer Periode, in der das Wachstum **stagniert** und die **Inflation** hoch ist. Dies wird durch die 3 D's angetrieben:

- Demografie (sinkende Erwerbsbevölkerung führt zu Aufwärtsdruck auf Löhne/Gehälter)
- Deglobalisierung (Globalisierung und die damit verbundene (Arbeits-)Kostenarbitrage war hocheffizient und damit deflationär; die Trendumkehr ist damit inflationär)
- «Depreciation», d.h., Abwertung (starke Währung = deflationär und umgekehrt)





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Ein solches Szenario führt dazu, dass reale Vermögenswerte und Rohstoffe aufgrund steigender Ersatzbeschaffungskosten und der ihnen innewohnenden Knappheit grösseres Preissteigerungspotential haben. Dies gilt für Energie, andere Rohstoffe, aber auch für Edelmetalle und insbesondere Gold, das nach wie vor als **das** monetäre Metall gilt.

Das kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass Edelmetallproduzenten in den vergangenen 20 Jahren ein schlechtes Investment waren. Sicher, von 10/2000 bis 3/2008 vervielfachte sich der FTSE Gold Mines Index, hat jedoch trotz höherer Niveaus im Jahr 2011 das Niveau vom 3/2008 seitdem nicht wieder erreicht, und 16 Jahre später liegt der Index immer noch 24% niedriger. - Autsch!



FTSE Gold Mines Index, [investing.com](https://www.investing.com), 29AUG2024

Über die Gründe ließe sich ein Buch schreiben, aber in Kürze entspricht dies wohl dem klassischen Fall eines «Boom-Bust»-Zyklus bei Rohstoffen. Dabei führte der rasante Anstieg der Edelmetallpreise im ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts zu all den Exzessen, die zyklische Branchen hervorbringen können, einschließlich verschwenderischer Unternehmensführung und aggressiver M&A-Ausgaben. Heute ist die Branche schlanker, viele Unternehmen sind untergegangen, und die Anleger sind wohl einmal zu oft enttäuscht worden und lassen den Sektor weitgehend links liegen.

Was in solchen längerfristigen Zyklen ebenfalls geschieht ist, dass die Bewertungen von exzessiv (vergleichbar mit dem, was wir auch in der Tech-Branche wiederholt gesehen haben) auf unterbewertet fallen. Gleichzeitig hat die Finanzindustrie das Interesse weitestgehend verloren; wie viele Analysten decken den Sektor noch ab und wann haben Sie zuletzt von der Auflegung eines neuen Goldminenfonds (abgesehen vom neuen [Active Gold Fund](#) der Incrementum AG ☺) gelesen/gehört?

Und angesichts des vorherrschenden Pessimismus scheuen sich die verbleibenden Analysten, höhere Edelmetallpreise in ihre Prognosen einzubeziehen, da sie aus bewährter Vorsicht kurzfristige Anstiege immer als zyklisch und vorübergehend ansehen. Ein befreundeter Analyst ermittelte kürzlich den durchschnittlichen Goldpreis, der für Gewinnprognosen in der Branche verwendet wird, auf 2169\$ für 2024, 2216\$ für 2025 und 2077\$(!) für 2026 - und das zu einer Zeit, in der der Goldpreis sich schon seit März über 2200\$ befindet und zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Artikels bei 2510\$ liegt.

Dennoch haben wir zwecks «Rebalancing» einige Gewinne bei Blue Chips wie Agnico Eagle (+22% seit Mitte des Jahres) und Entwicklern wie Skeena Resources (+42%) mitgenommen, um unser Engagement in diesem Sektor anzupassen, während wir dies weiterhin für ein sehr attraktives mittelfristiges Anlagethema halten, das sich noch in den Kinderschuhen befindet.





Eine schwache Performance zeigte in den letzten zwei Monaten auch der Bereich **SHIFFFAHRT** (12%), in dem wir das Engagement im 2Q deutlich reduziert hatten.

Im Laufe der Jahre hat sich dieses Thema als exzellenter Performer für den **IASF** ergeben. Es handelt sich hier jedoch um eine zyklische Industrie, und wir haben m.E. die Halbzeit des Aufwärtszyklus wohl schon überschritten, was bedeutet, dass Kurskorrekturen und Konsolidierungen häufiger werden. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass sich ein erheblicher Teil der Wertschöpfung nicht mehr in den Aktienkursen niederschlägt. Sehen Sie sich zum Beispiel die folgende Tabelle an, die in der Pareto Securities' Golden Ocean 2Q 2024 Resultats-Analyse veröffentlicht wurde:

DRY BULK	Share price	NAV/shr	# shares	Net debt		P/NAV	EV/GAV	P/E		EV/EBITDA		ROE	P/B	Dividend yield	
				M.cap	/GAV			2024e	2025e	2024e	2025e			2024e	2025e
2020 BULKERS	kr 134	kr 149	22.9	293	21%	0.90x	0.92x	6.8x	6.2x	5.6x	5.6x	53%	1.9x	30%	18%
BELSHIPS	kr 19.7	kr 27.9	253.1	475	54%	0.71x	0.87x	9.3x	4.6x	7.2x	5.1x	22%	1.7x	10%	15%
<b>GOLDEN OCEAN</b>	<b>\$12.6</b>	<b>\$14.6</b>	<b>200.0</b>	<b>2,522</b>	<b>30%</b>	<b>0.86x</b>	<b>0.90x</b>	<b>9.7x</b>	<b>7.1x</b>	<b>7.6x</b>	<b>6.3x</b>	<b>14%</b>	<b>1.3x</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>
HIMALAYA SHIPPING	\$7.6	\$9.9	43.9	335	61%	0.77x	0.91x	7.7x	4.9x	9.4x	7.1x	27%	2.0x	10%	16%
STAR BULK CARRIERS	\$21.1	\$31.5	115.3	2,507	22%	0.67x	0.76x	5.3x	4.5x	4.9x	3.9x	21%	1.0x	16%	20%
<b>Average Drybulk</b>				<b>6,132</b>	<b>32%</b>	<b>0.78x</b>	<b>0.87x</b>	<b>7.8x</b>	<b>5.5x</b>	<b>6.9x</b>	<b>5.6x</b>	<b>27%</b>	<b>1.6x</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>

