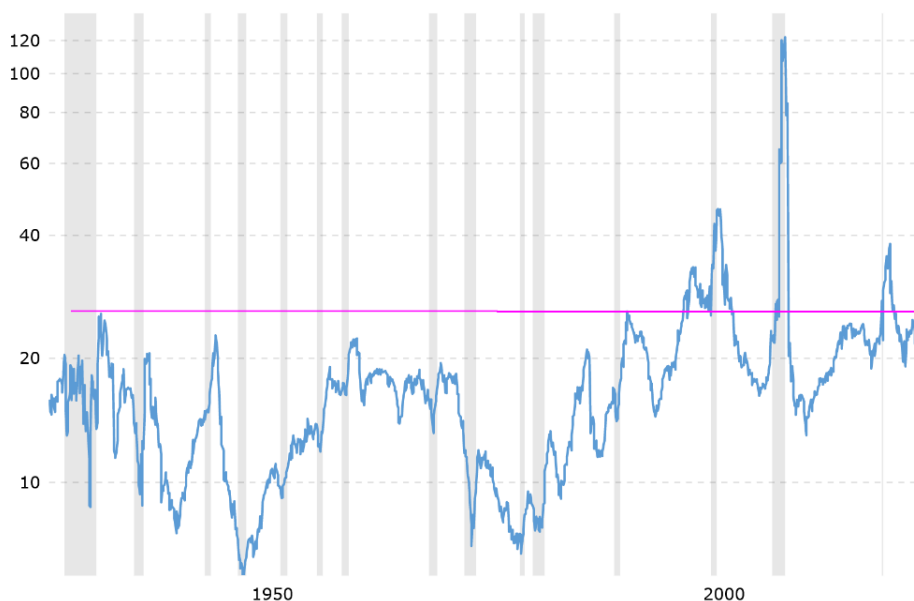


Der März 2024 sah den schon im vorigen Monatsreport angekündigten deutlichen Rückgang der Börsenkurse gemessen anhand der gängigen westlichen Aktienindizes mit deutlichen Kursrückschlägen, Monatsrenditen von SP 500 -4,2%, DAX -3%, NASDAQ 100 -4,45%. Dementgegen konnten die GAMAG-Strategien, wie schon im Vormonats-Report angekündigt, ihren Wert voll halten, ja sogar noch klein hinzugewinnen. Die GAMAG-Strategien konnten damit ihre wesentliche Eigenschaft, den Schutz gegen stärkere Kursrückgänge, wieder einmal eindrucksvoll nachweisen. Wenn die Kurse steigen, gewinnt jeder der long ist, auf steigende Kurse setzt. In den massiv manipulierten Märkten bis 2021 war jeder ein

Strategie	April 2024	% gg.Vormonat	% seit Handelsstart
G.A.M.A.G Black+White	18.291,60	+ 0,36 %	+ 548,99 %
G.A.M.A.G Vola+Value	11.369,97	+ 0,10%	+ 35,32 %

Gewinner. Ob ein Portfolioverwalter aber eine langfristig funktionierende Strategie hat(te), zeigt sich immer erst nach einem Rückschlag in den Aktienmärkten von 30% und mehr. Alternative Anlagestrategien liefern, jedenfalls wenn man gängige Long-Short-Strategien im Aktienmarkt betrachtet, als Daumenregel 2/3 der Aufwärtsbewegung und 1/3 der Abwärtsbewegung aber mit umgekehrten Vorzeichen. Statt 100% Aktienkurssteigerung liefern sie also nur 66% in der Aufwärtsphase, aber wenn danach die Kurse -50% fallen, eben weitere +16% auf damit dann gesamt + 82%. Und diese einfache Abschätzung zeigt den Wert solcher alternativer Anlagestrategien. Während der klassische, nicht abgesicherte Dauer-Anleger bei + 100% Jahresgewinn und danach -50% Jahresverlust im Folgejahr in der Vermögensentwicklung dort ist, wo er begann, nämlich wieder genau bei 0% Gesamt-Rendite, verbleibt es bei dem Investor in alternativen Anlagestrategien immer noch bei knapp einer Kapitalverdopplung, und Kursgewinnen, auch wenn die Kurse fallen.

