



2023 / 03  
**Seasonal Reflections**  
**Echo-Blasen & rosa-rote Brillen**

*\* Meine Frau bemerkte eben meine Anrede und meinte diese gehöre doch angepasst... - Diese Form der Anrede mag wie ich etwas altmodisch sein, aber sie richtet sich an **ALLE** Leser, egal welchen Geschlechts. Persönlich(!) finde ich Leser\*innen / Investor\*innen eine Verunglimpfung unserer Sprache, die sich wie so vieles heute mehr mit der Form als der Substanz beschäftigt. Alle die das anders sehen bitte ich um Verständnis und hoffe auf Ihre Toleranz!*

Liebe Leser / Investoren\*,

Es sind Sommerferien, und in Liechtenstein ist es saisonal ruhig geworden, da viele Einwohner ihre bevorzugten Urlaubsziele aufgesucht haben. Trotz einer zunehmend einseitigen politischen Debatte zur Bekämpfung der globalen Erwärmung scheinen diese weiterhin bevorzugt im Süden Europas zu liegen, was wohl die Widerstands- und Anpassungsfähigkeit unserer Spezies unterstreicht...

Seit unsere Töchter die Schule und das elterliche Nest verlassen haben, verbringen meine Frau und ich den Sommer im Ländle. Mit dem Luxus eines klimatisierten Büros und eines gut isolierten Heimbüros machen uns auch Temperaturen über 30 Grad kaum etwas aus. Und für längere Zeit im Freien begeben wir uns bei entsprechenden Temperaturen gern in höhere Lagen, wo das Klima angenehmer und die Aussichten spektakulär sind.



Bad Ragaz / Pizol, 18JUN2023, HGS

Angesichts der Ferienzeit möchte ich ein Buch empfehlen, das ich kürzlich gelesen habe. Trotz seines etwas großspurigen Titels hat sich "Wie die Welt wirklich funktioniert" als "eine unverzichtbare Analyse der modernen Wissenschaft und Technologie, die unser Leben im einundzwanzigsten Jahrhundert möglich macht" erwiesen, und ich fand Vaclav Smils wissenschaftliche Erörterung unserer Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft eine faszinierende, ausgewogene und äußerst informative Lektüre.

**Inhaltsverzeichnis** (rot unterstrichene Passagen sind aktive Weblinks):

- 4 Jahre IASF ..... S. 3
- Über die Bedeutung der Verschuldung ..... S. 7
- Die Makro-Überraschung des 1H 2023 ..... S. 11
- Rückblick auf (ein herausforderndes) 1H 2023 ..... S. 18
- Volltreffer und Nieten ..... S. 22



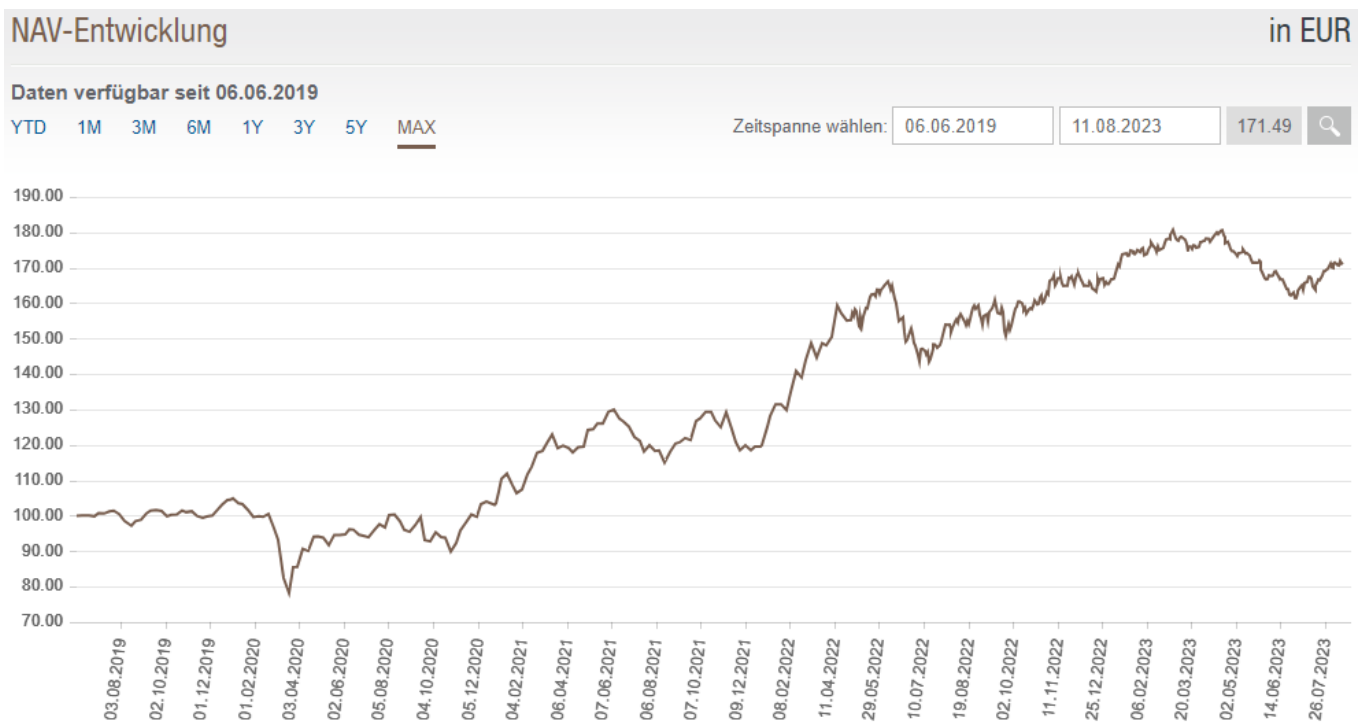
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## 4 JAHRE IASF

Vor vier Jahren habe ich einen neuen Weg in meiner beruflichen Laufbahn eingeschlagen und bin als Fondsmanager zur **Incrementum AG** gekommen. Meine Absicht war es dabei einen Fonds zu gründen, der meinen eigenen All-Wetter-Investmentansatz, den ich in dreißig Jahren Arbeit mit internationalen vermögenden Privatpersonen entwickelte, umsetzt und der es neuen Investoren ermöglicht gemeinsam mit mir und den Seed-Investoren des Fonds zu co-investieren.

Eine Fonds-Lancierung bringt ihre eigenen Herausforderungen mit sich, aber insgesamt haben unsere frühen und langfristigen Anleger wenig Grund zur Klage. Obwohl das zweite Halbjahr 2019 vor allem im Zeichen der Auflegung des **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** und der anfänglichen Mittelbeschaffung stand, erzielten wir eine inflationsübertreffende Rendite von 4,5% (über 6,5 Monate). 2020 begann dann mit unerwartet schlechtem Wetter, aber wie die Grafik zeigt, konnten wir unseren ersten (Covid-19 bedingten) Rückgang des Nettoinventarwerts (NAV) von 25,5% (3.1.-20.3.2020) relativ unbeschadet überstehen, da der **IASF** das Jahr weitgehend unverändert (-1,0%) beendete.



### IASF-EUR-I-Anteilsklasse (IFM)

2021 war ein besseres Jahr, auch wenn die Exzesse der "Everything Bubble" und der Gegenwind, den wir durch einen (hauptsächlich Energiesektor-bedingten) Rückgang des NAV zur Jahresmitte (10.6.-19.8.2021: -11,5%) erlebten, für temporären Frust sorgten. Dies hinderte den **IASF** jedoch nicht daran, für das gesamte Jahr 2021 einen respektablen Wertzuwachs von 15,9% zu erzielen.



Und dann kam das Jahr 2022, in dem zum ersten Mal ernsthaft Luft aus der "*Everything Bubble*" entwich, da der steigende Inflationsdruck der Erwartung anhaltender Nullzinsen ein Ende setzte. Doch trotz eines erneuten unterjährigen Rückgangs des NAV um 13,6% (6.6.-6.7.2022) gelang es dem **IASF** im Jahr 2022, welches im Durchschnitt mit hohen zweistelligen Verlusten in die Investment-Geschichte eingehen wird, eine Performance von 38% zu erzielen.

Inzwischen haben wir mehr als die Hälfte des Jahres 2023 hinter uns gebracht, und nach einem soliden Start (+10,5%) hat der **IASF** zuletzt einen erneuten Rückschlag erlebt. Wie das NAV-Diagramm auf der vorhergehenden Seite zeigt, hat sich dieser vom 18.4. (EUR-I: NAV 180,63) bis zum 28.6. (NAV 161,47) hingezogen, was einem Rückgang von 10,6% entspricht. Natürlich befinden wir uns noch in der Aufarbeitung dieses jüngsten NAV-Rückgangs, da bisher keine neuen Höchstwerte erreicht wurden, aber wir sind zuversichtlich, dass auch diese Korrektur einen ähnlichen Verlauf nehmen wird wie die vorherigen Rückgänge.

Eine interessante Erfahrung war in diesem Zusammenhang für uns, wie sich die erfreulichen Nettomittelzuflüsse der ersten viereinhalb Monate des Jahres in Abflüsse verwandelten. Es scheint, dass vor allem viele **IASF**-Neuanleger auf dem falschen Fuß erwischt wurden und von diesem jüngsten Rückschlag besonders enttäuscht oder überrascht waren, was mich persönlich wiederum erstaunte. Dies veranlasste mich auch dazu, die Situation bereits im Mai ausführlicher zu erläutern (s. [SR-Spezial vom 31.5.2023](#)), und ich habe auch bei dieser Rückschau noch einmal die Gelegenheit genutzt, um zu zeigen, dass Rückschläge wie der in diesem Jahr immer wieder vorkommen.

Natürlich habe ich versucht Erklärungen für die jüngsten Nettomittelabflüsse zu finden. Vielleicht haben einige Anleger die Tatsache außer Acht gelassen, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit keine Garantie für die künftige Wertentwicklung ist. Möglicherweise war aber auch einfach das herausragende Ergebnis des letzten Jahres zu verlockend, zumal sich dieses konträr zum allgemeinen Markttrend ergab. Nun da das Pendel der relativen Performance auf die andere Seite umgeschlagen ist, hat sich die Anleger-Euphorie offenbar etwas gelegt.

All denen, die sich nun Sorgen machen, dass die **IASF**-Performance negativ mit der des Aktienmarktes korreliert, kann ich nur sagen, dass der **IASF** ein globaler Strategiefonds und kein einfacher Long-Only-Aktienfonds ist. Er generiert Alpha aus verschiedenen Anlageklassen, sowie aus unserer gewählten Währungsallokation, und bisher hat sich unsere Gesamtpositionierung meist als hinreichend vorausschauend erwiesen, um positive Erträge zu generieren – wenn auch nicht immer und in jeder Phase.

Eine weitere Erklärung für die augenscheinliche Enttäuschung der Anleger könnte sein, dass sie das Mandat des **IASF** fehlinterpretiert haben. Auf der [Fonds-Homepage](#) und unserem Marketingmaterial beschreiben wir dieses wie folgt:



„Der **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** verfolgt eine universelle, globale Investmentstrategie, die alle Anlageklassen beinhaltet und ihre Investments im Einklang mit der Wetterlage an den Finanzmärkten vornimmt. Da wir nicht index- und trend-, sondern themen- und wert-orientiert investieren, verzichten wir auf den Einsatz von Benchmarks. Wir legen grossen Wert auf Fundamentalanalyse und bevorzugen Direktanlagen gegenüber Derivaten. Letztere werden vor allem zum Zweck der Risikosteuerung eingesetzt. Unseren Investoren bieten wir durch unsere regelmässige Berichterstattung hinreichend Transparenz, sowohl was strategische Überlegungen und Portfoliopositionierung betrifft als auch bezüglich unserer Einschätzung der sozio-ökonomischen und politischen Entwicklungen, die unsere Anlageentscheidungen beeinflussen. Unser Ziel ist es, ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum des Anlagevermögens über den Marktzyklus zu erreichen.“

Vielleicht hat dies zu viel Spielraum für Interpretationen gelassen? – Manche unserer neueren Anleger haben vielleicht das erklärte Ziel, unsere *„Investments im Einklang mit der Wetterlage an den Finanzmärkten“* vorzunehmen, als Versprechen verstanden immer in die Anlageklassen zu investieren, die im fortschreitenden Marktzyklus bevorzugt werden. Damit wären wir allerdings mit perfekter Voraussicht gesegnet, die weder ich noch irgendjemand anderes im **Incrementum**-Team trotz mehr als drei Jahrzehnten Vermögensverwaltungserfahrung bisher entwickeln konnte ☺. – Mit der oben zitierten Aussage ist stattdessen gemeint, dass wir unsere Portfolioallokation gegebenenfalls durch den Einsatz von Instrumenten anpassen, die wir für geeignet halten das allgemeine Marktrisiko zu steuern.

Im Nachhinein mögen einige Anleger argumentieren, dass wir in diesem Prozess nicht flexibel genug waren, da wir unsere Absicherungen aufgebaut und beibehalten haben, als der Markt gegen sie lief. Aber das ist im Nachhinein immer leicht festzustellen. Außerdem hätte jeder, der unsere *„Seasonal Reflections“* gelesen oder sich eingehender mit der Entwicklung des Fonds beschäftigt hat, festgestellt, dass wir in den Vorjahren den gleichen Ansatz verfolgt haben. Der Grund dafür ist, dass wir keine Trader sind und unsere Allokationsentscheidungen immer stark wertorientiert erfolgen.

Als Fondsmanager investieren wir *„nicht index- und trend-, sondern themen- und wert-orientiert“* ist dabei eine weitere Kernaussage. Hier ist eventuell eine wichtige Botschaft verloren gegangen, denn ich bin immer davon ausgegangen, dass ein wertorientierter *„Investor“* ein Synonym für einen langfristigen Anlagehorizont ist. Außerdem bedeutet die Tatsache, dass wir uns auf Anlagethemen konzentrieren, von denen wir langfristigen Rückenwind erwarten, auch, dass die Performance des **IASF** zeitweise erheblich von allgemeinen Markttrends abweichen kann. Jeder Anleger, der sich die Zeit genommen hat, *„unsere regelmässige Berichterstattung“*, insbesondere diese **Seasonal Reflections**, zu verfolgen, wird hoffentlich zustimmen, dass wir Anlegern *„hinreichend Transparenz“* darüber bieten, wie wir ihr Vermögen verwalten.