Source: Pareto Securities

Golden Ocean Quarterly Review, [Pareto Securities](#), 28AUG2024

Sie listet fünf der von Pareto analysierten Dry Bulk-Gesellschaften, von denen wir ebenfalls drei besitzen, sowie deren Bewertungen. In den letzten beiden Spalten sind die erwarteten Dividendenrenditen für 2024/2025 aufgeführt, die alle zweistellig sind. Beachten Sie, dass wenn eine Dividende beschlossen wird und die erforderlichen Mittel aus der Bilanz eines Unternehmens abgezogen werden, die Aktie ex-Dividende geht. Das bedeutet der Kurs fällt um die für die Dividendenausschüttung nötige Entnahme von Cash pro Aktie. Mit anderen Worten, wenn man nur auf den Aktienkurs schaut, vernachlässigt man die Auswirkungen, die Dividendenausschüttungen auf die Gesamtrendite der Aktionäre haben. - Und ich denke, Sie werden mir zustimmen, dass sich die Anleger, wenn die oben genannten Dividenden wie prognostiziert ausgeschüttet werden und die Aktienkurse der Unternehmen unverändert bleiben, dennoch gut belohnt fühlen werden.

In letzter Zeit hat der Sektor unter der Abneigung des Marktes gegenüber allem, was mit China und Stahl zu tun hat, gelitten. Das Argument unter westlichen Beobachtern ist, dass das Land angesichts der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und der weiter steigenden Schulden kurz vor dem Zusammenbruch steht und seine Währung implodieren wird. Aber gemäss seriösen Schätzungen liegt China's BIP-Wachstum in diesem und nächsten Jahr immer noch im Bereich von 4,5 bis 5%, und mein Eindruck bleibt dass das Land die investierten (und kreditfinanzierten) Mittel angesichts seiner immer noch führenden Position als «Werkstatt der Welt» gut und produktiv eingesetzt hat. Und in dieser werden nicht länger Textilien, Spielzeug und Werbemittel, sondern Autos, Energiewende-Installationen und Kernkraftwerke gebaut.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

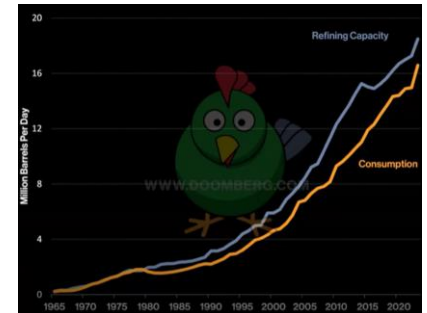
Das Ergebnis sind monatliche(!) Handelsbilanzüberschüsse von 100 Mrd. USD, vor allem mit anderen Schwellenländern, eine Währung, die sich gegenüber dem starken USD behauptet hat, und Zinssätze auf 10-jährige Staatsschulden im niedrigen 2%-Bereich. Das lässt meine eigenen Alarmglocken nicht läuten.



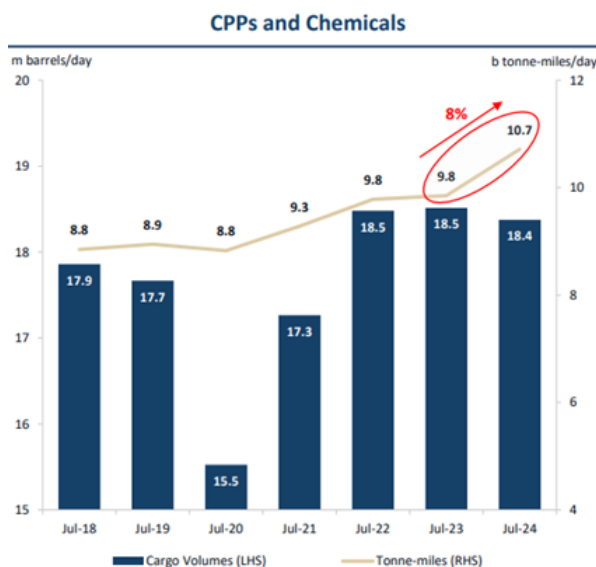
USD/CNY Wechselkurs, [investing.com](https://www.investing.com), 29AUG2024

Vor kurzem legte Louis-Vincent Gave von [GaveKal Research](https://www.gavekal.com) im [Market Huddle](https://www.markethuddle.com) vom 24.8. mit Kevin Miur seine Einschätzung der Situation China's wie auch seine Haltung zur strukturellen Inflation dar. Ich kann das (englischsprachige) Video nur wärmstens empfehlen.

Der internationale Handel lebt also noch, und China's Hunger nach Importen wie auch sein Exportbedarf ist so groß wie eh und je. Wer sich z.B. mit dem Thema Energie beschäftigt, kommt nicht umhin festzustellen, dass der weltweit wachsende Bedarf an Erdölprodukten und Kraftstoffen durch Raffinerien in China und anderen Entwicklungsländern gedeckt wird. Denn unsere entwickelten Gesellschaften lassen solch schmutzige Industrien aus Gründen der Nachhaltigkeit nicht länger zu. Daher lassen wir die Verarbeitung anderswo ausführen und importieren einfach die daraus resultierenden sauberen Fertigprodukte.



[Doomberg](https://www.doomberg.com), 28AUG2024



[Hafnia 2Q24 Investor Presentation](https://www.hafnia.com)

Ein Ergebnis ist der nebenstehenden Grafik zu entnehmen, die als Beispiel die jüngste Entwicklung des Frachtvolumens und, was noch wichtiger ist, der Transportstrecken pro Tonne (tonne-miles) pro Tag bei sauberen Erdölzeugnissen (CPP) und Chemikalien zeigt (beides Raffinerieprodukte). Während die Mengen nur leicht gestiegen sind, wachsen die Transportstrecken pro Tonne erheblich an, so dass mehr Schiffskapazität für den Transport erforderlich ist. Dies hat die Frachtraten für «clean» Tanker, also die, die verarbeitete Produkte transportieren, stark ansteigen lassen und den betroffenen Unternehmen Rekordprofite beschert.