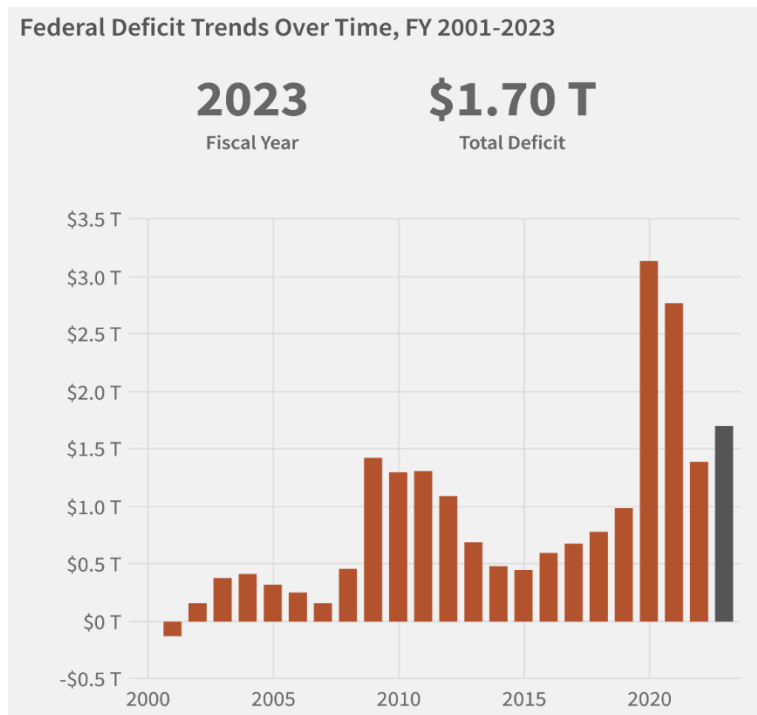
Die Frage, ob man absichert, ist eine der Kernfragen der Börsenspekulation, eigentlich die wichtigste Frage überhaupt. Wer nicht absichert, gerade wenn Absicherungen billig sind, und dann in einen Crash läuft, erreicht eine massiv schlechtere Entwicklung gegenüber dem abgesicherten Anleger, und es benötigt gegebenenfalls Jahre, wenn nicht Jahrzehnte, um hier wieder auch nur gleichzuziehen. Wer kontinuierlich und immer absichert, verliert dagegen kontinuierlich gegenüber dem Daueranleger. Die Kunst besteht also darin, in gefährlichen Marktphasen, und solche sehen wir aktuell gegeben, abzusichern. Wird dies für 2024 die richtige Strategie sein? Wir denken ja. Die Kurse sind bewertungstechnisch betrachtet weiterhin auf einem extrem hohen Niveau. Der nebenstehende Chart zeigt die



Entwicklung des KGVs für den amerikanischen Aktienmarkt während der letzten 100 Jahre, dem Divisor aus dem jeweiligen Indexstand und der Summe der Jahresgewinne der im Index enthaltenen Aktien. In Phasen mit leichter Inflation und mittelhohem Zinsniveau, wie etwa Ende der 60er Jahre waren maximale KGVs von 15 bis 20, vielleicht einmal bis 25 in Rezessionsphasen die Normalität. Mit der manipulativen Gelddruckerei der Zentralbanken seit 1998 kam es zu immer absurderen Bewegungen im Kurs-Gewinn-Verhältnis. Sowohl