*“Unser Ziel ist es, ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum des Anlagevermögens über den Marktzyklus zu erreichen”,* unterstreicht dabei noch einmal, dass der **IASF** kein Vehikel zur kurzfristigen Spekulation, sondern besonders für langfristige Investoren geeignet ist, die bereit sind, ihre Anlage über einen vollen Marktzyklus hinweg zu halten, der zwischen 5 und 10 Jahren dauern kann.

Aber vielleicht zeigt die augenscheinliche Ungeduld mit unserem Ansatz auch nur, wie tief das passive Investieren in der Psyche der Anleger verwurzelt ist. Der Drang, sich mit den großen Marktindizes zu vergleichen, und der Mangel an Geduld bei einem aktiven Investmentansatz, ruft mir dabei die besonnenen Worte von **Oaktree's Howard Marks** ins Gedächtnis, der in **The Most Important Thing** feststellte: *“Der Wunsch nach mehr, die Angst, etwas zu verpassen, die Tendenz, sich mit anderen zu vergleichen, der Einfluss der Masse und der Traum von der sicheren Sache – diese Faktoren sind nahezu universell. Daher haben sie einen tiefgreifenden Einfluss auf die meisten Anleger und die meisten Märkte. Das Ergebnis sind Fehler, und diese Fehler sind häufig, weit verbreitet und wiederkehrend.”*

Aber dieser *“Traum von der sicheren Sache”* beim Investieren wird immer eine Illusion bleiben, und deshalb gefällt mir seine folgende Schlussfolgerung, auch wenn ich gelernt habe, dass dies leichter gesagt als getan ist: *“Anstatt zu versuchen, die Zukunft zu ergründen, sollte man versuchen herauszufinden, wo wir uns im Marktzyklus befinden, gegebenenfalls Anpassungen vornehmen, wenn wir uns den Extremen nähern, und sich mental darauf vorbereiten, Verhaltensfehler zu vermeiden, die Anleger immer wieder plagen. Der Schlüssel liegt darin, auf das typische Anlegerverhalten zu achten, das vor allem an den Extremen des Zyklus auftritt.”* (Howard Marks, **The Most Important Thing**)

Ich persönlich habe kaum Zweifel daran, dass wir uns wieder einmal an einer Wende des Zyklus befinden, was uns dazu veranlasst hat, vorsichtiger zu sein, als es im Nachhinein (!) gerechtfertigt war. Aber wie **Niels Bohr oder Mark Twain oder ein anderer weiser Mensch** einmal formuliert hat: *“Es ist sehr schwierig, Vorhersagen zu treffen, vor allem über die Zukunft.”* – Tatsache ist, dass wir die Zukunft nicht vorhersagen können, und so habe ich auch noch keinen Investmentmanager (oder eine KI) gefunden, die in der Lage gewesen wären, den Verlauf der Finanzmärkte korrekt vorherzusagen. Und deshalb habe ich in meinen 8 Investment Lektionen (s. Seite 32) festgehalten: *„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.“*