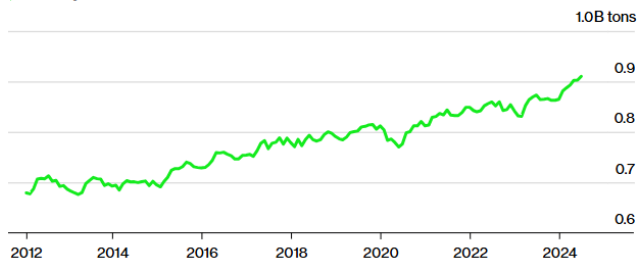
Natürlich bleiben auch der begrenzte Schiffsverkehr durch den Panamakanal und die teilweise Vermeidung des Suezkanals, über die ich zu Beginn dieses Jahres ausführlich geschrieben habe ([SR-24-01](#), S.19 ff.), ein wichtiger Faktor für das Wachstum der Transportstrecken pro Tonne. Gleichzeitig ist die allgemeine Angebots- und Nachfragesituation im Tankersector nach wie vor günstig. Das Verhältnis zwischen Neubau-Auftragsbestand und Flotte bei Produkttankern nähert sich zwar inzwischen der 20% Grenze, allerdings für Auslieferungen bis 2028. Gleichzeitig wird die Rohöl- («dirty»)-Tankerflotte zunehmend älter. Branchenbeobachter rechnen daher mit einem Anstieg der Verschrottungen. Gleichzeitig bleibt das Verhältnis zwischen Neubau-Auftragsbestand und Flotte mit 9% sehr niedrig. – Das Bild im Schüttgutbereich ist ähnlich, weshalb wir vorrangig auf diese beiden Sektoren fokussiert sind.

Ein breites Anlegerinteresse ist jedoch nach wie vor nicht zu erkennen, und die folgende Art von Schlagzeilen (und Diagrammen) sind da nur wenig hilfreich: [Die Schifffahrt wird noch schmutziger, da die Angriffe der Houthi zu längeren Fahrten führen](#)

### Surging Emissions

Ships are spewing more carbon into the atmosphere

Monthly annualized CO2 emissions

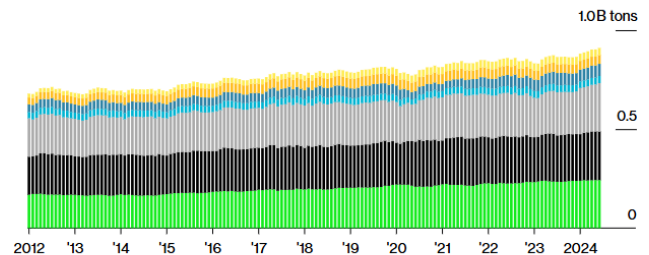


Source: Marine Benchmark  
 Note: Data are annualized, meaning monthly figures are divided by the number of days in each month, then multiplied by 365.25, to indicate yearly emissions

### Top Emitters

Container vessels see biggest jump in CO2 emissions during January-June

■ Tankers ■ Bulk & GC ■ Container ■ Vehicle & RORO ■ Passenger ■ Offshore  
■ Service & Misc



Source: Marine Benchmark  
 Note: Chart shows tons of CO2 emissions; figures are monthly and annualized

Steigende CO2 Emissionen der Schifffahrt - [Bloomberg](#), 22JUL2024 – Top-Emittenten, nach Schiffstyp

Das ist die Art von Schlagzeile, die in der heutigen Zeit Aufmerksamkeit erregt und dem allgemeinen Narrativ entspricht, obwohl sich alle großen Schifffahrtsunternehmen verpflichtet haben (und gesetzlich dazu gezwungen werden), die Emissionen zu reduzieren und erhebliche Investitionen zu diesem Zweck tätigen. Darüber hinaus gefährdet die Durchfahrt durch den Suezkanal zurzeit sowohl das Leben der Crew als auch die Fracht, weshalb deren Vermeidung verständlich sein sollte. Suggestive Schlagzeilen wie diese entspringen jedoch dem in der modernen Gesellschaft offensichtlich verbreiteten Wunsch sich zu waschen (d.h., nicht nur kritische, sondern auch billige Inputfaktoren zu nutzen), ohne sich dabei nass zu machen (d.h., selbst vor Ort mit allen Konsequenzen zu produzieren, bzw. da die Teleportation noch nicht erfunden wurde, den Import mittels Seeschifffahrt zu akzeptieren).

Da dieser Brief bereits einen überdurchschnittlichen Seitenumfang erreicht hat, beende ich hiermit mein Argument für ein Investment in der **SCHIFFFAHRT**, die wir weiterhin als attraktive Investment-Opportunität ansehen, und komme zum nächsten Thema:



Unser Bereich **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** (7% der AuM) blieb im Durchschnitt nahezu unverändert, da die negative Performance der großen diversifizierten Unternehmen (Glencore und Rio) sowie von Bunge hauptsächlich durch die Erholung der OCI-Aktien kompensiert wurde.

Das Unternehmen durchläuft eine umfassende Umstrukturierung und hat seine US-Geschäfte (Fertiglobe, IFCo und Texas Blue) für einen Gesamterlös von 8,5 Mrd. USD verkauft. Davon sollen in 2H24 mindestens 3 Mrd. USD an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Das verbleibende Unternehmen wird der weltweit führende Hersteller von grünem Methanol sowie ein führender europäischer Stickstoffproduzent sein, der zudem das einzige Ammoniak-Importterminal in Europa besitzt.



OCI NV Chart, [investing.com](https://www.investing.com), 30AUG2024

Selbst nach dem starken Anstieg im August beträgt die Marktkapitalisierung von OCI immer noch lediglich 6 Mrd. EUR. Bis zur Hälfte des aktuellen Aktienkurses soll nach Abschluss dieser Transaktionen in Form von Dividenden ausgeschüttet werden, und die konservativen Bewertungen lassen immer noch Raum für einen erheblichen weiteren Anstieg.

Das nächstgrößere Thema ist **EMERGING MARKET VALUE** (5% der AuM), das seit Mitte des Jahres deutlich zugelegt hat (wiederum im Durchschnitt und in lokaler Währung). Die Mehrheit unserer Bestände sind Aktien aus Hongkong/China (einschließlich BABA und CKHH), sowie ein Brasilien-ETF (0,8% der AuM) und ein in Großbritannien ansässiger EM-Vermögensverwalter.