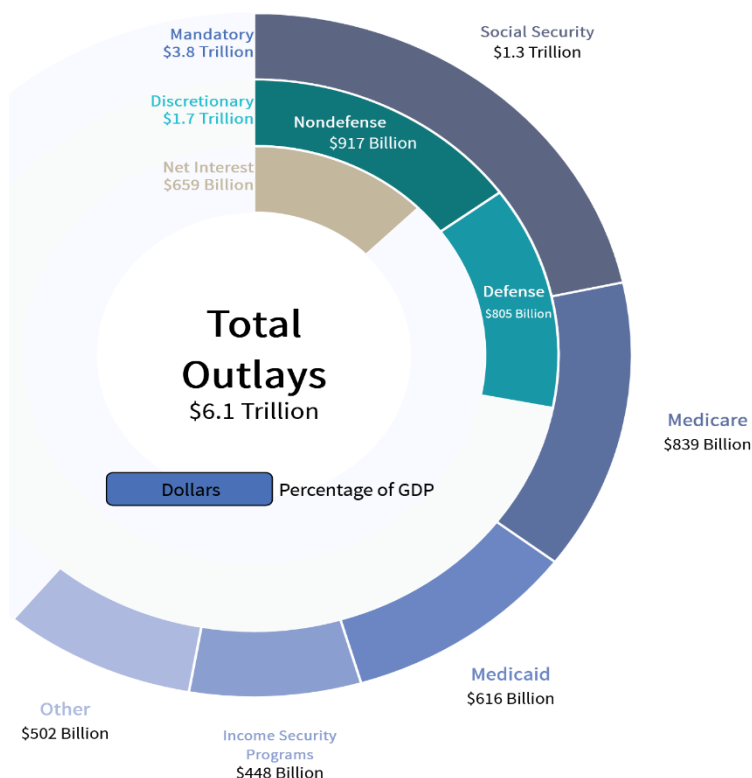
die Technologieblase des Jahres 2000, beziehungsweise deren Platzen im Jahr 2002/2003 (KGV 50) wie die sogenannte Finanzkrise des Jahres 2008 (KGV 120), wie die Gewinn-Implosion infolge der Coronakrise (KGV 40 in 2020) führten zu extremen Kursständen im Verhältnis zu den von Aktiengesellschaften noch erzielten Gewinnen. Von einem kurzen Gewinnschub nach der sogenannten Finanzkrise, der zusammen mit den massiv zurückgekommenen Aktienkursen wieder zu einigermaßen vernünftigen KGVs von 15 führte, liegt das KGV seit 2000 quasi kontinuierlich über 20. Gerade

in Anbetracht der aktuellen Zinssituation völlig unververtretbar. Wie schon im Vormonatsreport angesprochen, erlebten wir nicht nur im April sondern auch im Folgemonat Mai eine Zinsversteifung, ein erneutes Anziehen der Zinsen gerade auch was die längerfristigen Zinssätze betrifft, also des 10- beziehungsweise 30-Jahres-Segments in den USA. Solch länger laufende Anleihen bieten jetzt schon wieder Renditen knapp unter der 5%-Marke. Das heißt das risikolose KGV liegt bei 20. Und dafür, dass man das Aktienmarkt-Risiko übernimmt, sollte man schon mindestens 1 oder 2 KGV Punkte weniger bekommen (ein geringeres KGV steht für einen Renditeaufschlag, also ein mehr an Rendite), also müsste das Durchschnitts KGV für den S+P 500 bei 18 liegen. Und was ist nun der aktuelle Wert? 27,5! Also sind wir 50% überbewertet. Und dies nicht etwa aufgrund bereits wegen einer Rezession zusammengebrochener Gewinne, sondern in einer Wirtschaftssituation, Oh zwar in einzelnen Ländern, speziell der Bundesrepublik Deutschland, die Wirtschaftsentwicklung als unbefriedigend bezeichnet werden muss, wo aber der Rest der Welt weiterhin auch aktuell noch massiv wächst, und die Gewinne steigen. Anders ausgedrückt: Bekämen wir jetzt auch noch eine Rezession, und die übliche Entwicklung während einer Rezession, deutliche Gewinneinbrüche, würde das KGV sich mutmaßlich in den Bereich 50+ bewegen, was dann Kursrückgänge zwingend macht. Wird die aktuelle Situation also dazu führen,