Und so hoffe ich, dass jeder, der diese **Seasonal Reflections** liest und gar ein Investment in den **IASF** erwägt, sich die folgende Frage stellt: Ist dies eine geeignete Investment-Strategie für mich, und habe ich genügend Überzeugung, um dem **IASF** mein Geld langfristig anzuvertrauen?

~~~~~

P.S.: Was das Thema Vertrauen anbelangt, so habe ich vor kurzem die folgende Frage von einem Leser erhalten, der sich für den Fonds interessiert: "Wie kann ein Anleger Vertrauen in einen Fonds aufbauen, der lediglich über ~3 Jahre historische Daten verfügt?" – Meine Antwort darauf war: "Das kann natürlich jeder Anleger nur individuell für sich entscheiden. Sind 3 Jahre historische Daten genug? (Der **IASF** hat inzwischen 4.) – Oder 5 Jahre? – Oder vielleicht 10 Jahre? – Laut einer aktuellen Morningstar-Studie ([Morningstar's European Active / Passive Barometer, 2022](#)) schließen fast 50% aller Fonds innerhalb von 10 Jahren, und nur 30% schaffen es bis zur 20-Jahres-Marke, so dass Ihre Auswahl zunehmend eingeschränkt wird.

Zudem ist ein Fonds ein institutionelles Anlageportfolio, d.h. es kann alle möglichen Veränderungen erfahren, angefangen beim Wechsel des Managementteams, bis hin zu Anpassungen der Anlagestrategie sowie deren Umsetzung. Persönlich bin ich der Meinung, dass die Due-Diligence-Prüfung von Fonds viel mehr umfassen sollte als nur die Betrachtung der bisherigen Performance oder anderer rein quantitativer Daten. Dabei leisten insbesondere professionelle Fondsrating-Agenturen wie Morningstar oder Lipper die Arbeit für jeden, der bereit ist, dafür zu bezahlen."



Die Gesamtstrategie und die Ziele des **IASF** werden sich in den nächsten Jahren nicht ändern, aber als Manager werden auch wir unsere Prozesse ständig überprüfen, um unsere Ergebnisse weiter zu optimieren. – Schließlich ist es auch eine der Hauptherausforderungen für einen Fondsmanager sich vom Einfluss von Gier und Angst freizumachen. Persönlich werde ich eher von Letzterem beeinflusst, denn ich habe die Dinge tendenziell immer skeptischer gesehen, als dies der Markt zu tun schien. – Aber ist das eine so schlechte Eigenschaft, wenn man Geld verwaltet?

Ich habe die Erfahrung gemacht, dass die Vermeidung größerer Verluste eine wichtigere Zutat für langfristigen Anlageerfolg ist, als der Versuch nach den Sternen zu greifen. Daher mache ich mir keine allzu großen Sorgen, wenn der **IASF** Phasen erlebt in denen er hinter den großen Börsenindizes zurückbleibt. Wer an der Entwicklung von DAX oder Nasdaq partizipieren will, kann dies mit preiswerteren Fonds tun. Für mich und uns ist es wichtig das Verlustrisiko zu reduzieren, denn große Verluste sind sehr schwer wieder aufzuholen. Und das ist mir als Portfoliomanager immer gut gelungen.

Insgesamt bin ich zuversichtlich, dass wir, wenn wir weiterhin an unserem Gesamtkonzept festhalten, auch in den nächsten Jahren sehr gute Ergebnisse erzielen werden. Und ich glaube, dass wir dabei weitere Investoren gewinnen können, die unsere Vision teilen und genügend Vertrauen in unser Know-how und die Seriosität unserer Arbeit haben, um uns ihr Kapital langfristig anzuvertrauen.



## ÜBER DIE BEDEUTUNG DER VERSCHULDUNG

Wer unseren Anlageansatz verstehen will, der sollte mit den wenigen Zeilen beginnen, die die Einleitung der [IASF-Homepage](#) darstellen: "Die Finanzmarktsaison wird zunehmend vom Ende des säkularen Schuldenzyklus, sowie damit einhergehender finanzieller Repression und langfristig negativen Realzinsen geprägt. Diesen Veränderungen begegnen wir mit einer globalen, Benchmark unabhängigen Allwetter-Anlagestrategie." – Wir haben diese Aussage so prominent platziert, weil wir davon überzeugt sind, dass das Ende dieses Verschuldungszyklus das kommende Jahrzehnt prägen und enorme Auswirkungen auf die Anleger haben wird.

Um die diesbezüglichen Rahmenbedingungen darzulegen, haben wir in der **IASF**-Präsentation die Entwicklung der letzten Jahrzehnte bis in die Gegenwart wie folgt skizziert:

- Die vergangenen zwei Jahrzehnte waren durch eine zunehmend interventionistische Wirtschaftspolitik geprägt, mit der Geldpolitik als primärem Mittel zur Glättung des Wirtschaftszyklus.
- Dies ging mit einer Manipulation der Zinsen zur und unter die Nullgrenze einher, was zu einem drastischen globalen Schuldenzuwachs sowohl im privaten als auch öffentlichen Sektor führte.
- Moderate Anstiege bei Waren- und Dienstleistungspreisen liessen gar das Ende der Inflation vermuten, oder deren dauerhafte Eindämmung durch technischen Fortschritt / Produktivitätswachstum, demographische Trends, sowie die Integration der Entwicklungsländer in die globalen Produktionsketten.
- Von 2008 an setzte die Geldpolitik verstärkt auf Wertpapierkäufe (QE) mit dem Ziel A) die langfristigen Zinsen zu senken, und B) einen Vermögenseffekt und damit steigende Nachfrage zu erreichen. A) gelang, B) aber nicht, da es stattdessen lediglich zu Vermögensblasen an den Finanz- und Immobilienmärkten kam.
- Damit haben die Zentralbanken private Investoren aus dem sicheren Hafen der Staatsanleihen verdrängt und sie dazu gezwungen, anderswo höhere Risiken zu akzeptieren, um das erwartete Renditeniveau zu halten. Gleichzeitig wurde so ein Bankrott der überschuldeten öffentlichen Haushalte verhindert.
- Der private Sektor hat wiederum die günstigen Zinsen zur weiteren Schuldenerhöhung genutzt, sei es bei Konsumentenkrediten oder um Aktienrückkäufe zu finanzieren. Letztere haben sich als wesentliche Antriebskraft des Aktienbooms erwiesen.



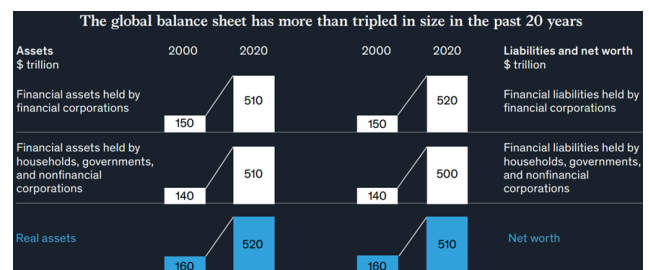
[Businessweek](#) Titelblatt, 22APR2019



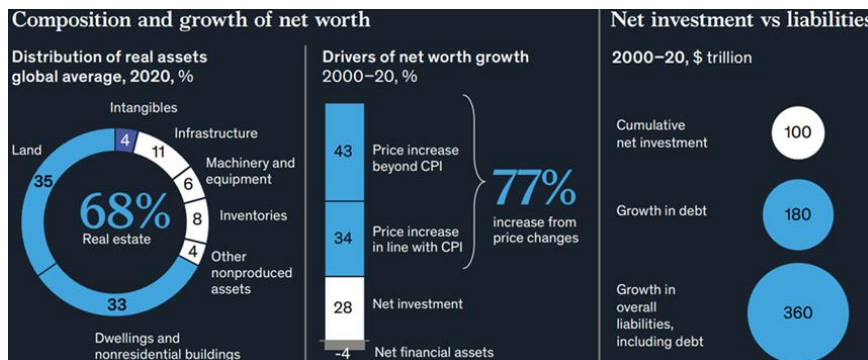


An diesem Punkt befanden wir uns zu Beginn des Jahres 2020, nämlich nahe dem Ende einer aus meiner Sicht gigantischen Vermögensblase. Um dies zu belegen, möchte ich hier aus der Studie "[The rise and rise of the global balance sheet](#)" (Das unaufhaltsame Wachstum der globalen Bilanz) zitieren, die vom McKinsey Global Institute im November 2021 veröffentlicht wurde. In der Studie wurden zehn große Volkswirtschaften (Australien, Kanada, China, Frankreich, Deutschland, Japan, Mexiko, Schweden, das Vereinigte Königreich und die USA) stellvertretend für die globalen Entwicklungen analysiert, und hier sind ihre wichtigsten Ergebnisse:

- *Der Marktwert der globalen Bilanz hat sich in den ersten beiden Jahrzehnten dieses Jahrhunderts verdreifacht, d.h. die Bilanzsumme stieg vom 4 auf das 6,1-fache des BIP.*
- *Die Welt war noch nie so reich wie heute, mit großen Unterschieden zwischen Ländern, Sektoren und Haushalten, wobei 10% der Haushalte 2/3 des Vermögens besitzen.*



(Die globale Bilanzsumme hat sich in den vergangenen 20 Jahren mehr als verdreifacht.)



(Zusammensetzung und Wachstum des Nettovermögens / Nettoanlagen vs Schulden)

- *2/3 des weltweiten Nettovermögens sind in Immobilien angelegt (davon wiederum 2/3 in Wohnimmobilien) und nur etwa 20% in Investitionsgütern, was die Frage aufwirft, ob die Gesellschaften ihr Vermögen produktiv anlegen.*

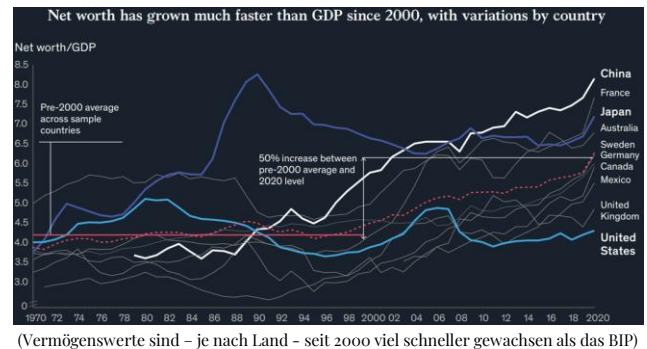
(Persönlich glaube ich, dass nichts die Folgen der niedrigsten Zinssätze in der 4000-jährigen Geschichte besser beschreibt als diese Aussage.) ... *Vermögenswerte, die einen Großteil des Wirtschaftswachstums antreiben – Infrastruktur, Industriestrukturen, Maschinen und Anlagen, immaterielle Güter – sowie Vorräte und Mineralreserven machen den Rest aus.* Hierbei ist bemerkenswert, dass mit Ausnahme von China und Japan *der Anteil des Nicht-Immobilienvermögens am gesamten Realvermögen heute geringer ist als im Jahr 2000.* Dies unterstreicht die relativ größeren Investitionen Chinas und Japans in das Produktivvermögen.







- *Nettovermögen und BIP haben sich auf globaler Ebene in der Vergangenheit synchron entwickelt, ... In den Ländern unserer Stichprobe lag das Nettovermögen 2020 im Verhältnis zum Einkommen jedoch um fast 50% höher als der langfristige Durchschnitt. Der Vermögenspreisanstieg über die Inflation hinaus, angetrieben durch niedrige Zinssätze, war der Grund für diese Divergenz, während Sparen und Investitionen nur 28% des Nettovermögenswachstums ausmachten.*



**Alle Graphiken auf dieser und der vorherigen Seite:**

[The rise and rise of the global balance sheet,](#)

McKinsey Global Institute, November 2021

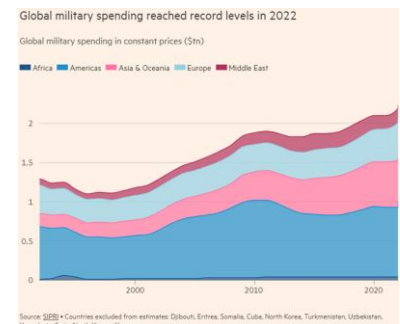
- *Für jede Netto-Neuinvestition von 1 Dollar hat die Weltwirtschaft fast 2 Dollar an neuen Schulden gemacht. ... Während die Kosten der Verschuldung im Verhältnis zum BIP dank niedrigerer Zinssätze stark zurückgingen, werfen hohe Beleihungssätze Fragen zur Risikoallokation wie auch generell darüber auf wie der Finanzsektor Kapital allokiert.*

So beschrieb McKinsey (oben *kursiv*; unsere Übersetzung), das wohl kaum als besonders kritisch gegenüber dem politischen und wirtschaftlichen Establishment angesehen werden kann, die Situation Anfang 2021. Was seitdem geschehen ist und meiner Meinung nach erhebliche Auswirkungen auf die Entwicklung der Finanzmärkte hat, beschreiben die letzten beiden Punkte aus der **IASF**-Präsentation:

- *Eine abnehmende Effizienz der geldpolitischen Maßnahmen hat dann zu einer Zunahme kreditfinanzierter fiskal-politischer Stimulus-Massnahmen geführt. Diese werden gemäß Konzepten wie MMT durch die Geldpresse finanziert.*
- *Dies wurde seit 2020 verstärkt umgesetzt, als der Kampf gegen Covid-19 selbst die drastischsten Maßnahmen zu rechtfertigen schien. Dabei wurde ein Inflationsanstieg u.E. billigend in Kauf genommen, da dieser die reale Schuldenlast senkt und so hilft, Insolvenzen und Abschreibungen im großen Stil zu vermeiden.*

Hier erreichen wir nun die Gegenwart, und der letzte Punkt entspricht unserer Interpretation des aktuellen Stands der Dinge.

Dass die Fiskalpolitik die Führung von der Geldpolitik inzwischen übernommen hat, zeigen die zahlreichen Finanzierungsprogramme seither, z.B. zur Förderung der Energiewende. In jüngster Zeit haben auch die Militärausgaben wieder zugenommen. Sie stiegen im vergangenen Jahr um 4% auf einen Rekordwert von 2,24 Billion Dollar, Tendenz weiter steigend.



FT, 13JUN2023





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

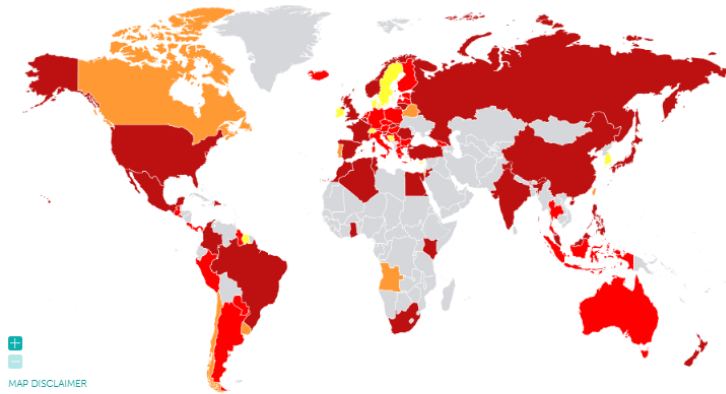
Wozu das geführt hat, zeigt die nachstehende Karte, auf der die konjunkturbereinigten Haushaltssalden der Welt für 2023 sowie ihre historische Entwicklung dargestellt werden. Ein kurzer Blick bestätigt, dass ein beträchtlicher Teil der Welt rote Zahlen schreibt, da die Regierungen die Nachfrage durch anhaltende Haushaltsdefizite "stimulieren". - Hat sich schon einmal jemand gefragt, wie das Wirtschaftswachstum aussähe, wenn es nicht durch defizit-finanzierte Staatsausgaben gestützt würde?