Dividend Yld	P/E Ratio	P/B Ratio	EV/Sales	EV/EBITDA
6.80%	12.30	1.00	1.49	5.91

IASF - EM Value Portfolio, durchschnittl. Bewertungen

Seit Juni hat dieser Korb 10% zugelegt und bleibt dabei weiterhin günstig bewertet.

Das Gleiche gilt für unser **JAPAN VALUE**-Thema (3,5%), das im Durchschnitt einen Verlust von fast 4% erlitt, welcher jedoch durch die Aufwertung des JPY mehr als ausgeglichen wurde.

Auch hier sind die Bewertungen u.E.n. weiterhin attraktiv.

Dividend Yld	P/E Ratio	P/B Ratio	EV/Sales	EV/EBITDA
2.59%	10.11	0.68	0.68	5.65

IASF - Japan Value Portfolio, durchschnittl. Bewertungen

Unser Thema **WACHSTUM / TECH** ist mit einer verbleibenden Allokation von 0,3% vernachlässigbar. Wir haben dieses im Laufe des Jahres bereinigt und werden dies auch weiterhin tun. Im 2Q hatten wir PayPal und Xometry hinzugefügt, da Short-Puts auf beide ausgeübt wurden, die wir beide mit einem anständigen Gewinn durch die Ausübung von Short-Calls im August „verloren“ haben. Wir werden unsere Augen nach Gelegenheiten in diesem Bereich weiter offenhalten, verfolgen aber zurzeit nichts mit hinreichender Überzeugung.





Schließlich gibt es noch den Bereich **SONSTIGE**, der derzeit eine Allokation von 8% aufweist. Hier landen all jene Aktien, die unserer Meinung nach nicht in eines der vorgenannten Themen gehören. Dieses lieferte ein gemischtes Ergebnis, wobei die zyklischeren Aktien schwächer waren, vor allem Cleveland Cliffs, eines der größten und u.M.n. am besten geführte Stahlunternehmen Amerikas. Hier liegen wir zurzeit ca. 20% unter Einstand, was ungefähr den Optionsprämien entspricht, die wir seit 2021 in diesem Titel und gemessen an der heutigen Bestandsgröße (ca. 1,4% der AuM) geerntet haben.

CLF ist insofern einzigartig, als es unter der derzeitigen Unternehmensführung in das am stärksten vertikal-integrierte Stahlunternehmen Nordamerikas umgewandelt wurde, welches Eisenerzminen, Koksproduktionsanlagen und eine wachsende Stahlproduktion umfasst (Nr. 2 hinter Nucor).



Cleveland Cliffs Chart, [investing.com](https://www.investing.com), 30AUG2024

In letzter Zeit hatte der Aktienkurs eine schwere Phase, da die Stahlpreise auf zyklische Tiefstände fielen und die Übernahme von US Steel nicht zustande kam. Stattdessen erwarb CLF im Juli die kanadische Stelco, einen der kostengünstigsten Stahlproduzenten Nordamerikas, zum 4,8-fachen EBITDA nahe dem Tief des Zyklus. Stelco ist ein sehr gut geführtes Unternehmen, das das bestehende Geschäft von CLF ergänzt und weitere Skaleneffekte bietet.

In einer Zeit, in der der politische Wind für die Repatriierung ganzer Industriezweige und die Erhebung hoher Zölle auf importierten Stahl weht, scheint uns der Aufbau eines vertikal integrierten Stahlunternehmens, das mit den Gewerkschaften auf gutem Fuß steht, keine schlechte Idee zu sein.

### Q2 2024 HIGHLIGHTS

- > **\$5.1 billion** Revenues
- > **4.0 million tons** Steel Shipments
- > **\$323 million** Adjusted EBITDA<sup>1</sup>
- > **\$362 million** Free Cash Flow
- > **\$237 million** Net Debt Reduction
- > **7.5 million** Shares Repurchased
- > **\$3.7 billion** Liquidity

Revised/Updated for Interim 2024. See the Investor Relations page of presentation. Reconciling with Free Cash Flow and Debt Data on Slide 22-23.



[CLF 2Q2024 Presentation](#)

Kurzfristig überwiegt hier allerdings das zyklische Element, und da das bereinigte EBITDA in 2Q24 weniger als die Hälfte des Vorjahreswerts betrug, hat der Aktienkurs einen Rückschlag erlitten. In diesem Umfeld konzentriert sich das Management auf Kostensenkungen und die Umgestaltung und Optimierung des Geschäfts, während es weiterhin Aktien zurückkauft.

### CAPITAL RETURNS



- ☑ Completed previous \$1 billion share repurchase program in Q1 2024
- ☑ Repurchased 7.5 million shares in Q2 2024

[CLF 2Q2024 Presentation](#)

Kurzum, wir betrachten CLF als langfristige Beteiligung im **IASF**.



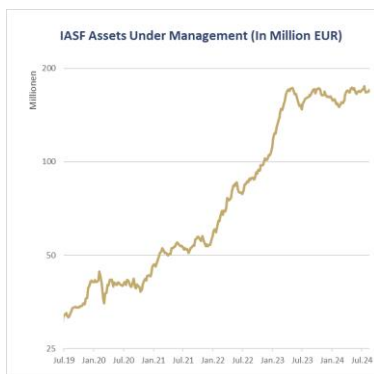


Das Gleiche gilt für den Rest dieses Portfolios, und damit auch Dole, deren Aktienkurs aufgrund der anhaltenden Geschäftsverbesserung und der attraktiven Bewertungen zuletzt stark gestiegen ist. Daher haben wir nach einem Kursanstieg von über 30% innerhalb von zwei Monaten vor kurzem etwas Geld vom Tisch genommen, halten aber weiterhin eine ordentliche Position.



Dole Pl, [investing.com](https://www.investing.com), 30AUG2024

Erwähnenswert ist in diesem Bericht natürlich auch unsere Anleihenallokation, die bei 3,3% der AuM liegt und aus USD-Unternehmensanleihen mit einer modifizierten Duration von 2,4 Jahren und einer gewichteten durchschnittlichen Rendite von 8,9% beläuft.