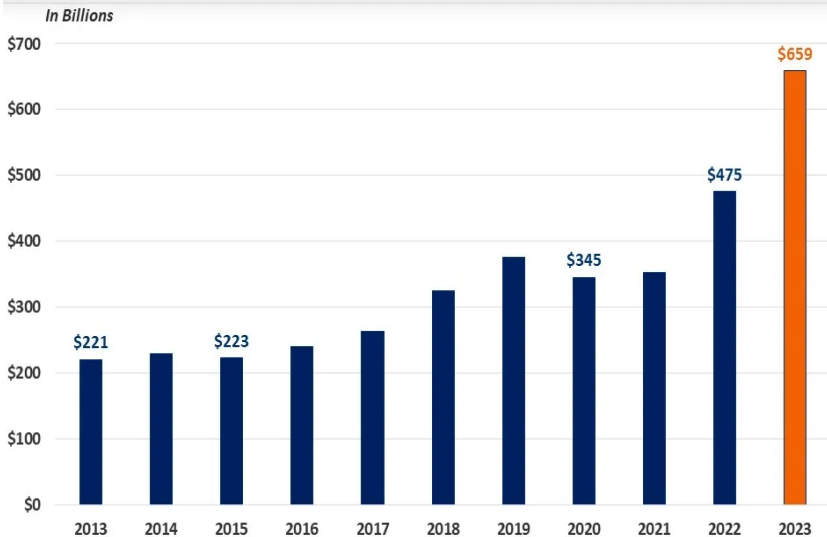


wozu sie eigentlich führen müsste, einem deutlichen Kursrückgang, vielleicht sogar einem Crash? Wir wissen es naturgemäß nicht, und niemand kann es wissen. Wie schon der alte Börsenspekulant Kostolany sagte: Ob jemand ein fähiger Börsenspekulant ist, wissen erst die Erben. Die Absicherung, der Hedge, kostet Geld, kostet Performance, und wirkt typisch nur, wenn die Kurse fallen. Nur sehen wir ein außergewöhnlich schlechtes Bewertungsniveau für eine nicht abgesicherte Daueranlage. Niemand sollte sich der Illusion hingeben dass alles, was während der letzten 15 Jahre passiert ist, nur zu einem sehr geringen Teil durch eine Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gerechtfertigt ist. Im allergrößten Teil, und das haben wir ja im Vormonatsreport noch einmal herausgearbeitet, waren die Börsenkurssteigerungen das Ergebnis der massiven Ausweitung der Geldmenge und ausufernder Staatsdefizite. Zunächst wurde das viele frische Geld an den Aktien- und Immobilienmärkten „investiert“, besser gesagt angesichts der auf 0 gesunkenen Habenzinsen wurden absurde Preise auch für Aktien als Anlagealternative gezahlt.

Jetzt erhalten Anleger aber wieder positive Habenzinsen, sogar nennenswerte von 5%, und damit 2% über der Inflationsrate, was eine Rückkehr zu den normalen Verhältnissen etwa der 80er oder 90er Jahre darstellt. Jetzt stellt sich damit die Frage, warum ein Anleger für Aktien eine Rendite von 3,5% akzeptieren sollte, wenn angesichts der Überalterungsproblematik auf der einen Seite in den westlichen Staaten, und der extrem hohen Staatsverschuldung, eine Beibehaltung der konsumtiven Staatsausgaben, jedenfalls nicht ohne Steuererhöhungen objektiv unmöglich ist. Um dies einmal am Beispiel des US-Haushalts zu verdeutlichen: Bei einer US Wirtschaft