## Cyclically adjusted balance <sup>1</sup>

% of Potential GDP

MAP (2023)

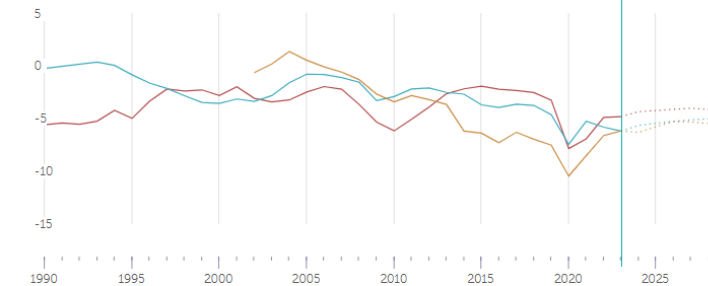
2% or more 0 - 2% -2% - 0 -4% - -2% Less than -4% not in FM sample



MAP DISCLAIMER

TREND (1990-2028)

% of Potential GDP



Zyklisch bereinigte Staatshaushaltssalden, [IMF Data Map](#), 24JUL2023

LIST (2023)

Country Region Analytical group

| Analytical group                            | Value   |
|---------------------------------------------|---------|
| Advanced economies                          | -4.79   |
| Emerging and Middle-Income Asia             | -6.41   |
| Emerging and Middle-Income Europe           | -5.92   |
| Emerging and Middle-Income Latin America    | -5.33   |
| Emerging Market and Middle-Income Economies | -6.16   |
| Euro Area                                   | no data |
| Low-Income Developing Asia                  | no data |
| Low-Income Developing Countries             | -6.16   |
| Low-Income Developing Latin America         | no data |
| Low-Income Developing Others                | no data |
| Low-Income Developing Sub-Saharan Africa    | -6.16   |
| Major advanced economies (G7)               | -5.65   |

SELECTION (2023)

|                                             |       |
|---------------------------------------------|-------|
| Advanced economies                          | -4.79 |
| Emerging Market and Middle-Income Economies | -6.16 |
| Low-Income Developing Countries             | -6.16 |

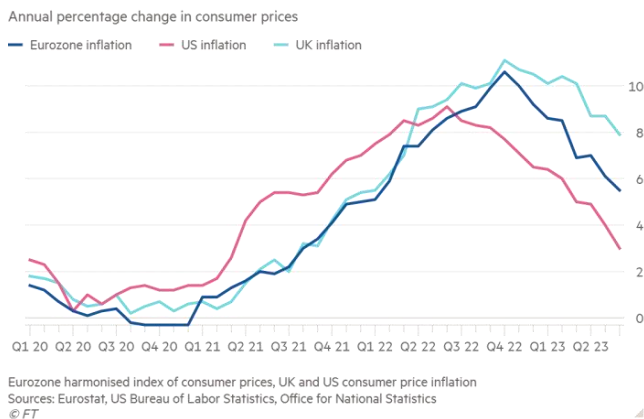
Ein Blick auf den unteren Teil des obigen Schaubilds zeigt zudem, wie sich diese strukturellen Defizite im Verhältnis zum BIP über Jahrzehnte entwickelt und dabei über alle Arten von Volkswirtschaften hinweg vergrößert haben. Wir glauben, dass dies wichtige Konsequenzen für das zukünftige politische Verhalten und damit schlussendlich auch für unsere Anlagestrategie hat. Weiter steigende Staatsquoten, einhergehend mit finanzieller Repression, sowie eine längerfristig zunehmende Geldentwertung bilden dabei u.E. die Rahmenbedingungen für jeden Investor.



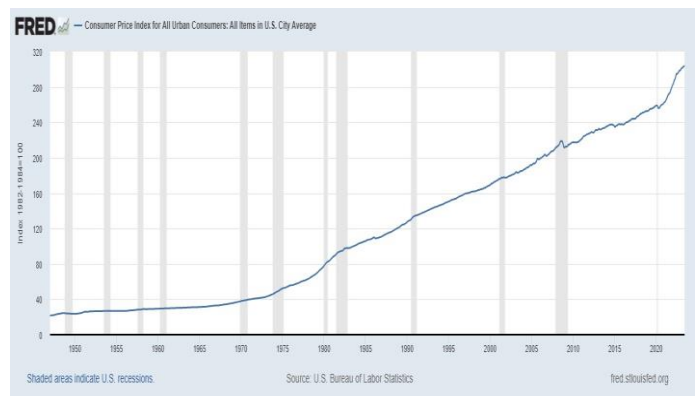


## DIE MAKRO-ÜBERRASCHUNG DES 1H 2023

Nach den bisherigen Ausführungen wird offensichtlich, dass der Nachfragestimulus durch die defizit-finanzierten Staatsausgaben nachwirkt und nicht gerade bei der Senkung des Inflationsdrucks hilft, welcher letztendlich das Ergebnis einer zu großen Geldmenge ist, die sowohl realen als auch finanziellen Vermögenswerten nachjagt. Dies bringt die Zentralbanken in eine besondere Zwickmühle, da ihr Hauptauftrag darin besteht, Geldentwertung zu verhindern und eine stabile Währung (und ein stabiles Finanzsystem) zu gewährleisten. Dabei wird das Inflationsmandat heute sowie auch schon in den letzten Jahrzehnten so ausgelegt, dass ein gradueller Kaufkraftrückgang (2% Inflationsziel) angestrebt wird. Wie das Schaubild unten links zeigt, wurde dieses Ziel in letzter Zeit weit übertroffen, obwohl die Inflationsraten im letzten Jahr zurückgegangen sind und viele Beobachter der Meinung sind, dass wir auf dem besten Weg sind, das Zentralbankziel von 2% Geldentwertung wieder zu erreichen.



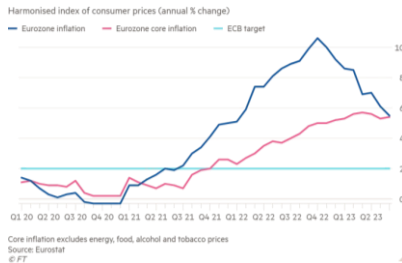
FT, 27JUL2023



Verbraucherpreis-(CPI-)Index, [St. Louis Fed](https://fred.stlouisfed.org), 27JUL2023

Die USA sind auf diesem Weg am weitesten vorangekommen: Der Anstieg des Verbraucherpreisindex im Juni lag bei 3,1% gegenüber dem Vorjahr, was die Marktteilnehmer zu der Annahme verleitete, dass das Geldentwertungsproblem gelöst und der Inflationsgeist wieder zurück in seine Flasche gesperrt wurde.

Was dabei jedoch wenig beachtet wird, ist der Schaden, den diese jüngste Inflationswelle angerichtet hat, denn der Verbraucherpreisindex in den USA ist in den vergangenen drei Jahren von 257 auf 304 gestiegen (siehe Grafik oben rechts für den langfristigen Trend), was einem Rückgang der offiziell registrierten Kaufkraft um 18,2% entspricht. Und die Situation hier in Europa ist keineswegs anders. (Erlauben Sie mir die Diskussion darüber, wie zuverlässig die offiziellen Statistiken den tatsächlichen Kaufkraftrückgang erfassen, zu umgehen).



FT, 30JUN2023

Das Diagramm rechts zeigt die Inflation in der Eurozone für den Monat Juli, die erneut auf 5,3% gesunken ist. In Anbetracht der jüngsten Energiepreiserhöhungen gehe ich davon aus, dass der Energiesektor die Inflation in den kommenden Monaten nicht mehr bremsen, sondern wieder anschieben wird.

Euro-Area Inflation in July

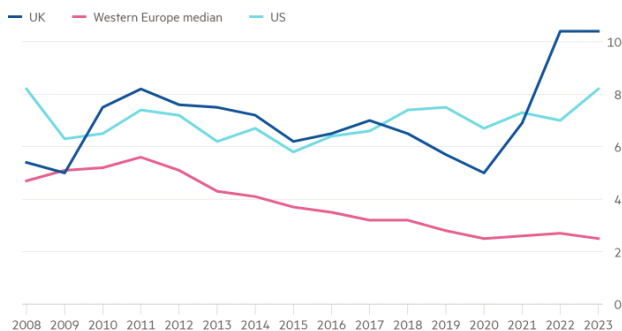


Source: Eurostat

Bloomberg, 31JUL2023

UK's debt costs surge ahead of peers

Interest payments as a percentage of government revenues



Source: Fitch  
© FT

FT, 25JUL2023

Die relative Belastung der Staatshaushalte nimmt auch in den USA zu. In Europa ist dieser Trend noch nicht zu beobachten, wohl weil die Regierungen der Eurozone klug genug waren, die Laufzeiten ihrer Schulden während der fast zehnjährigen Null- und Negativzinsphase zu verlängern. Aber die Gesamtverschuldungsdynamik ist ähnlich wie in den USA und im Vereinigten Königreich, so dass sich auch dieser Trend bald umkehren sollte - spätestens in der nächsten Rezession. (Ich weiß, ich fühle mich schon wie Cassandra, aber der Konjunkturzyklus wurde noch nicht abgeschafft.) Und das wird zu niedrigeren Gesamteinnahmen, höheren antizyklischen und schuldenfinanzierten Ausgaben und höheren Schuldendienstkosten führen - eine ziemlich unheilige Dreifaltigkeit, die schon so manchen Haushaltskollaps in Schwellenländern verursacht hat.

Die hartnäckig hohe Kerninflation hat die Zentralbanken zu einer restriktiveren Geldpolitik gezwungen, und es wird prognostiziert, dass die nominalen Zinssätze noch länger höher bleiben werden. Damit sind steigende Kosten der öffentlichen Verschuldung vorprogrammiert, da nicht nur ständig neue Schulden gemacht, sondern auch alte zunehmend zu höheren Zinsen refinanziert werden müssen. Im Vereinigten Königreich hat dies dazu geführt, dass der Schuldendienst bereits 10% der Staatseinnahmen übersteigen.



Letztere geraten in der Regel in Schwierigkeiten, weil sie aufgrund der niedrigeren Zinsen Kredite in anderen Währungen als ihrer eigenen aufnehmen, z.B. in USD, was zu einem Problem wird, wenn die eigene Währung gegenüber der geliehenen Währung abwertet.



[Weekly comic](http://www.investing.com), 30.4.2020, investing.com

„Entwickelte“ Volkswirtschaften unterscheiden sich hier v.a. dadurch, dass sie sich in ihrer eigenen Währung verschulden. Und da sie über das, was gemeinhin als "Druckerpresse" bezeichnet wird, verfügen können sie die für den Schuldendienst notwendigen Mittel aus dem Nichts heraus schaffen. Und das ist es, was diese Regierungen von jedem privaten Haushalt oder Unternehmen unterscheidet.

Dass dies zutrifft, beweist Mario Draghi's "Whatever it takes" (Koste es was es wolle!)-Erklärung, die 2011/12 den Bankrott der PIIGS-Staaten verhinderte. Damals zwang die EZB durch ihre unbegrenzte Fähigkeit EUR zu schaffen die Kapitalmarkt-Zinssätze der hauptsächlich südeuropäischen Staaten durch subventionierte Kreditprogramme und Anleihekäufe wieder dazu sich an die Zinssätze der solide(r) finanzierten Staaten anzugleichen. Und angesichts der kürzlich erfolgten Herabstufung der US-Kreditwürdigkeit von AAA auf AA+ durch Fitch ist die offizielle Kritik von Janet Yellen, Lawrence Summer & Co, dass die USA (technisch) niemals zahlungsunfähig werden können, durchaus gültig.

Dennoch bin ich der Meinung, dass die Herabstufung völlig gerechtfertigt war. Denn selbst in Volkswirtschaften, die sich ausschließlich in ihrer eigenen Währung verschulden, liegt die wahre Begrenzung für unkontrollierte Defizit Ausgaben in der Geldentwertung und damit verbundenen Verknappung der Ressourcen. Mit anderen Worten: Die USA mögen immer über genügend USD verfügen, um ihre Gläubiger zu befriedigen, aber es ist die Kaufkraft dieser USD, die diesen Gläubigern irgendwann Sorgen bereiten wird. Derartige Sorgen scheinen an den Finanzmärkten bis hierher noch keine bedeutende Rolle zu spielen.

Die Gegenwart hat bislang ein insgesamt stärkeres Wirtschaftswachstum geliefert, als generell (und auch vom Autor dieser Zeilen) erwartet wurde. Sollte der Anstieg der Zinssätze nicht die Nachfrage und damit das Gesamtwachstum gedämpft haben? - Ich denke, die Erklärung ist am einfachsten für den öffentlichen Sektor, wo, wie oben beschrieben, die Nachfrage schon seit langem nicht mehr durch höhere Finanzierungskosten oder Defizite beeinträchtigt wurde. Aber was ist mit dem privaten Sektor? - Warum haben sich dort die höheren Kreditkosten noch nicht so stark bemerkbar gemacht?

Hier darf ich erst einmal daran erinnern, dass die Geldpolitik mit einer zeitlichen Verzögerung wirkt, die von Zyklus zu Zyklus unterschiedlich ist. Kredite werden schließlich durch vertragliche Vereinbarungen geregelt, die diese Verzögerung größtenteils bestimmen und von den Erwartungen der Kreditnehmer hinsichtlich der mittelfristigen Zinsaussichten abhängen. Als die Zinsen während der Covid-19-Pandemie ihren Tiefpunkt erreichten, entschieden sich viele Kreditnehmer sich vor der Aussicht auf steigende Zinsen z.B. durch die Verlängerung von Kreditlaufzeiten oder Zinsabsicherungen zu schützen. Laut [Grant's Interest Rate Observer](#) führte dies beispielsweise dazu, dass die rollierende 12-Monats-Emission von US-Junk-Bonds Anfang 2021 500 Mrd. USD überstieg und damit dreimal so hoch war wie nur zwei Jahre zuvor.

*“Infolgedessen wurden nur 11% der Kupons von Unternehmensanleihen nach oben angepasst, seit die Fed im März 2022 mit ihrer Zinserhöhung begann. ... Derzeit sind die Nettozinskosten der US-Unternehmen außerhalb des Finanzsektors als Prozentsatz der Gewinne nach Steuern auf dem tiefsten Stand seit 60 Jahren, etwa 25% niedriger als Mitte 2022.”*

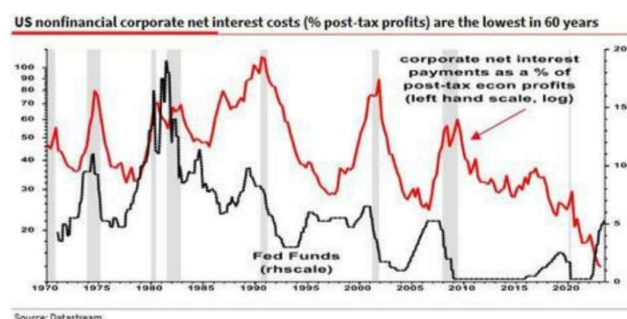


Chart und Zitat: [The Credit Strategist, August 2023](#)

Das obige Schaubild zeigt, dass die Zeitspanne zwischen dem Anstieg der Fed Funds Rate und den Nettozinskosten in Prozent der Gewinne nach Steuern zwischen 1 und 3 Jahren liegt. Ich gehe davon aus, dass das Problem eher unterschätzt wird, da die Zinskosten als Prozentsatz der Gewinne angezeigt werden und die Zentralbanken die Zinssätze in der Regel im späten Wirtschaftsboom anheben, wenn die Unternehmensgewinne ebenfalls noch steigen. Wenn sich also die rote Linie dreht, ist dies in der Regel das Ergebnis steigender Kreditkosten **und** niedrigerer Gewinne und kann sehr schnell erfolgen.

