

2025 / 04

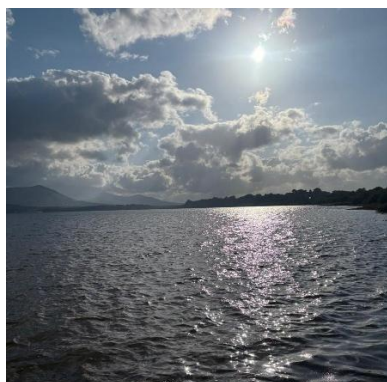
Seasonal Reflections

Winter Is Coming

Liebe Leserinnen und Leser,

ich hoffe Sie hatten einen schönen Sommer und genießen einen ebensolchen Herbst.

Für mich war das Highlight des Sommers ein Familienurlaub in Irland, währenddessen ich auch meinen 60. Geburtstag feiern durfte. – Ich gebe gerne zu, dass mir bei diesem Anlass eigentlich gar nicht recht zum Feiern zumute war, weshalb ich mich auch für die Variante im kleinen Kreis entschied.

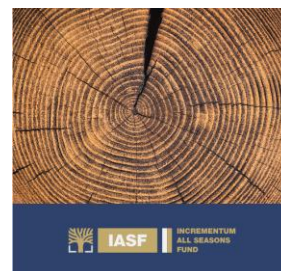


Lough Léin, Killarney, Irland, 10AUG25,
HGS Foto

Dabei war dies nicht nur der Erinnerung daran geschuldet, dass 60-jährige in meiner Jugend schon wirklich alt schienen, also Rentner, Großväter und oft von körperlichen Gebrechen geplagt, sondern auch einer gewissen Melancholie darüber, dass die Aufbruchstimmung der Jugend und die Gewissheiten der Familienjahre einer sich zunehmend veränderten Perspektive Platz machen. – Musikalisch wird diese Stimmung treffend von John Mayer's [„I Guess I Just Feel Like“](#) wiedergespiegelt. Ich habe den Song für diejenigen unter Ihnen, die das nachvollziehen können, hier verlinkt.

Inhaltsverzeichnis ([Rote Passagen](#) sind aktive Weblinks und alle Übersetzungen meine):

- Makro-Gedanken	S. 2
- Ein Blick ins Reich der Mitte	S. 5
- Ein Blick auf den Rest der Welt	S. 9
- Aktiv investieren	S. 17
- Ein Blick auf unsere Themenselektion	S. 20
- Das Leben ausserhalb der Aktienthemen	S. 27
- Investorenfeedback	S. 32





Incrementum All Seasons Fund

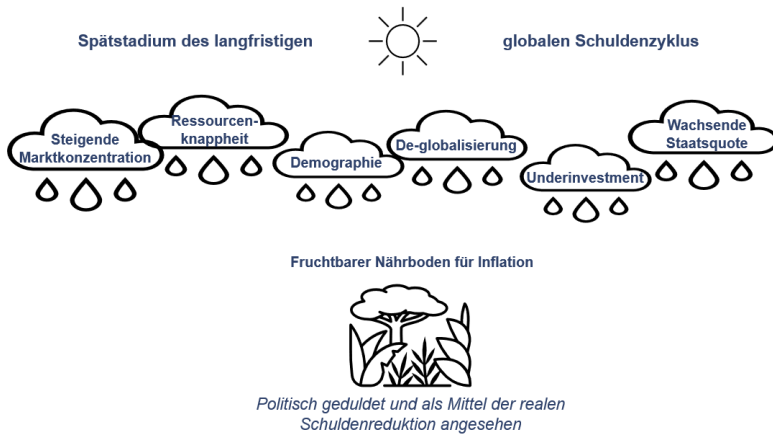
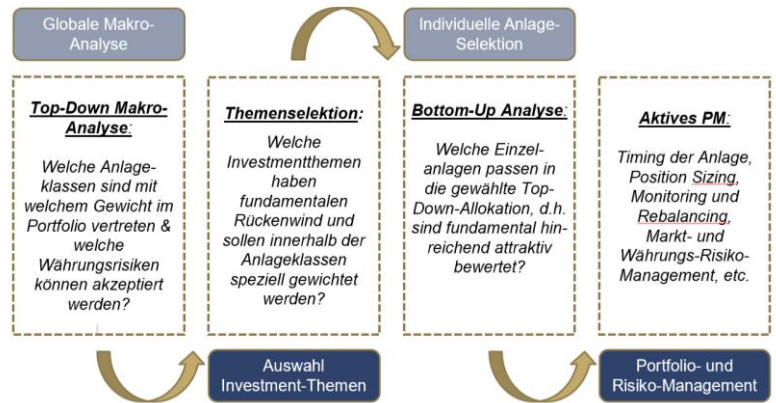
- in pursuit of real returns -



Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. *Seasonal Reflections* werden an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder des Incrementum All Seasons Fund dar. Die historische Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse, und der Wert des Fonds kann sowohl steigen als auch fallen. Wenn Sie eine Anlageberatung wünschen, wenden Sie sich bitte an einen zugelassenen Anlageberater.