IASF AuM (Log Chart), 31.8.2024

Schliessen möchte ich dieses Kapitel wie üblich mit einem Blick auf die Portfolioströme: Nach Abflüssen in Höhe von 6,6 Mio. EUR im ersten Quartal haben sich diese vollständig umgekehrt, und nach Zuflüssen in Höhe von 3,2 Mio. EUR im Juli und August verzeichnen wir nun einen Nettozufluss von 1,2 Mio. EUR.

Wir bedanken uns herzlich für das Vertrauen unserer Anleger und bitten Sie in Zeiten der Konsolidierung wie üblich um Geduld.



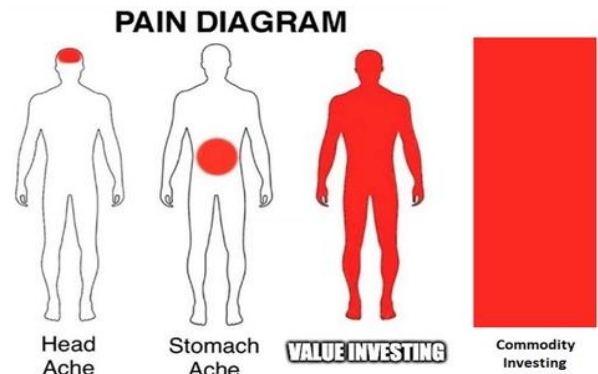
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

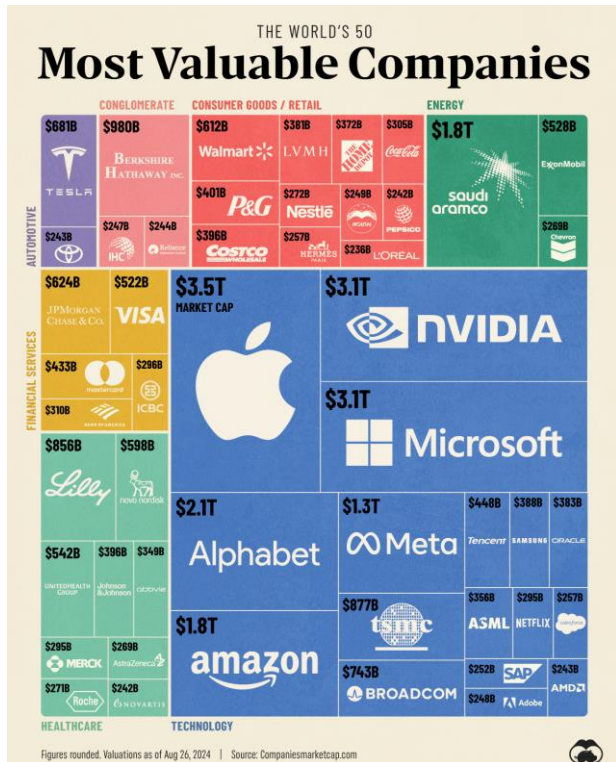
## SCHLUSSBEMERKUNGEN: DIES IST (SELBSTVERSTÄNDLICH) KEINE ANLAGEBERATUNG!

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

Ein weiterer (zu?) langer Bericht ist (fast) fertig. Ich schreibe diese Zeilen am 31. August im vollen Bewusstsein, dass der Sommer für **IASF**-Anleger bisher nicht das Gelbe vom Ei war, da der NAV des **IASF** nach den Höchstständen im Mai erneut konsolidiert hat (detaillierte Charts im Anhang). Und als Value-Investoren mit hohem Rohstoff- und Substanz-Aktienanteil können wir uns daher mit dem nebenstehenden Schmerz-Diagramm vollends identifizieren...



Schmerz-Diagramm: Kopf-, Bauchschmerzen, Value- und Rohstoff-Investor, @Josh\_Young\_1, X, 28AUG2024



50 wertvollsten Unternehmen, Visual Capitalist, 28AUG2024

Mit dieser Sommerausgabe 2024 meiner „**Seasonal Reflections**“ habe ich wie üblich versucht Ihnen einen möglichst umfassenden Einblick in das Makro-Umfeld sowie die **IASF**-Anlagepolitik zu geben. Zweifelsohne sind auch wir dabei über die bislang ausbleibende Rotation von Long-Duration- in Substanz- und Value-Aktien wie auch die jüngste NAV-Konsolidierung frustriert. Die Übersicht auf der linken Seite, die die 50 wertvollsten Unternehmen der Welt zeigt, erklärt woran dies u.a. auch liegt: Wir besitzen keines dieser Unternehmen, da wir sie als Investoren alle nicht als attraktiv genug bewertet ansehen. Zudem sind wir bekanntlich den bei weitem größten Sektor (Technologie) aus Bewertungsgründen short gegangen, eine Einschätzung, auf deren Bestätigung durch den Markt wir noch warten.



Nun mögen manche sagen, dass dies schlichtweg dumm (und stur) ist, da die Mag7 bei weitem die profitabelsten Aktien für Anleger überhaupt sind. Und dies war bisher ganz sicher der Fall, und wird ja auch bestätigt durch die die Dominanz, die sie in den globalen Indizes erreicht haben, wie auch die Aufmerksamkeit, die ihnen in den Finanzmedien zuteilwird. Aber gerade deshalb könnte die nachstehende Tabelle von Interesse sein, die ich einer aktuellen Studie mit dem Titel [«Welche US-Aktien erzielten die höchsten langfristigen Renditen»](#), verfasst von Hendrik Bessembinder, Arizona State University, Juli 2024, entnommen habe.