Ein weiterer Grund für die Verzögerung der negativen Auswirkungen steigender Zinsen, der in diesem Zyklus besonders ausgeprägt ist, ist die Diskrepanz im Fälligkeitsprofil von Aktiva und Passiva. (Société Générale's Albert) *„Edwards weist darauf hin, dass viele Unternehmen von höheren Erträgen auf ihre eigenen Bareinlagen profitieren, wobei die Einlagen von Nicht-Finanzunternehmen zum 31.3.2023 2,43 Billionen USD erreichten, 48% mehr als Ende 2019. Er berichtet, dass "die Unternehmen die Renditekurve effektiv umgekehrt haben und zu Nettonutznießern der höheren Zinssätze wurden, da sie im letzten Jahr 5% zu den Gewinnen hinzufügten, anstatt 10% oder mehr zu verlieren", wie in früheren Straffungszyklen.“*

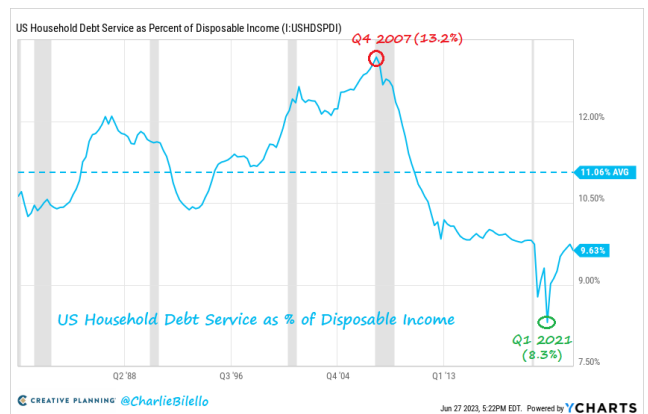
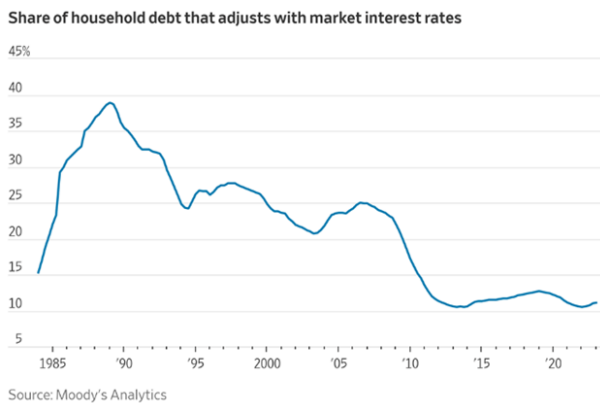


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Mit anderen Worten: Anstatt höhere Zinsen für ihre Schulden zu zahlen, federten die Unternehmen diesen Schlag ab, indem sie einen Großteil ihrer Kredite während der Pandemie zu niedrigen festen Zinssätzen refinanzierten und in der Folge gleichzeitig höhere Renditen auf ihre Barguthaben erzielten. Dies führte zu Gewinnsteigerungen statt -senkungen. Wenn sich dies umkehrt, weil die Schulden zu höheren Zinssätzen refinanziert werden müssen, werden auch die Unternehmensgewinne in Mitleidenschaft gezogen. Aber diese zweiseitige Dynamik ist der Grund, warum der Straffungszyklus nicht so funktioniert, wie viele erwartet haben, und ein Grund, warum sich die Märkte nach mehr als einem Jahr in einem historischen Straffungszyklus der Fed als erstaunlich robust erweisen.“ ([The Credit Strategist, August 2023](#))

Eine ähnlich günstige Entwicklung in Bezug auf sein Bilanzmanagement kann – wie die Charts unten zeigen – auch dem Haushaltssektor zugeschrieben werden.



(Anteil der US-Haushaltsverschuldung mit variabler Verzinsung)

(Schuldenlast der US-Haushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens)

[The Week in Charts](#), Charlie Bilello, 31JUL2023

Auch dies hängt natürlich vom Fälligkeitsprofil der Schulden ab. Was letztendlich auf alle Kreditnehmer zukommt, zeigt ein Blick auf die Zinssätze für Kreditkarten-Schulden in den USA: "Wir werden ständig auf die finanzielle Gesundheit der Verbraucher hingewiesen, und doch schulden sie 1 Bio USD auf ihren Plastikkarten. Bei Zinssätzen von über 20% kostet das über 200 Mrd USD pro Jahr. Offensichtlich gibt es eine beträchtliche Anzahl von Menschen, deren Finanzen schmerzhaft angespannt sind."

CHART 4: Commercial Bank Interest Rates: Credit Card Plans United States (percent)



Shading indicates recession Source: Haver Analytics, Federal Reserve, Rosenberg Research

Zitat und Chart: [Making Hay Monday](#), 31JUL2023



Die Auswirkungen steigender Zinssätze wurden also in allen Volkswirtschaften in unterschiedlichem Maße durch das Vorherrschen von Festzinsvereinbarungen oder Zinsabsicherungen abgedeckt. Auf der Vermögensseite wurden Bareinlagen bis zum Beginn des Zinserhöhungszyklus Anfang 2022 größtenteils als Tagesgeld oder Sichteinlagen gehalten und konnten so in vollem Umfang an den Zinserhöhungen der vergangenen 15 Monaten teilhaben. Dies hatte positive Auswirkungen auf die Budgets der privaten Haushalte und die Unternehmensgewinne, aber da die steigenden Zinsen auch bei den Verbindlichkeiten im Laufe der Zeit wirksam werden, wird sich dies zu einem Gegenwind für die Wirtschaft entwickeln.

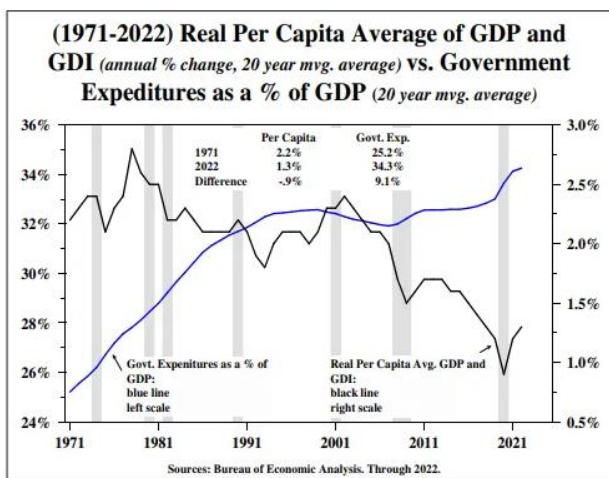


Chart 3

[Hoisington Quarterly Review and Outlook 2Q2023](#)

Zum Abschluss dieses Kapitels möchte ich noch betonen, dass Staatsverschuldung ein Wachstumshemmer ist. Nur wenige haben sich so intensiv mit diesem Thema befasst wie Dr. Lacy Hunt von Hoisington IM, der in der nebenstehenden Grafik die US-Entwicklung der **Staatsausgaben in % des BIP** dem **realen Pro-Kopf-BIP-Wachstum** gegenüberstellt. Die sich ergebende gegenläufige Entwicklung dürfte kaum überraschen, da der private Sektor empirisch gesehen effizienter und produktiver ist als der öffentliche Sektor.

(In realen Zahlen bedeutet dies, dass die US-Staatsausgaben als Prozentsatz des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 5,6 Bio USD im Jahr 1971 (25% des BIP) auf heute 32 Bio USD (34% des BIP) gestiegen sind, während das reale Pro-Kopf-Wachstum von etwa 2,2% auf 1,3% gesunken ist).

Während also das Wachstum im 1H 2023, wie oben beschrieben, positiv überrascht hat, muss sich die straffere Geldpolitik erst noch bemerkbar machen. Hinzu kommt, dass Staatsausgaben auch einen Multiplikatoreffekt haben, der wie immer in beide Richtungen wirkt. In Zeiten steigender Ausgaben – und wir haben in den letzten Jahren eine der dynamischsten Perioden erhöhter Staatsausgaben außerhalb von Kriegszeiten in den entwickelten Volkswirtschaften erlebt – gibt dies der Wirtschaft zusätzlichen Auftrieb. Aber wenn sich diese Dynamik in Richtung geringerem Ausgabenwachstum verschiebt, hat dies auch einen negativen Multiplikatoreffekt. In Verbindung mit steigenden Kreditkosten und sinkenden Steuereinnahmen habe ich Mühe mich mit der anhaltenden Goldlöffchen-Marktstimmung eines wirtschaftlichen Breis, der immer genau die richtige Temperatur hat, anzufreunden. Und das hat natürlich Auswirkungen auf unser Management des **IASF**-Portfolios.







Was also bedeutet das alles? – Hier möchte ich noch einmal [The Credit Strategist](#), Michael Lewis, zitieren: *“Die Zentralbanken auf der ganzen Welt haben heute eine scheinbar synchronisierte Serie von Zinserhöhungen vorgenommen, um den Kampf gegen die Inflation fortzusetzen, den sie niemals gewinnen werden, solange die Welt nicht in eine Schulden-Deflationsspirale gerät, die einen Großteil der seit der Großen Finanzkrise entstandenen Schulden vernichtet. Diese Zerstörung kann eine von drei Formen annehmen: (1) Zahlungsausfall, (2) Inflation oder (3) Währungsabwertung.”*

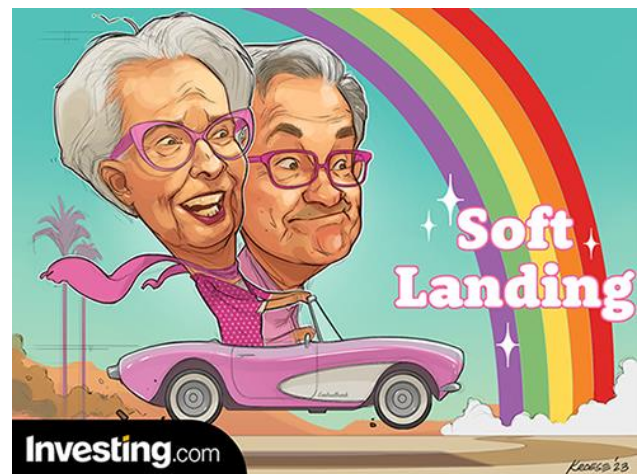
Treffend formuliert. Aber wie kann (3) eintreten, wenn alle eine ähnliche Politik verfolgen? – Dies kann nur gegen Sachwerte / Realgüter funktionieren! – Zurück zu Ihnen, Mr. Lewis:

*“Aber so oder so wird ein Großteil der Schulden in den Büchern der Welt niemals in konstanten Dollars zurückgezahlt werden. Die Hauptaufgabe für Investoren wird darin bestehen herauszufinden, wie sie sicherstellen können, dass ihre Schulden in konstanten Dollars zurückgezahlt werden und dabei eine Rendite über der effektiven Geldentwertung erzielt wird. Um es ganz offen zu sagen: Das ist eine extrem hohe Messlatte, die nur sehr wenige erfüllen können.”* ([The Credit Strategist](#), 22JUN2023)

Und das, liebe Leser, ist genau die Messlatte, an der sich jeder professionelle Vermögensverwalter wird messen lassen müssen sowie der Grund, warum wir es für den [IASF](#) so formuliert haben: *“Unser Ziel ist es, ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum des Anlagevermögens über den Marktzyklus zu erreichen.”*

Zum Schluss noch eine Bemerkung: Bei der ersten Begegnung mit dem [IASF](#) und seiner Allokation wird dieser gern als "Rohstofffonds" eingestuft, was er ausdrücklich nicht ist. Stattdessen entspricht die konzentrierte Allokation in reale Vermögenswerte einer bewussten Entscheidung, die unsere Sicht der Entwicklung der Welt (real und finanziell) widerspiegelt.

Schließlich haben wir unsere rosarote Brille schon lange verlegt. Ich habe aber eine Ahnung, wer sie gefunden haben könnte... 😊



Weekly comic, 20.7.2023, investing.com





## RÜCKBLICK AUF (EIN HERAUSFORDERNDES) 1H 2023

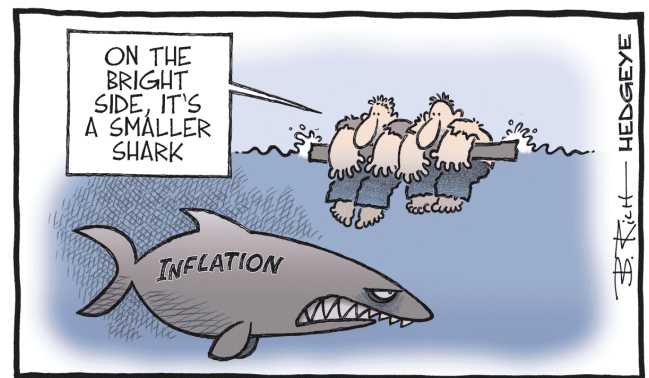
Bevor ich näher auf die aktuelle Positionierung des **IASF** eingehe, möchte ich Ihnen einen kurzen Rückblick auf die erste Jahreshälfte 2023 geben. Dieser wird Teil des Fondsmanager-/Tätigkeitsberichts im kommenden **IASF**-Halbjahresbericht sein, wenn auch leider ohne die hier verwendeten Karikaturen, und voraussichtlich im nächsten Monat auf der [Website unserer Fondsleitung](#) sowie unter der Rubrik Downloads auf der [IASF-Homepage](#) veröffentlicht werden. **Vorab beachten Sie jedoch bitte ff:**



**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 als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. Seasonal Reflections werden zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Werbung für den Kauf einzelner Wertpapiere oder des Incrementum All Seasons Fund dar. 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.**

**IASF -Tätigkeitsbericht 1H 2023:** *Das erste Halbjahr 2023 kann durchaus als erwartet turbulent bezeichnet werden.*

*Vor dem Hintergrund des anhaltenden Stellungskrieges Russlands in der Ukraine, einer unter den Erwartungen gebliebenen Wirtschaftserholung in China und zunehmenden Sino-US-Spannungen, sowie stark gestiegenen Zinsen, die zu einer Reihe von US-Bankenpleiten führten, zeigte sich die globale Wirtschaftsentwicklung widerstandsfähiger als erwartet. Gleichzeitig blieben jedoch auch die (Kern-)Inflationsraten hartnäckig höher, auch wenn sich hier zuletzt eine vor allem auf Basiseffekte zurückzuführende Entspannung zeigte.*



Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 10MAY2023

*Was überraschte war aus unserer Sicht die Entwicklung der Finanzmärkte. Während das kurzfristige Zinsniveau durch die Notenbanken weiter deutlich angehoben wurde, konnten sich die langfristigen Zinssätze stabilisieren, was zu einer erneuten Verstärkung der Inversion der Renditestrukturkurven führte, einem der zuverlässigsten Rezessionsindikatoren weltweit. Ein solcher Ausblick wird jedoch nicht durch die stabilen «Credit Spreads» bestätigt.*



Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 18MAY2023

*Gleichzeitig erlebten die globalen Aktienmärkte trotz stagnierender bis rück-läufiger Gewinne eine Hausse von historischem Ausmass. So konnte der FTSE Global 100 Index im ersten Halbjahr um ein Viertel an Wert zulegen und damit ein Grossteil der im vergangenen Jahr erlittenen Verluste wettmachen.*