Makro-Gedanken

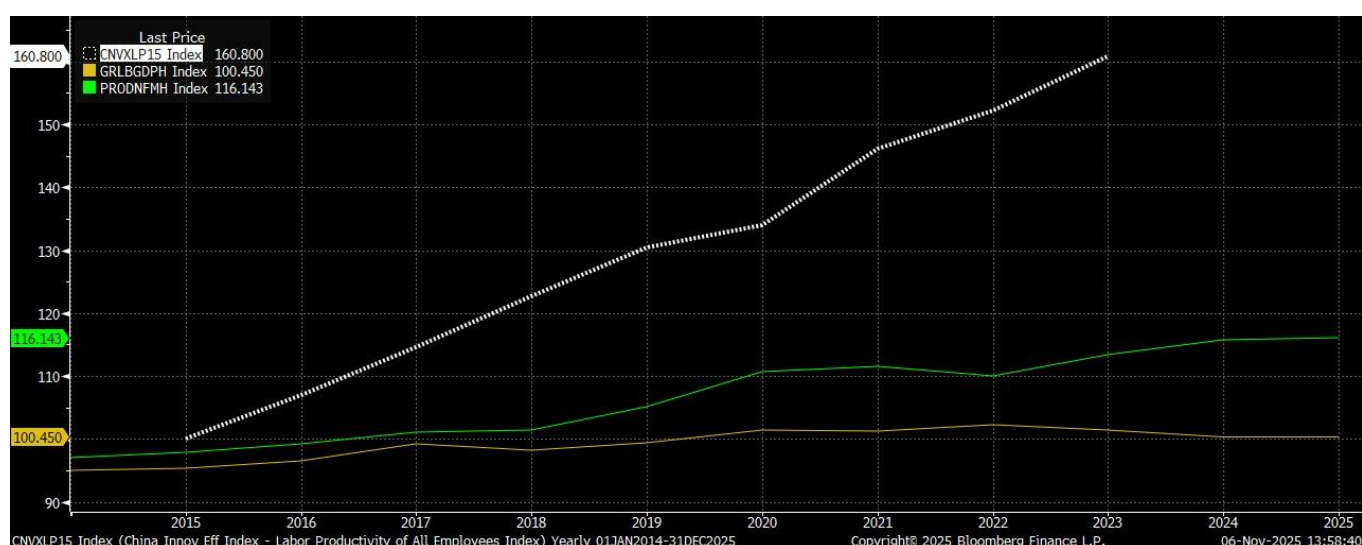
Bei der Frage, wober ich in dieser Ausgabe schreiben möchte, habe ich mich entschlossen, mich von unserer aktualisierten Fondspräsentation leiten zu lassen. In Anlehnung an unseren Investmentprozess möchte ich daher mit meinen Makro-Gedanken beginnen.



Geprägt werden diese von einer Reihe langfristiger Makro-Trends, die zu tiefgreifenden Veränderungen führen und damit unsere Welt und Gesellschaft vor große Herausforderungen stellen, die wir hier nebstehend und im Überblick zusammengefasst haben:

Da ist z.B. die sich verändernde **demographische Situation**, die durch eine rapide alternde Bevölkerung in den OECD-Staaten, aber auch in Wirtschaftsriesen wie China, gekennzeichnet ist.

Stagnierende oder gar abnehmende Bevölkerungszahlen stellen nicht nur eine effektive Wachstumsbremse dar ($\text{BIP-Wachstum} = \text{Bevölkerungswachstum} \times \text{Produktivitätszuwachs}$), sondern stellen auch die Nachhaltigkeit von auf Umlageverfahren beruhenden Altersvorsorge- und Sozialversicherungssystemen in Frage. Darüber hinaus geht eine solche demografische Entwicklung auch mit einem reduzierten Konsumverhalten, sowie nachlassender Innovationsdynamik und internationaler Wettbewerbsfähigkeit einher. Im Hinblick auf die Produktivitätsentwicklung in unterschiedlichen Ländern spricht die untenstehende Graphik Bände, und es bleibt abzuwarten, ob ein verstärkter KI-Einsatz hier Verbesserungen für die Hinterherhinkenden bringt.