**Table 2: CRSP Common Stocks with the Highest Cumulative Returns**

Company Name (Most Recent)	First Return Date	Last Return Date	Years	Cumulative Gross Wealth Per Dollar	Cumulative Compound Return (%)	Annualized Compound Return (%)
ALTRIA GROUP INC	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	2,655,290	265528900.62%	16.29%
VULCAN MATERIALS CO	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	393,492	39349084.13%	14.05%
KANSAS CITY SOUTHERN	31-Dec-25	13-Dec-21	95.95	361,757	36175578.11%	14.27%
GENERAL DYNAMICS CORP	28-Jan-26	29-Dec-23	97.92	220,850	22084880.36%	13.39%
BOEING CO	5-Sep-34	29-Dec-23	89.32	212,206	21220526.33%	14.72%
INTERNATIONAL BUSINESS MACHS COR	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	175,437	17543644.18%	13.11%
EATON CORP PLC	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	151,173	15117167.57%	12.94%
S & P GLOBAL INC	14-Feb-29	29-Dec-23	94.87	128,787	12878643.34%	13.20%
COCA COLA CO	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	123,724	12372265.06%	12.71%
PEPSICO INC	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	86,360	8635937.80%	12.30%
ABBOTT LABORATORIES	1-Mar-37	29-Dec-23	86.83	78,038	7803730.36%	13.85%
UNIVERSAL CORP	11-Nov-27	29-Dec-23	96.13	70,318	7031700.72%	12.31%
DEERE & CO	29-Jun-33	29-Dec-23	90.50	69,886	6988538.63%	13.12%
HERSHEY CO	1-Dec-27	29-Dec-23	96.08	69,099	6909822.15%	12.30%
WYETH	29-Apr-26	15-Oct-09	83.47	57,024	5702341.59%	14.02%
JOHNSON & JOHNSON	25-Sep-44	29-Dec-23	79.26	54,281	5427968.94%	14.75%
ARCHER DANIELS MIDLAND CO	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	51,811	5181049.17%	11.71%
C V S HEALTH CORP	27-Sep-28	29-Dec-23	95.26	46,939	4693845.60%	11.95%
U S T INC	31-Dec-25	5-Jan-09	83.02	43,963	4396203.50%	13.74%
EXXON MOBIL CORP	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	40,273	4027183.13%	11.43%
NORTHROP GRUMMAN CORP	10-Dec-51	29-Dec-23	72.05	39,495	3949426.66%	15.82%
TRANE TECHNOLOGIES PLC	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	39,238	3923693.49%	11.40%
F M C CORP	22-Apr-31	29-Dec-23	92.69	37,001	3699995.48%	12.02%
CATERPILLAR INC	2-Dec-29	29-Dec-23	94.08	36,903	3690210.17%	11.83%
BRISTOL MYERS SQUIBB CO	8-Sep-33	29-Dec-23	90.31	34,867	3486607.85%	12.28%
TOOTSIE ROLL INDS INC	31-Dec-25	29-Dec-23	98.00	34,401	3440011.10%	11.25%
PFIZER INC	17-Jan-44	29-Dec-23	79.95	28,990	2898900.69%	13.71%
KROGER CO	26-Jan-28	29-Dec-23	95.93	28,345	2834362.61%	11.28%
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	15-Feb-34	29-Dec-23	89.87	27,053	2705196.76%	12.03%
EMERSON ELECTRIC CO	5-Sep-44	29-Dec-23	79.32	24,098	2409682.63%	13.57%

Interessant ist, dass die echten «Compounder» sich über Jahrzehnte etabliert haben, keine der Mag7 enthalten, und außer IBM auch kein großes Technologieunternehmen. Vermutlich liegt das daran, dass die heutigen Tech-Giganten noch relativ junge Unternehmen sind. Und fairerweise muss man auch erwähnen, dass in der Zusammenfassung des Berichts bemerkt wird, dass *«die höchste annualisierte Rendite für eine Aktie mit mindestens 20 Jahren Renditedaten 33,38% betrug, die von Nvidia-Aktionären erwirtschaftet wurde»*. Aber ich glaube, dass es auch daran liegt, dass es so schwer ist, immer an der Spitze des technologischen Wandels zu stehen (IBM ist vielleicht das perfekte Beispiel dafür).



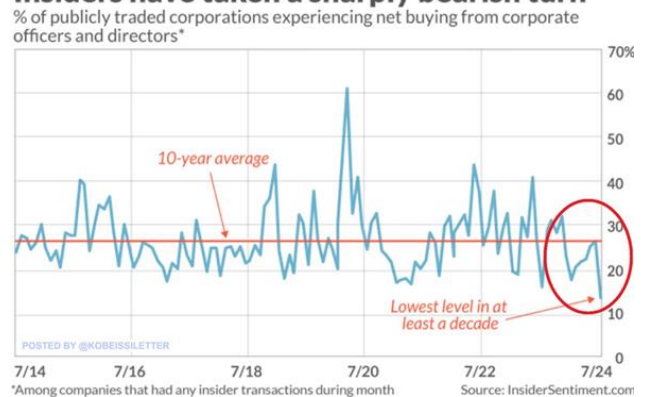
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Ich möchte damit meiner Überzeugung Ausdruck verleihen, dass gute Investments und eine entsprechende Anlageperformance auch außerhalb der heutigen Modeaktien gefunden werden können. Und für alle, die angesichts unserer hartnäckigen Short-Position verzweifeln könnten, empfehle ich sich daran zu erinnern, dass sich der Aktienmarkt in Zyklen bewegt. Der jüngste Zyklus ist m.E. weit über das übliche Alter hinaus verlängert worden, da wir seit 2007-09 keinen echten Bärenmarkt mehr erlebt haben. Denn immerhin wurde der Covid-Crash von 2020 noch vor Jahresende mehr als wettgemacht, und auch die Korrektur im Jahr 2022 erwies sich als eine relativ kurze Angelegenheit, die den Drang der Anleger zum «Buy-the-Dip» (Kauf die Korrektur!) verstärkte (siehe MSCI World Chart auf Seite 10).

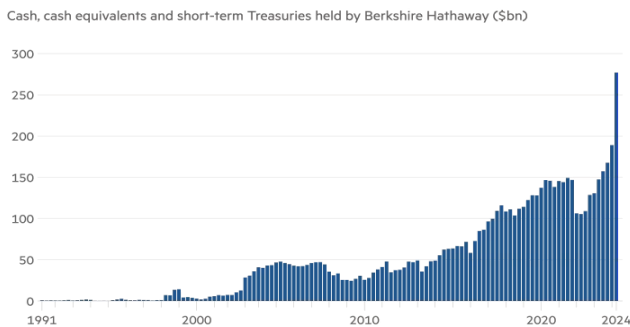
Und obwohl andere regionale Märkte in Europa, Japan oder den Schwellenländern seit der GFC ebenfalls gut abgeschnitten haben, ist die USA mit den heutigen Marktführern und dem entsprechenden Momentum, das globale Spekulanten anzieht wie das Licht die Motten, zum «Go-to-Market» geworden. Und doch sind die Anzeichen mangelnder Attraktivität (von denen die es wissen müssten) und damit einhergehender Überbewertung kaum zu leugnen.