*Unserer Einschätzung nach hat sich hier eine Echo-Blase gebildet, die sich vor allem dadurch auszeichnet, dass sie nur von wenigen grossen (Mega-Tech-)Aktien getragen wird. So erreichte z.B. Microsoft nach einem 41%igen Anstieg im ersten Halbjahr eine Marktkapitalisierung von USD 2500 Milliarden, was ca. dem 12-fachen der jährlichen Erlöse wie auch des Buchwertes entspricht, die Aktie mit dem ca. 35-fachen der jährlichen Gewinne bewertet, und die «Investoren» mit einer Dividendenrendite von 0,8% belohnt.*

*Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den übrigen «Grossartigen 7», d.h. Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Nvidia und Tesla, die auch von den neusten spekulativen Instrumenten der Investment-Industrie, wie z.B. «OTTE» (o-Tage-Bis-Verfall-)Optionen, am meisten profitieren. Dabei ignorieren die Anleger wieder einmal die Fundamentaldaten und diskontieren künftige Gewinne ins Unendliche, was die Bewertungen für große Technologiewerte auf ein unhaltbares Niveau getrieben hat. – Willkommen im grössten Casino der Welt!*



[Weekly comic](#), 20.6.2023, investing.com

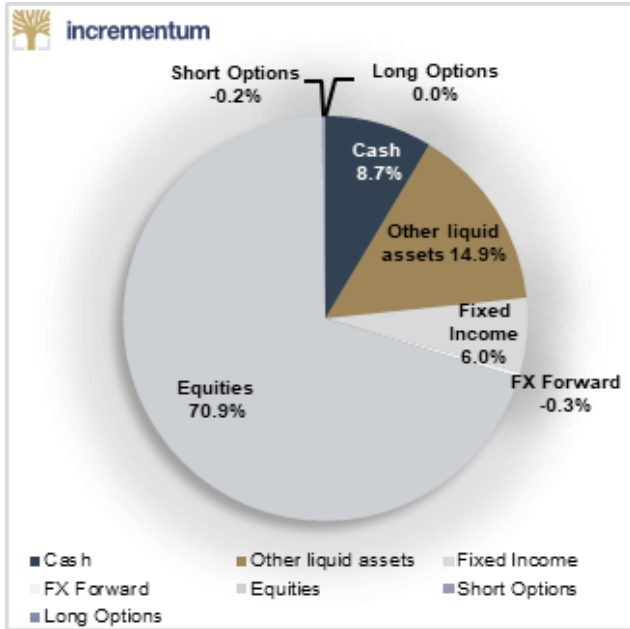
*Insgesamt werden Aktien gehandelt und bewertet, als ob die Zinsen immer noch bei null lägen und die Zentralbanken weiterhin auf einem monetären Expansionskurs wären. Substanz, Cashflows und Dividenden spielen dabei nur eine untergeordnete Rolle, wie auch die Solidität von Bilanzen. Stattdessen zählte im ersten Halbjahr vor allem das vorherrschende Kurs-Momentum und der Traum vom unendlich grossen Gewinnpotential der Künstlichen Intelligenz, und nicht die Realität von stark entschleunigtem Wachstum, wachsendem Margendruck, sowie den Beschränkungen der realen Welt.*

*In einer Investmentwelt die losgelöst von fundamentalen Bewertungen von passiven Portfolioflows getrieben wird, hatte der **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** ein schwieriges Halbjahr. Nachdem wir im vergangenen Jahr noch herausragende Gewinne in einem der herausforderndsten Börsenumfelder der letzten Jahre generieren konnten, hatte unser fundamentaler bewertungsorientierter Investmentansatz in diesem Jahr keine Chance mit den Highflyern im Tech-Bereich mitzuhalten.*



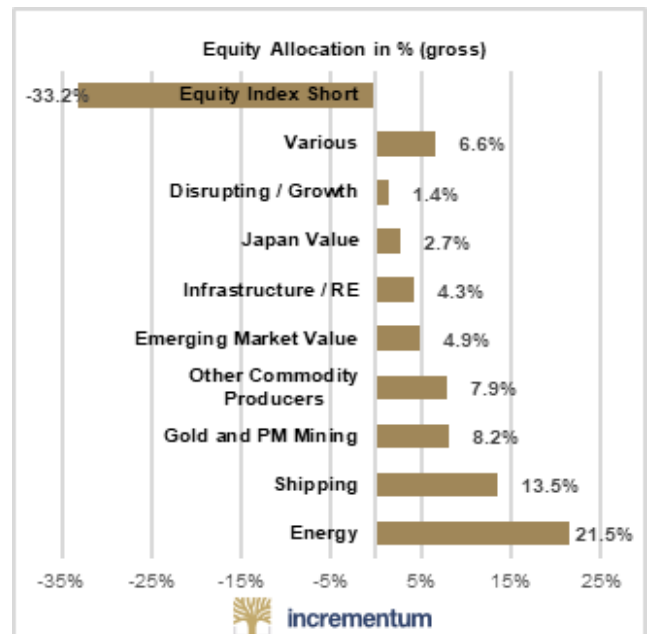
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



Unsere **EDELMETALLPRODUZENTEN**-Allokation lag bei 8% (-2%), und litt insbesondere unter den schwachen Silberpreisen (Pan American Silver -13%). **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** (+1% auf 8%) waren klar negativ, angeführt von unserer Allokation zu Düngemittelproduzenten (OCI -23% (nach Berücksichtigung der 10,5%igen Dividende), Mosaic -20%). Grössere Veränderungen ergaben sich noch bei **EMERGING MARKET VALUE** (+3 auf 5%), während **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN**, **JAPAN VALUE**, **WACHSTUM / TECH** und **SONSTIGE** weitgehend unverändert blieben. Insbesondere unsere Holding in Dole Plc (+40%) begann hier ihr Potential zu zeigen.

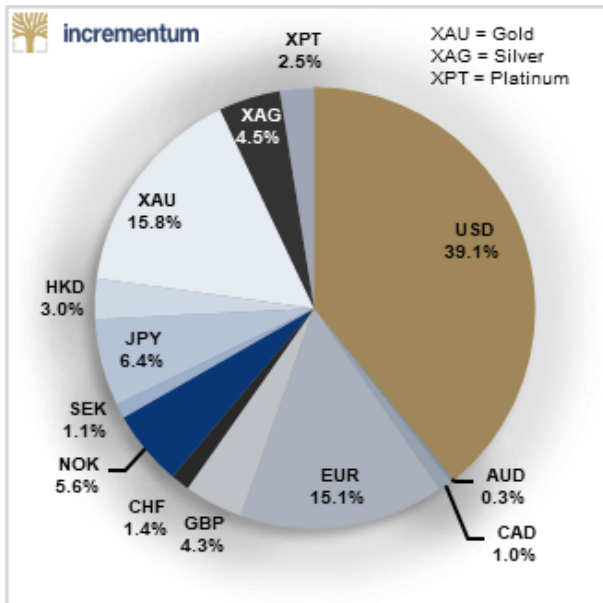
Insgesamt hat sich die Anlageallokation im Vergleich zum Ende des Vorjahres wenig verändert. Die Aktienquote des Portfolios erhöhte sich um ca. 4% auf 71%, während die Bond-Allokation bei 6% weitgehend unverändert blieb. Auf Themenebene stieg unsere Allokation zum Thema **ENERGIE** auf 21% (+5%), was ungefähr dem Maximallevel entspricht. Dieses Thema lieferte trotz der gefallenen Öl-, Gas- und Kohlepreise (Uran bildete hier die Ausnahme) einen positiven Ergebnisbeitrag, der vor allem von Cameco (+38%) und den Energie-Service-Gesellschaften getragen wurde. **SCHIFFFAHRT** war unverändert bei 13% und leistete positive Ergebnisbeiträge, da nahezu alle Positionen, angeführt von Frontline (+31%), deutliche Gewinne auswiesen.





# Incrementum All Seasons Fund

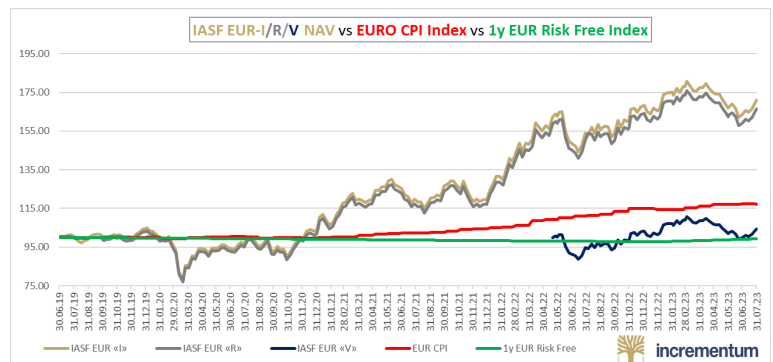
– in pursuit of real returns –



Stark Performance bremsend hat sich der Wiederaufbau von Aktienindex-Shorts zu Absicherungszwecken erwiesen. Hier haben wir im Nachhinein das Ausmass der sich neu bildenden Echoblase unterschätzt. Die Aktienindex-Shorts sowie weitere Absicherungsmaßnahmen haben uns letztlich ca. 6% Performance im ersten Halbjahr gekostet, Kosten, die durch Dividendeneinnahmen und vereinnahmte Optionsprämien nur ca. zur Hälfte wettgemacht werden konnten. Und zu guter Letzt machte sich auch unsere Währungsallokation insgesamt negativ bemerkbar, da insbesondere NOK und JPY, aber auch der USD sowie XAG (Silber) und XPT (Platin) im ersten Halbjahr zur Schwäche gegenüber dem EUR neigten.

All dies hatte zur Folge, dass unsere Anleger sich im 1H 2023 mit einer Nullrunde begnügen mussten.

Dies hat jedoch nichts daran geändert, dass der IASF bei den Refinitiv Lipper Fund Awards 2023 als Europa's bester Fonds über 3 Jahre in der Kategorie «Mixed Asset EUR Flex – Global» ausgezeichnet wurde.



Und unsere insgesamt gute langfristige Arbeit hat auch dazu geführt, dass der Fonds signifikante Mittelzuflüsse verzeichnen konnte, auch wenn dieser Trend zuletzt zum Erliegen kam.

Insgesamt können wir festhalten, dass uns das erste Halbjahr in vielerlei Hinsicht überrascht hat, und dass wir sicher nicht zufrieden sind mit dem ausgewiesenen Ergebnis. Aber wir können nur immer wieder betonen, dass Investieren ein langfristiger Prozess ist, der von unvermeidlichen Auf und Abs geprägt ist. Dabei gelingt es uns selbstverständlich nicht immer gleich gut die kurzfristigen Marktfluktuationen vorherzusehen und uns entsprechend zu positionieren. Aber unser längerfristiger Track Record kann sich weiterhin sehen lassen, und wir möchten die Gelegenheit hier nutzen, um unseren Investoren für die an den Tag gelegte Geduld und das gezeigte Vertrauen zu danken! Wir werden weiterhin alles dafür tun, dass wir unseren Anlegern langfristig ein reales Wachstum und damit eine Steigerung der Kaufkraft der mit uns investierten Gelder liefern.

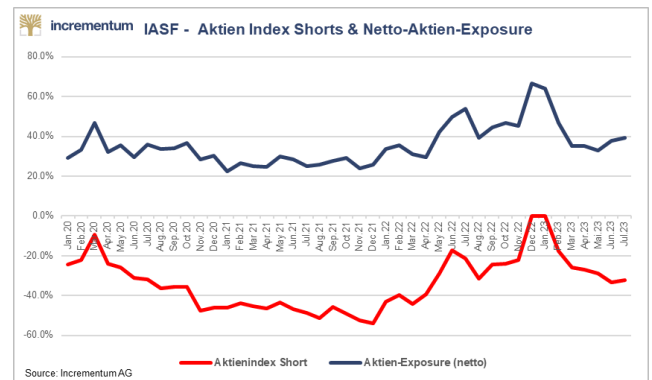


## VOLLTREFFER UND NIETEN

Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Berichts ist bereits mehr als ein Monat seit der Jahreshälfte vergangen. Im Juli hat sich der NAV des Fonds gut erholt und damit etwa die Hälfte des Rückgangs zwischen April und Juni wettgemacht. Gestatten Sie mir, dass ich diesen Bericht mit einigen Beispielen von Treffern und Nieten schließe, die dazu beitragen sollen, mehr Licht auf die diesjährige Performance und unser Denken zu werfen.

Ich möchte mit unseren Risikosteuerungs-Instrumenten im Portfolio beginnen, über die wir bereits auf Seite 4 geschrieben haben und die, was ihren Beitrag zur Performance im ersten Halbjahr betrifft, in die Rubrik "Nieten" gehören

Ein Hauptteil der Verluste ergab sich bei unseren Shorts auf Aktienindizes. Die Grafik zeigt die historische Entwicklung unserer Short-Positionen in Rot sowie die daraus resultierende Netto-Aktienallokation in Blau, und damit das wechselnde Ausmaß unserer Shorts, die sowohl im März 2020 als auch im Dezember/Januar 2023 auf null sanken und Ende 2021 mit ca. 55% einen Höchststand erreichten.



Seit Februar dieses Jahres haben wir unser Short-Buch in einem steigenden Aktienmarkt nach und nach wieder aufgebaut, da wir den Optimismus anderer Marktteilnehmer hinsichtlich des Ausblicks für Wachstum, Inflation, Zinsen und Unternehmensgewinne nicht teilten. Im Nachhinein hat sich das Wachstum als widerstandsfähiger erwiesen, aber auch die Inflation und kurzfristigen Zinssätze. Das bessere Wachstum hat längerfristig zu steigenden Unternehmensgewinnprognosen geführt, auch wenn diese kurzfristig konsolidieren. Zusammen mit den langfristigen Zinssätzen, die deutlich unter den kurzfristigen liegen, hat dies - in Erwartung einer erneuten Lockerung durch die Zentralbanken und eines anhaltenden Wirtschaftswachstums - die Anleger veranlasst, auf ein Goldlöckchen-Szenario zu setzen, eine Haltung, die wir nach wie vor nicht rechtfertigen können.

Das Ergebnis waren steigende Aktienmärkte, die zu schmerzhaften Verlusten bei unseren Short-Positionen führten. In ihrer Zusammensetzung sollten diese immer als Versicherungspolice betrachtet werden, die durch überhöhte Aktienmarktbewertungen gerechtfertigt ist, aber sie spiegeln auch unsere Überzeugung wider, dass wir in ein Jahrzehnt der Wachstums-/Momentum- zu Value-/Substanzwerte-Rotation eingetreten sind.





Im vergangenen Jahr hat diese Positionierung perfekt funktioniert und dazu beigetragen, dass IASF eine so bemerkenswerte Performance ablieferte. Aber auf Schritte nach oben auf der Rotationsleiter erfolgt irgendwann auch einmal ein Schritt zurück. Schliesslich sind die Finanzmärkte zyklisch und die Stimmung neigt kurzfristig zum Überschießen. Deshalb haben unsere Aktien-"Absicherungen" im Jahr 2023 die Performance negativ beeinträchtigt. – Wieviel, werden Sie fragen?

**Per 11. August 2023** hielten wir die folgenden Absicherungsgeschäfte (=> Verlustbeitrag in Prozentpunkten auf 150 Mio. EUR durchschnittliche AuM):

- S&P 500 (8.3% der AuM)           =>   -0.67%
- Nasdaq 100 (13.9% der AuM)   =>   -2.39%
- Russell 2000 (3.9% der AuM)   =>   +0.05%
- DAX (5.0% der AuM)           =>   -0.01%

Offensichtlich wurde die Performance vor allem durch US-Tech- und Large-Cap-Aktien-Shorts beeinträchtigt (-3,06%), während unser Russell 2000-Short seit Jahresbeginn sogar ein wenig an Wert gewonnen hat.

Darüber hinaus haben wir zusätzliche Instrumente zur Risikosteuerung eingesetzt, und am einflussreichsten waren hier unsere Long-Positionen in S&P 500 Volatility Index (VIX) Futures. Diese trugen positiv zur Performance im 1. Quartal bei, mit einem Höhepunkt während des VIX-Anstiegs im Zuge der US-Bankenkrise im März. Während wir davon ausgingen, dass dieses Ereignis zu mehr Unruhe und Volatilität führen würde und daher unsere Position beibehielten, trat das Gegenteil ein und der VIX befand sich bis Mitte des Jahres in einer Abwärtsspirale. – Warum war das so?



[Weekly S&P500 ChartStorm](#), 18JUN2023

Ein Cocktail aus Bankenrettungen und Liquiditätsspritzen der Fed, gefolgt von einer niedrigeren realisierten Volatilität und insgesamt optimistischeren Stimmung (KI) hat ausgereicht, um die Nervosität an den Märkten zu zerstreuen. Aus fundamentaler Sicht hielten wir dies nicht für gerechtfertigt, weshalb wir eine reduzierte Short-VIX-Position über die Jahresmitte hinaus gehalten haben, nicht zuletzt aufgrund der saisonalen Muster des VIX.

An dieser Stelle ist es wichtig zu erwähnen, dass wir nur selten mit Stop-Loss-Limiten arbeiten, vor allem weil wir die Erfahrung gemacht haben, dass wir zu oft kurzfristigen Fluktuationen ausgesetzt sind und dabei zu leicht in eine Situation kommen, in der wir den Wald vor lauter Bäumen nicht mehr sehen. Manche mögen dies kritisieren, aber als Vermögensverwalter ist es wichtig zu verstehen, wo die eigenen Stärken und Schwächen liegen, daher bereuen wir diesen Schritt nicht.