Net Interest Hits New Record



von aktuell rund 27000 Milliarden betragen die Staatseinnahmen (Steuern) im Fiskaljahr 2023 (bis 30. September 2023) 4400 Mrd. USD und die Ausgaben 6100 Milliarden, bei einem Staatsdefizit von damit 1700 Mrd. Das Wirtschaftsniveau von 27000 Mrd. USD war also erst einmal nur deshalb möglich, weil die US-Regierung 1700 Mrd. mehr ausgab als sie einnahm. 6-7% des US-Bruttosozialprodukts war also nur die Folge dieses deficit spending. Aufgrund der gestiegenen Zinsen haben sich aber die Kosten für diese ausufernde Staatsschuld in den letzten 3 Jahren mehr als verdoppelt, von 345 Milliarden auf 659 Milliarden im Fiskaljahr 2023. Und diese Zinsen sind, und das hatten wir ja schon als

Effekt im letzten Report herausgearbeitet, entsprechen mitnichten einen Zinssatz in Höhe des aktuellen Zinssatzes der US Zentralbank von 5,25 bis 5,5%. Die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschuld lag vielmehr bei der von uns beschriebenen Zinsdämpfung durch die Ausgabe von Staatsanleihen mit langer Laufzeit und niedrigen Zinsen in den letzten Jahren bisher noch bei durchschnittlich 3,8%. Müssten die USA heute bereits den aktuellen Zinssatz für alle historische Schulden zahlen, läge die Zinsbelastung damit bei über 1000 Milliarden USD pro Jahr. Man kann es auch anders ausdrücken: Um einen Anstieg der Zinslast wenigstens zu deckeln, müssten die USA ihr Staatsdefizit auf 0 senken, was aber nicht nur bedeutet, das 1700 Mrd. USD eingespart, oder Steuern in dieser Höhe zukünftig zusätzlich erhoben werden müssten, sondern noch weitere 400 Mrd. USD, wenn nicht die Zinsen wieder deutlich fallen. Den bleiben Sie auf dem aktuellen Niveau, dann kommt es rein aufgrund der Zinsanpassung zu einem Anstieg der Zinslast um eben jene 400 Mrd. USD. Man kann es auch prozentual betrachten. Die aktuelle Zinslast beträgt rund 15% der Steuereinnahmen, wird sich bei eine Anpassung der Zinsen für die Staatsschulden auf das aktuelle Zinsniveau der US-Zentralbank auf 25% steigern. Und hier ist nun ein Dilemma: Würde man die Steuern nennenswert erhöhen, führt dies zu einem Wirtschaftskollaps. Erhöht man sie nicht, besteht kaum eine Chance, dass die Zinsen sinken können, denn wenn die Staatsschulden weiterhin viel stärker wie das Bruttosozialprodukt steigt, müssen hohe Zinsen gezahlt werden, um die Staatsschuld refinanzieren zu können.

Die politische Ausgangslage ist klar: Vor der US-Wahl wird es keinerlei Lösung der Problematik geben. Wer immer aber 2025 US-Präsident ist, wird sich mit diesem zentralen Konflikt beschäftigen müssen, und insofern wird 2025, und werden die Jahre 2026 und folgende von hohen Verteilungskonflikten geprägte Jahre werden. Insofern erwarten wir im Gegensatz zu der aktuellen Friede-Freude-Eierkuchenbörse schon gegen Ende des Jahres massive Börsen-Ausschläge. Die Börse nimmt bekanntlich wirtschaftliche Entwicklungen 6 bis 9 Monate im Vorlauf vorweg. Betrachtet man diese fiskalischen Krisen, und die USA steht ja hier nicht alleine, sondern letztlich hat der ganze Westen über seine Verhältnisse gelebt, Dann stehen wir zukünftig vor extrem unsicheren Zeiten, und nur mit Strategien, wie auch massive Absicherungselemente enthalten, und Sachwert-basiert sind, wird es möglich sein das Vermögen zu steigern und zu erhalten. Die GAMAG-Strategien bieten diese Eigenschaften. Wir sehen daher positive kontinuierliche Wertentwicklungen für unsere Strategien, dies aber in einem zunehmend unfreundlichen politischen und wirtschaftlichen Umfeld.