## Insiders have taken a sharply bearish turn



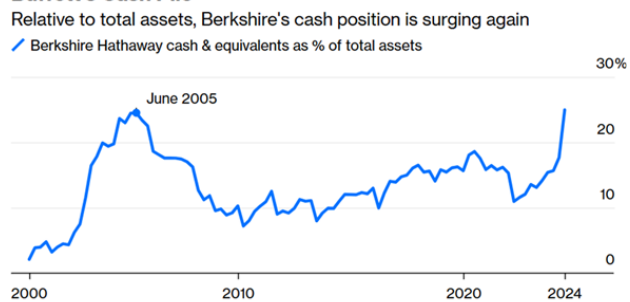
Insider-Aktivitäten, @KobeissiLetter, X, 26JUL2024

## Berkshire's cash pile hits a record \$277bn as it slashes Apple stake



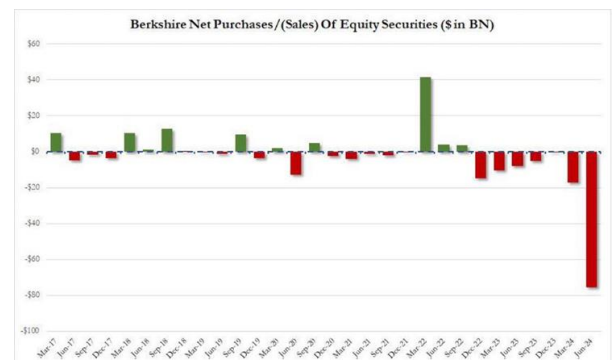
Berkshire Hathaway's rekordhohe Cash-Bestände, FT, 3AUG2024

## Buffett's Cash Pile



Buffet's Bargeld-Hort, Bloomberg, 5AUG2024

Zuletzt wurde auch viel über die steigenden Cash-Bestände von Berkshire Hathaway berichtet, die nicht nur auf Warren Buffet's Liquidationen von Apple-Aktien zurückzuführen sind. Wenn US-Aktien so attraktiv sind, warum investiert er dann lieber in US-T-Bills? Zudem steigen die Barmittel nicht nur absolut, sondern auch relativ zum Gesamtvermögen und seine Verkäufe haben sich jüngst beschleunigt.



BRK's Netto-Aktienkäufe & -verkäufe @JacobKinge, X, 4AUG2024

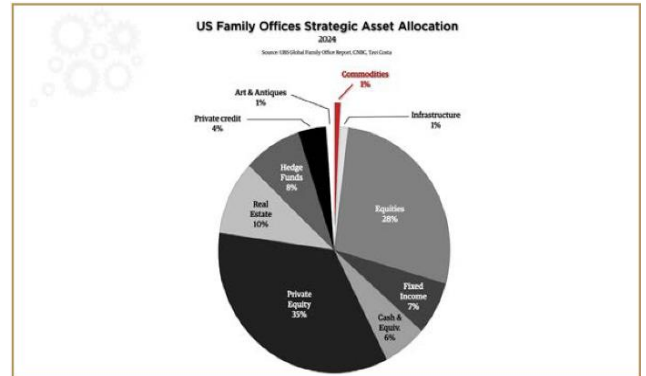


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

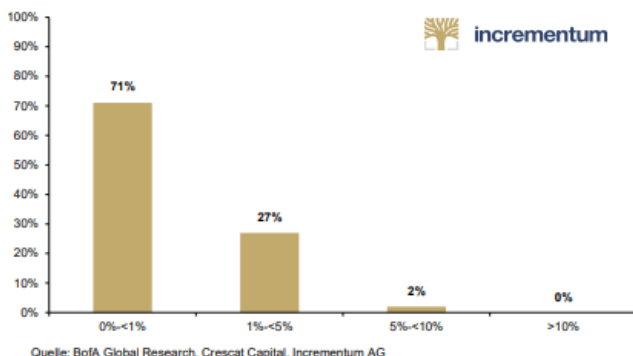
Ich bin überzeugt, dass das Stimmungspendel wie immer zu weit nach einer Seite ausgeschlagen ist, um nicht wieder in die andere Richtung zu schwingen. Die «Rückkehr zum Mittel» ist ein inhärentes Merkmal des Preisbildungsprozess an den Finanzmärkten, und hier haben wir noch einen langen Weg vor uns, was Big Tech, aber auch Private Assets betrifft, um zum Mittelwert zurückzukehren oder gar die andere Seite des Pendels auszuloten / in Ungnade zu fallen.

Dem Thema Private Assets könnte ich eine ganze SR-Ausgabe widmen, möchte Sie hier aber nur daran erinnern, dass sich diese zuletzt 2008 als problematisch für die Anleger erwiesen, als ihre mangelnde Liquidität und fehlende Mark-to-Market-Bewertung schwere Verluste und Anlegerenttäuschungen verursachten. Das Engagement in dieser Anlageklasse ist heute vergleichsweise noch grösser und weiter (bis unter Retail-Kunden) verbreitet.



[Who are you?](#), Grant Williams, TTMVGH, 22JUL2024

Gold-Allokation von US-Vermögensberatern, 2023



Quelle: BofA Global Research, Crescal Capital, Incrementum AG

[In Gold We Trust Report 2024](#), S. 18

Schliessen möchte ich mit einer Grafik aus dem diesjährigen *In Gold We Trust Report*, die einen Überblick über die von Anlageberatern (in den USA) empfohlene Goldallokation gibt und für sich selbst spricht. Wie sehr wir mit unserer **IASF**-Goldallokation von der Masse abweichen, ist leicht zu erkennen. Aber wir sind gerne konträr, auch wenn das bedeutet, dass wir zu früh dran sind. Denn so ist es uns immer wieder gelungen nachhaltig Wert zu schaffen.