Wir haben also die Position in voller Akzeptanz der hohen Carry-Kosten durchgehalten, was uns seit Jahresbeginn weitere 2,17% gekostet hat (ebenfalls per 11AUG) und somit eindeutig eine weitere Niete darstellt.

Eine weitere Niete war unsere Währungsallokation, hier besonders zum japanischen Yen. Ende 2022 hatten wir eine ca. 4%ige JPY-Allokation, was hauptsächlich auf unsere Aktien- und geringe Bargeldbestände in dieser Währung zurückzuführen war. Bis zum 11. August haben wir unser Engagement in zwei Schritten auf 14% erhöht. Mitte Januar verkauften wir 5 Mio. EUR gegen JPY auf Terminbasis, was den **IASF** inzwischen ca. -0,4% Performance gekostet hat.



EUR/JPY-Kurs, [investing.com](https://www.investing.com)

Mitte Juli verkauften wir weitere 5 Mio. EUR gegen JPY, und einige Tage später erhöhten wir unser JPY-Engagement durch den Verkauf von 8 Mio. CHF gegen JPY auf Terminbasis noch weiter. Die beiden letztgenannten Kontrakte haben bisher einen Performancebeitrag von ca. -0,2% geleistet. Zusammen sind das 0,6 % weniger, als wir sonst für dieses Jahr hätten ausweisen können. Rechnet man die Verluste von ca. 0,3% aus unserem nicht abgesicherten USD-Engagement hinzu, so fehlen uns weitere 0,9% zu unserem idealen Ergebnis.







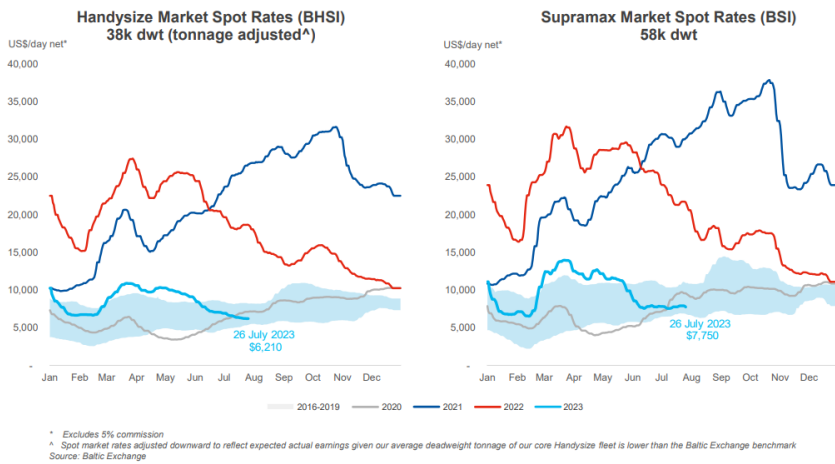
Angesichts seiner globalen Bedeutung hatte das Management des USD/EUR-Risikos schon immer eine besondere Wichtigkeit für den IASF. Das neue JPY-Engagement stellt dagegen eine aktive Wette auf eine stark unterbewertete Währung dar, die sich zudem aufgrund Japan's Position als Nettogläubigerland in risikoreichen Zeiten immer wieder als Sicherer Hafen erweist.



EUR/USD-Kurs, [investing.com](https://www.investing.com)

Aber wie steht's mit der individuellen Auswahl auf Portfolio-Ebene, werden Sie sich fragen?

Nun, die schlechteste Performance unter unseren **SCHIFFFAHRTS**-Aktien hatte Pacific Basin, die seit längerem zu einer der größten Fondspositionen zählt und (Stand 11.8.) seit Jahresbeginn einen Verlust von 10% aufweist, inkl. der 32,5 HKc (12,3% des Schlusskurses zum Jahresende 2022) an Dividenden, die bisher im Jahr 2023 vereinnahmt wurden. (Alle weiteren Positionen dieses Themas haben seit Jahresbeginn positive Beiträge geliefert – mehr dazu bei der Betrachtung unserer „Volltreffer“.)



Pacific Basin, [1H2023 Results Presentation](#)

Wie die Grafiken zeigen litt Pacific Basin in diesem Jahr unter relativ schwachen Frachtraten für die kleineren Schiffskategorien, die das Unternehmen besitzt und betreibt. Neben einer geringeren Nachfrage ist dies auch auf eine Normalisierung der während Covid vorherrschenden Wartezeiten zurückzuführen.

Im Bereich **ENERGIE** hat Peabody Energy am schlechtesten abgeschnitten und bis zum 11.8. 12,6% verloren (inkl. 15 USc an neu ausgeschütteten Dividenden, die noch nicht viel ausmachen). Der Aktienkurs des weltweit führenden Kohleproduzenten mit Produktionsstätten in den USA und Australien steht unter Druck, da die realisierten Kohlepreise und somit auch Gewinn und Cashflow im Jahresvergleich deutlich gesunken sind. Bei einer aktuellen Marktkapitalisierung von 3 Mrd. USD und einer Netto-Cash-Bilanz (EV 2,36 Mrd.) werden die Aktien zu einem geschätzten KGV von 4,9 und einer FCF-Rendite von 23% gehandelt (alle Daten von Refinitiv/Reuters). Außerdem kauft das Unternehmen aktiv Aktien zurück, ein Cocktail, der auf ein recht günstiges Risiko-Rendite-Profil hinweist.





Ich könnte so fortfahren, denke aber dies genügt zur Veranschaulichung.

Die nebenstehende Tabelle führt die Ergebnisbeiträge der im **IASF** vertretenen Themen (durchschnittliche gewichtete Gesamtrendite in Landeswährung) auf. Obwohl sie keinen exakten Performancebeitrag liefert, da nicht alle Positionen seit Ende 2022 unverändert gehalten wurden, vermittelt sie angesichts des langfristigen Charakters unserer Anlagen doch einen treffenden Eindruck davon, wo wir mit Aktien Geld verdient haben.

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| SCHIFFFAHRT                | => +27,5% |
| ENERGIE                    | => +19,0% |
| SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZ.   | => -2,6%  |
| EDELMETALLPRODUZENTEN      | => +5,7%  |
| INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN | => +17,8% |
| JAPAN VALUE                | => +20,6% |
| EMERGING MARKET VALUE      | => +0,6%  |
| WACHSTUM / TECH            | => +19,0% |
| SONSTIGE                   | => +7,7%  |

In Anbetracht der zuvor erwähnten Nieten, die sich auf etwa 6,25% Performancebeitrag belaufen, und der Tatsache, dass **IASF's** EUR-I-Anteile seit Jahresbeginn um 3,5% gestiegen sind (Stand: 10AUG), muss es auch einige Treffer gegeben haben. Wo lagen diese?

Nun, der allgemeine Überblick über die Performance der Aktien in unseren Themenkörben seit Jahresbeginn zeigt, dass wir bei der Aktienausswahl insgesamt nicht schlecht abgeschnitten haben. So hat z.B. im Bereich **SCHIFFFAHRT** Frontline bis zum 11. August um 72% zugelegt und führt damit den sich ausgezeichnet entwickelnden Tankersektor an (am schlechtesten schnitt hier DHT Holdings mit +16,3% ab). Im Bereich **ENERGIE** haben Cameco, Seadrill, Technip Energies und Technip FMC jeweils um mehr als die Hälfte an Wert gewonnen. Bei den **SONSTIGEN ROHSTOFFPRODUZENTEN** hat der letztjährige Nachzügler Lundin Mining 35% zugelegt, ebenso wie Equinox Gold, eine der größten Enttäuschungen des letzten Jahres, mit einem Plus von 48% bei den **EDELMETALLPRODUZENTEN**. Der Top-Performer im Bereich **INFRASTRUCTURE / RE** ist VGP NV (+33%) und im Bereich **JAPAN VALUE** war es Renesas Electronics, die wir bereits im März mit einem Jahresgewinn von fast 80% verkauften. Im Bereich **EMERGING MARKET VALUE** hat First Pacific Co in diesem Jahr einen Wertzuwachs von 36% erzielt, obwohl unser überwiegend auf Asien ausgerichtetes Portfolio nach den hervorragenden ersten Monaten enttäuscht hat. Unter unseren **SONSTIGE**-Positionen war Dole Plc mit einem Total Return von 41% bis zum 11. August der herausragende Wert in diesem Jahr

Selbstverständlich stellt dies weder eine Empfehlung dar, noch zeigt es den wahren Wert, den jede dieser Positionen für das **IASF**-Portfolio geschaffen hat, da wir einzelne Positionen im Portfolio immer aktiv verwalten, d.h. vielleicht mit einer kleinen Position beginnen, die nach Aufstockungen dann zu einem späteren Zeitpunkt, wenn sie ihr wahres Potenzial ausschöpft, oft nur allmählich aufgelöst werden. Wir nutzen auch den Verkauf von gedeckten Optionen, um zusätzliche Renditen zu erwirtschaften, wenn ein ausreichend liquider Optionsmarkt vorhanden ist, was seit Jahresbeginn einen Performancebeitrag von 1,45% erbracht hat.

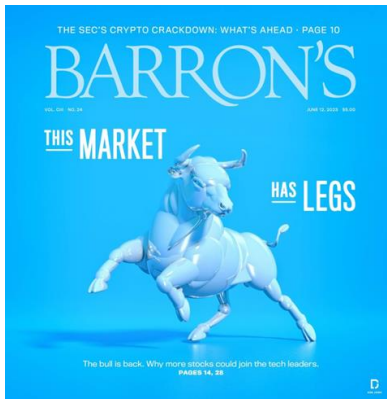
Weitere Volltreffer sind in unserem Anleihenportfolio zu finden, das zwar klein ist, aber auch einige anständige Renditebeiträge geliefert hat. So erbrachte uns eine Position kurzfristiger, auf EUR lautender Unternehmensanleihen Renditen von 1-2% über dem Einlagenzins, war dabei aber immer nur als Liquiditätsinstrument gedacht und wurde bereits im zweiten Quartal größtenteils wieder aufgelöst, um die Nettoabflüsse aus dem **IASF**-Portfolio zu befriedigen.

Aber wir haben auch Papiere mit einem langfristigen Anlageziel gekauft. Dazu gehörte die USD 7% Golar 2025, die wir im Sep 2022 zu 98% kauften und die Anfang Mai dieses Jahres zu 100% + 3,75% Zustimmungsgebühr zurückgezahlt wurde, was einem Gesamtergebnis von nahezu 10% entspricht. Als weiteres Beispiel haben wir uns für eine Investition in Transocean-Anleihen als risikoärmere Alternative zum Kauf von Aktien entschieden. Die USD 7,5% Transocean 2031-Anleihe hat seit unserem Kauf im September letzten Jahres ca. 50% Kursanstieg verzeichnet, während die USD 8% Transocean 2027-Anleihe seit unserem späteren Kauf im März auch nochmal 9% im Wert gestiegen ist, und dies trotz steigender Marktzinsen und ohne Berücksichtigung aufgelaufener Zinsen.

Zu guter Letzt noch ein kurzes Wort zu unserer Edelmetallallokation. Unser insgesamt positiver Ausblick für die Edelmetallpreise wird kaum überraschen, und wir haben dazu regelmässig in diesen Seiten berichtet. Daher halten wir einen Teil der **IASF**-Liquidität im Amundi Physical Gold ETC (8,65% der AuM per 11.8.), der im Jahresvergleich um 2,2% an Wert zugelegt hat. Im Jahr 2023 hat uns dieses Engagement jedoch insgesamt gekostet, da unsere kleineren und volatileren Positionen in Wisdom Tree's Physical Platinum ETC (2,35% der AuM) und Silver ETC (1,55% der AuM) einen Rückgang von 17% bzw. 8% (in EUR) erlitten. Beide Metalle gerieten angesichts der sich verschlechternden Aussichten für das Wirtschaftswachstum unter Druck, aber angesichts des fundamentalen Bildes für Angebot und Nachfrage bleiben wir für die längerfristigen Preisaussichten konstruktiv.

Neben diesen ETCs haben wir auch ein Engagement in XAG (Silberkonto; z.Zt. 1,55% der AuM), welches wir seit Januar durch den Verkauf von XAG Put-EUR Call Optionen aufgebaut haben. Unsere aktuelle Position wurde zu einem Durchschnittspreis von EUR 21,875 gekauft und liegt damit 5,4% unter Wasser. Wir haben jedoch insgesamt 9% an Prämieinnahmen erzielt, so dass diese Position im bisherigen Jahresverlauf einen positiven Nettoperformancebeitrag geleistet hat.

In Anbetracht der immer kürzer werdenden Zeit bis zum geplanten Veröffentlichungstermin hoffe ich, dass Sie dies hinreichend informiert hat. Sind wir mit den Ergebnissen dieses Jahres zufrieden? – Ja, im Großen und Ganzen können wir das sagen. Natürlich ist es enttäuschend, nur knapp ein positives Ergebnis zu erzielen, nicht nur im Vergleich zu den allgemeinen (Aktien-)Märkten, sondern auch in Anbetracht der beiden vorangegangenen Jahre mit hohen zweistelligen Renditen. Aber das ist die Natur des Investierens: Manchmal scheint jede Investmententscheidung aufzugehen, und zu anderen Zeiten ergeben sich auch negative Überraschungen. Letztendlich sind dies alles kurzfristige Trends und Beobachtungen, und es ist wichtig, immer das längerfristige Bild im Auge zu behalten.



[Barron's Magazine Cover](#), 8JUN2023

Als ich diesen Bericht zu schreiben begann, hatte ich fast den Eindruck, der einzig verbliebene Investor mit einem verhaltenen Ausblick für die Aktienmärkte zu sein. Doch das nebenstehende Titelblatt des Magazins Barron's deutete da schon auf eine kurzfristige Übertreibung hin. Und nahe dem Ende meiner Arbeit Mitte August hat sich die Stimmung merklich eingetrübt. Die unerbittliche Aktienrallye der ersten Jahreshälfte hat viele Bären zum Aufgeben gezwungen. Aber August und September sind bekannt für ihre negative Saisonalität, und bisher deutet wenig darauf hin, dass es dieses Jahr anders sein wird.

Wenn man nach Anzeichen für den wahren Zustand der "Everything Bubble" sucht, könnte die Grafik auf der rechten Seite helfen. Im Gegensatz zu den Finanzmärkten zeigt sie keine Echo-Blase für Luxusuhren. Könnte der rasche und deutliche Anstieg der kurzfristigen Zinssätze ein Auslöser gewesen sein, um die Luft aus dieser Blase herauszulassen? – Und wird dies am Ende auch die Finanzmärkte einholen?



[WatchCharts \(Luxusuhren\) Index](#),

14AUG2023

Als IASF-Fondsmanager sind wir, was die Zinssätze betrifft der Ansicht, dass sie länger hoch bleiben werden. Wir befürchten auch, dass eine Rezession kaum zu vermeiden sein wird. Mein Eindruck ist sowieso, dass die meisten Fälle von erwarteten butterweichen Landungen (soft landings) in der Vergangenheit in einer Rezession endeten. Michael Green, einer der klügsten Köpfe überhaupt, hat in seinem [Wealthion](#)-Interview vom 28. Juni unter dem Titel "[Thinking We'll Avoid Recession Is Delusional](#)" überzeugende Argumente zu diesem Thema geliefert. Doch unabhängig davon, ob die Wirtschaft in eine Rezession gerät oder eine weiche Landung bewerkstelligt, sollten die Anleger bedenken, dass Aktien in der Vergangenheit ihren Tiefpunkt **nach der letzten Zinssenkung** der Fed erreichten, nicht nach der ersten Pause im Zinserhöhungszyklus oder dessen höchstem Punkt, und auch nicht nach der ersten Zinssenkung.

In Anbetracht der überhöhten Aktienmarktbewertungen, von Zentralbanken, die sich weiterhin im Straffungsmodus befinden und sich auch von einer Konjunkturabschwächung nicht so leicht von ihrem Kurs abbringen lassen, da sie verzweifelt versuchen, den Inflationsgeist wieder in die Flasche zu bekommen, bleiben wir auf der Long-Seite vorsichtig positioniert. Wir haben ein hinreichendes Liquiditätskissen (ca. 25%) und halten unsere Portfolioabsicherungen und Risikosteuerungsinstrumente weiterhin bei.





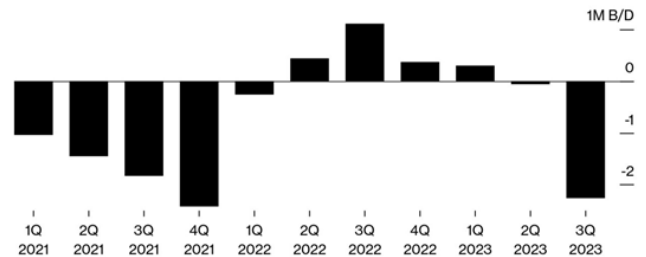
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Auch unsere Anlagethemen liefern weiter Value, wobei das größte Engagement nach wie vor im Bereich **ENERGIE** liegt. Aufgrund der jüngsten Angebotsdisziplin der OPEC wird für die globalen Ölmärkte in 3Q23 ein Angebotsdefizit von 2 Mio Barrel erwartet, was bereits zu einem 20%igen Anstieg des Ölpreises von den Tiefstständen Ende Juni geführt hat. Längerfristig fußt unser Optimismus hier v.a. auf unzureichenden Investitionen in die Erneuerung der Reserven, die vor allem auf regulatorische Unsicherheit zurückzuführen sind.

### Oil Markets Set to Tighten

OPEC data suggests biggest shortfall since 2021

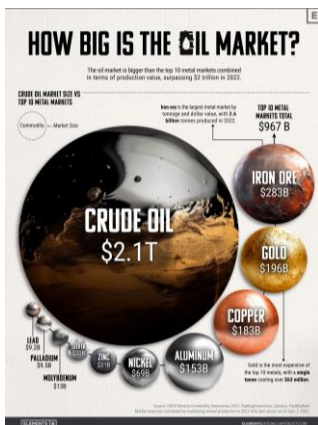


Source: OPEC  
Note: Data compiled from OPEC monthly reports, which may have been revised since publication

Bloomberg

[Bloomberg](#), 10AUG2023

Dabei kann die Größe und Bedeutung der Energiemärkte für unsere Volkswirtschaften gar nicht unterschätzt werden:



[Elements.visualcapitalist.com](#), 30JUN2023

| Commodity  | 2022 Annual Production | Market Size     |
|------------|------------------------|-----------------|
| Crude Oil  | 29.5 billion barrels   | \$2.1 trillion  |
| Iron Ore   | 2.6 billion tonnes     | \$283.4 billion |
| Gold       | 3,100 tonnes           | \$195.9 billion |
| Copper     | 22 million tonnes      | \$183.3 billion |
| Aluminum   | 69 million tonnes      | \$152.6 billion |
| Nickel     | 3.3 million tonnes     | \$68.8 billion  |
| Zinc       | 13 million tonnes      | \$30.9 billion  |
| Silver     | 26,000 tonnes          | \$19.9 billion  |
| Molybdenum | 250,000 tonnes         | \$12.9 billion  |
| Palladium  | 210 tonnes             | \$9.5 billion   |
| Lead       | 4.5 million tonnes     | \$9.2 billion   |

Based on prices as of June 7, 2023.



@AndreasSteno, [Twitter](#), 29OCT2022

Für alle, die an einer umfassenden Einführung in das Thema Energie (und die Probleme, die mit der gewünschten Umstellung auf erneuerbare Quellen einhergehen) interessiert sind, ist "[Die unpopuläre Wahrheit... über Elektrizität und die Zukunft der Energie](#)" von Dr. Lars Schernikau ein guter Ausgangspunkt.

Unsere allgemeine Positionierung im **IASF** wird durch das folgende Zitat aus dem Buch, das ich auf der ersten Seite dieses Berichts empfohlen habe, sehr gut untermauert:





*“Moderne Volkswirtschaften werden immer von massiven Materialströmen abhängig sein, sei es von ammoniakbasierten Düngemitteln zur Ernährung der immer noch wachsenden Weltbevölkerung, von Kunststoffen, Stahl und Zement, die für neue Werkzeuge, Maschinen, Bauwerke und Infrastrukturen benötigt werden, oder von neuen Rohstoffen, die für die Herstellung von Solarzellen, Windturbinen, Elektroautos und Akkus benötigt werden. Und solange nicht alle Energien, die zur Gewinnung und Verarbeitung dieser Materialien verwendet werden, aus erneuerbaren Quellen stammen, wird die moderne Zivilisation grundlegend von den fossilen Brennstoffen abhängig bleiben, die für die Herstellung dieser unverzichtbaren Materialien verwendet werden. Keine KI, keine Apps und keine elektronischen Nachrichten werden daran etwas ändern.”* ([How the World Really Works](#), von Vaclav Smil, Schlussfolgerung von Kapitel 3, und alles in allem eine Pflichtlektüre)

Hier erwarten wir in den kommenden Jahren viel Rückenwind, und hier finden wir in dieser Phase des Zyklus den größten Anlagewert, weshalb wir unsere Investitionen auch weiterhin dort konzentrieren werden – nicht ausschließlich und nicht für immer, aber bis auf weiteres. Wir hoffen, dass Sie uns auf diesem Weg weiterhin begleiten werden.

### **ZUM ABSCHLUSS: DIES IST KEINE ANLAGEBERATUNG!**

**Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des *Incrementum All Seasons Fund (IASF)* muss ich die Leser darauf hinweisen, dass alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere zu einzelnen Anlagen oder der Anlagestrategie des Fonds, voreingenommen und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann weder ich noch die Incrementum AG für die Richtigkeit der hier gemachten Aussagen einstehen. *Seasonal Reflections* werden nur an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und dürfen nicht als Versuch gesehen werden, für eine Investition in einzelne Wertpapiere oder in den *IASF* zu werben. Wenn Sie also Anlageideen oder Ratschläge suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und seien Sie daran erinnert, dass vergangene Wertentwicklung keine Garantie für zukünftige Erträge ist und dass alle Investitionen ein Risiko beinhalten, einschließlich des Kapitalverlusts.**

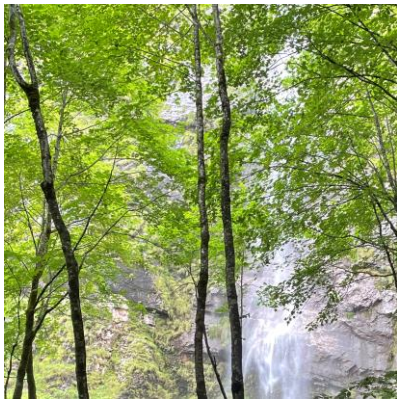
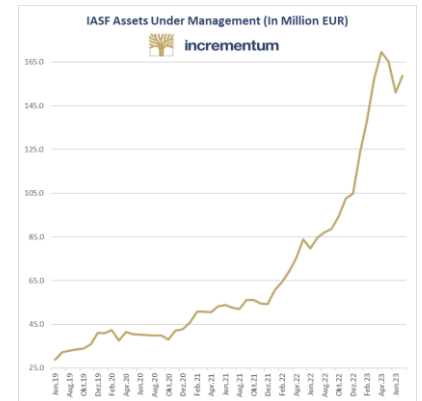




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Wie üblich schliesse ich hier mit der aktualisierten Grafik der AuM des IASF ab, die in diesem Jahr um über 50% auf 158 Mio. EUR gestiegen sind. Zusammen mit dem Lipper Fund Award 2023 als bester europäischer «Mixed Asset EUR Flex - Global Fonds» über die letzten 3 Jahre, einem 5-Sterne Morningstar-Rating oder auch dem jüngsten [Citywire-Ranking](#) von Christian Schärer und mir unter den Top 250 Fondsmanagern in Europa, kann ich sagen, dass das kleine Projekt, das ich 2019 initiiert habe auf einem guten Weg ist. Und ich bin fest entschlossen, unser Versprechen einer realen Rendite für unsere Investoren einzulösen und damit nachzuweisen, dass aktive Manager ihr Geld wert sind.



Wasserfall am Klöntalsee, HGS pic,  
5AUG2023

Inzwischen sind 2 Monate vergangen, seit ich mit dem Schreiben dieser Ausgabe der SR begonnen habe. Die Jahreszeit ist seitdem im Vergleich kühler und nasser geworden, und es ist offensichtlich, dass die Tage kürzer werden und der Herbst naht. Damit hat eine historisch gesehen recht herausfordernde Zeit für Investoren begonnen, für die wir m.E. jedoch gut gerüstet sind. – Die Zeit wird dies zeigen, und Sie werden hier in den kommenden Quartalen darüber lesen. Aber eines sollte klar sein: Ich habe noch nie eine rosarote Brille getragen, die heutzutage so sehr in Mode zu sein scheint. Und das ist es was Sie als Leser wie als IASF-Investor auch erwarten dürfen.

Wie immer freue ich mich über Rückmeldungen unserer Leser [per E-Mail](#) und danke Ihnen allen für Ihr Interesse und unseren Investoren für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung.

Herzliche Grüße aus Schaan, Liechtenstein,

Hans G. Schiefen

=====

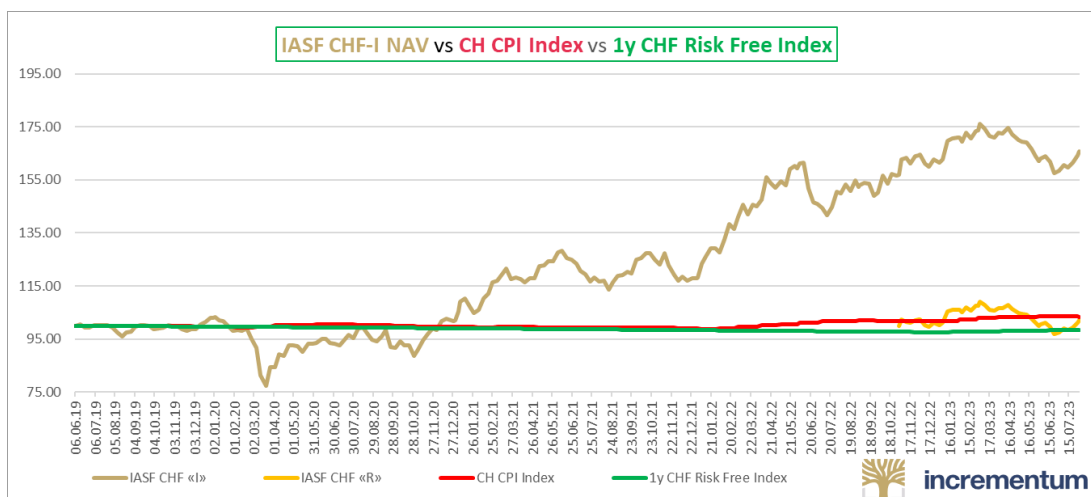
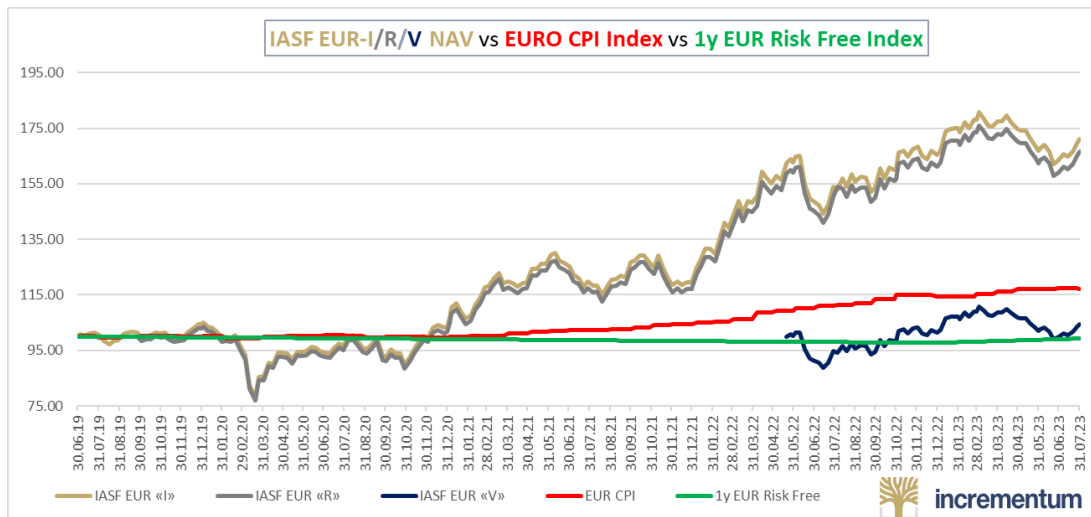
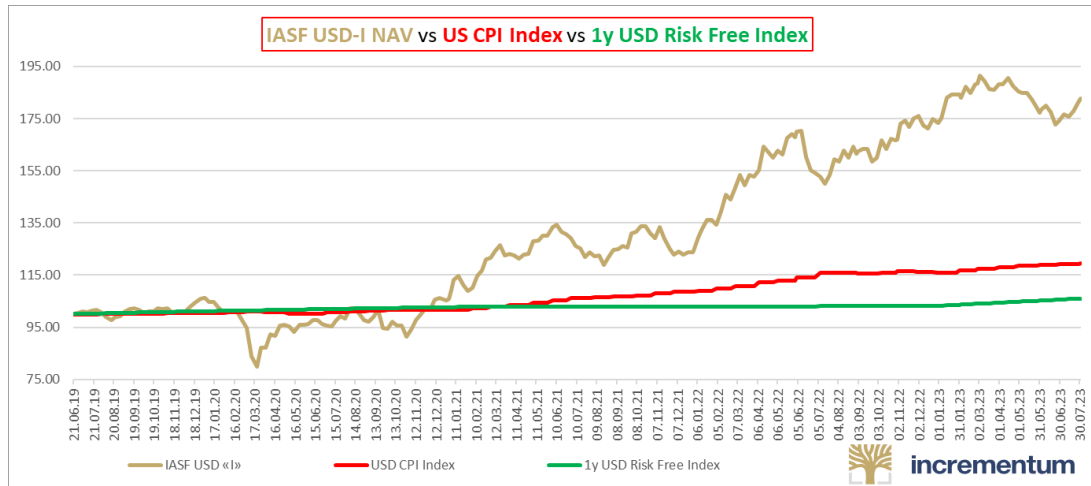
**Hans G. Schiefen**  
Partner & Fund Manager  
Incrementum AG  
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)  
Tel.: +423 237 26 67  
Mail: [hgs@incrementum.li](mailto:hgs@incrementum.li)  
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Appendix \*



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31JUL2023), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile) auf indexierter Basis.





## IASF – 8 Investment Lektionen des PM

1. Die Kapitalmärkte, wie auch die Wirtschaft, unterliegen saisonalen Zyklen, und man muss sich immer bewusst sein, wo man sich im Zyklus befindet und nie zögern "vorsichtig zu sein wenn andere gierig sind" (Warren Buffett)
2. Der Preis für ein Wertpapier bestimmt seine zukünftige Rendite, d.h. je höher der Preis und die Bewertung desto tiefer müssen die zukünftigen Ertragsersparungen ausfallen (und umgekehrt), was dem Kern des Value Investing entspricht.
3. Kapitalerhalt ist die *Conditio Sine Qua Non*, und eine konsistente und langfristig ausgelegte Anlagestrategie ist wichtiger als das kurzfristige Verfolgen von Trends und Momentum.
4. Daher sollte man immer wissen, wann man spekuliert oder wann man investiert.
5. Die grundlegendsten und effektivsten Instrumente des Risikomanagements sind eine gute Diversifikation sowie die Fähigkeit liquide Mittel halten zu können.
6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten, Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.
7. Beachte Anreize und Motivation: Wahre Interessenskongruenz 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.