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

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)

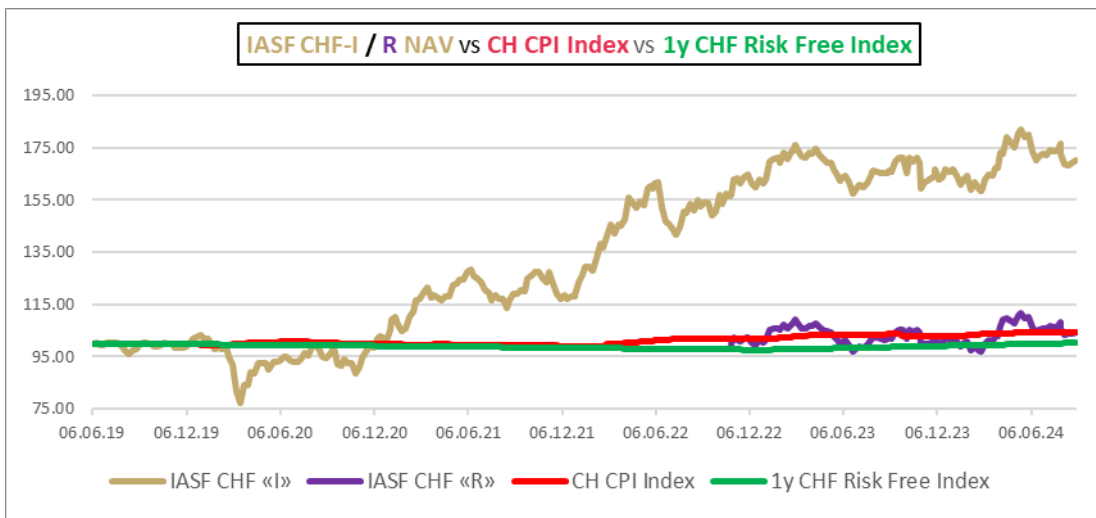
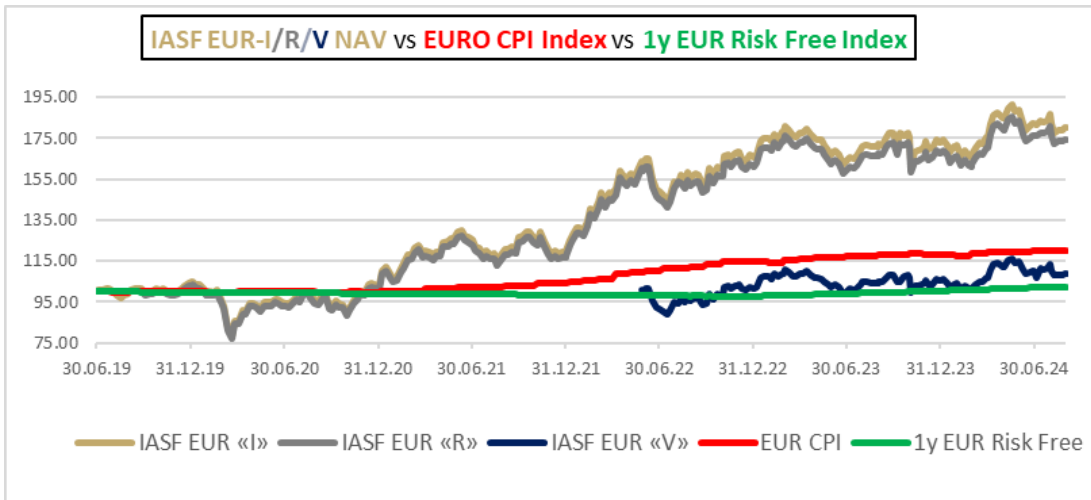
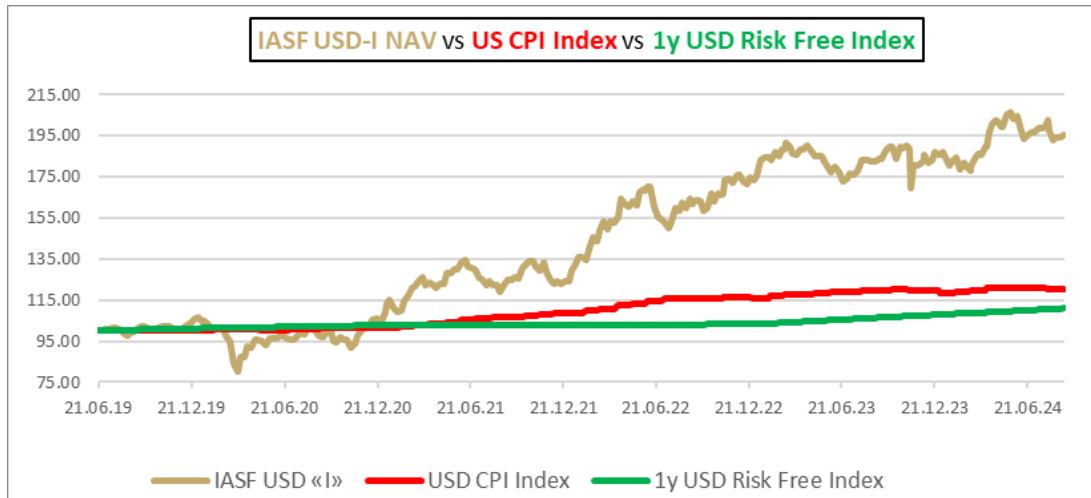




# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## Anhang \*



\* Die Grafiken zeigen die Wertentwicklung des NAV (I- und R-Anteile) der IASF bis zum letzten Bewertungstag (30AUG2024) im Vergleich zur jeweiligen risikofreien 1-Jahres-Staatsrendite sowie zum relevanten CPI-Index in der jeweiligen Wahrung als Proxy fur den Kaufkraftverlust ab Beginn des Anlagezeitraums (6Jun2019 fur „I“-Anteile; 26Sep2019 fur EUR-R-Anteile; 20MAY2022 fur EUR-V-Anteile; 2NOV2022 fur CHF-R-Anteile) auf indizierter Basis.



### IASF – 8 Investment Lektionen des PM

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



incrementum

#### Disclaimer

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

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

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

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