Produktivitäts-Indizes, Deutschland, USA, China (weiß), Bloomberg, 6NOV25

All dies würde einen Staat erfordern, der diesen Entwicklungen mit dem Willen und der Bereitschaft zu strukturellen Veränderungen begegnet. Stattdessen erleben wir nahezu überall auf der Welt erhöhte und weiter **steigende Staatsquoten**, die mit wachsenden Eingriffen in die (nicht nur unternehmerische) Freiheit des Privatsektors einhergehen (Stichwort: Dirigismus und Regulierung / Bürokratie) und deren Wachstum zum großen Teil schuldenfinanziert ist. Der wachsende Staatseinfluss wirkt sich auch in einer zunehmend angespannten geopolitischen Lage aus, in der nach Jahrzehnten von freiem Handel und internationaler Kooperation der Fokus zunehmend auf Handelsbeschränkungen und Konfrontation, inkl. militärischer Aufrüstung und Konflikte liegt.

Dies hat auch die **Rückabwicklung der einstigen Globalisierungswelle** zur Folge, die der Welt eine langanhaltende Phase niedriger Inflation bescherte. Dabei zeigten insbesondere die Covid-Jahre die gestiegenen Abhängigkeiten von globalen Lieferketten auf, und der rapide Anstieg der industriellen Wettbewerbsfähigkeit Chinas an nahezu allen Fronten hat diesen Trend noch verstärkt. Gleichzeitig ist insbesondere in den westlichen Industrienationen eine wachsende **Marktkonzentration** zu beobachten, unter anderem auch in dem so wichtigen Finanzsektor und vor allem bei den großen Technologiekonzernen.

Gleichzeitig hat der mit einer laschen Geld- und expansiven Fiskalpolitik einhergehende Boom an den Finanz- und Immobilienmärkten mit seinen Vermögenseffekten das wirtschaftliche Wachstum gestützt, auch wenn dies zum Preis steigender Wohlstandsgefälle erfolgte.

Die Illusion von steigendem Wohlstand durch die sich ausdehnende Vermögens- und Spekulationsblase hat auch dazu geführt, dass insbesondere in den USA, aber auch in Europa die nötigen Investitionen in Infrastruktur und Entwicklung /Ausbildung zunehmend vernachlässigt wurden, ein Trend, dem viele Staaten nun mit fremdfinanzierten Investitionsprogrammen zu begegnen suchen. In einem kompetitiven internationalen System ist der Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit eben kein Selbstläufer, sondern erfordert ständige Investitionen in die **Verbesserung des Kapitalstocks** sowie und damit zusammenhängend in den Ausbildungsstand der Gesellschaft und darauf aufbauend Forschung und Entwicklung. Viel von dem wurde in den vergangenen Jahren vernachlässigt, und hat nun zunehmend verzweifelt anmutende kurzfristige Investitions- und Subventionsprogramme zur Folge.

Dazu kommt auch die zunehmend offensichtlich werdende **Ressourcenknappheit**, die sich insbesondere an Chinas weltweiten Investitionen in Rohstoffprojekte widerspiegelt, aber auch den jüngsten Bemühungen der USA, sich beim Erwerb seltener Erden vom fernöstlichen Konkurrenten unabhängig zu machen. Insbesondere im Energiebereich, aber auch in anderen Rohstoffen stellen wir dabei auch ein **Underinvestment** fest, da die zurzeit am Markt gebildeten Preise hinreichende Ersatzinvestitionen ökonomisch nicht zulassen.

All dies wirkt sich u.E.n. in der Summe wachstumsdämpfend und inflationär aus, was im Hinblick auf die chronische Staatsverschuldung eine Phase erhöhter Inflation als einzig gangbaren Ausweg erscheinen lässt. Denn die massiven Schuldenberge in den USA, Europa und Japan lassen eine geldpolitische Normalisierung unrealistisch erscheinen. Stattdessen wird uns wohl eine Reflation mit Hilfe finanzieller Repression, expansiver Fiskalpolitik und negativer Realzinsen in unserer Zukunft erwarten. Im damit verbundenen Abwertungswetlauf bestehen vor allem reale Werte wie Edelmetalle und Rohstoffe sowie Substanzaktien, was sich ja auch in der IASF-Allokation widerspiegelt. Gleichzeitig führt ein wachsendes Angebot an Staatsanleihen, c.p., zu einem Crowding-Out-Effekt, d.h., wenn die Mittel zum Kauf wachsender Staatsanleihen-Kontingente im privaten Sektor aufgebracht werden müssen, dann stehen entsprechend weniger Mittel für sonstige Anlagen zur Verfügung.

Um diesen Effekt und damit verbundenen Abwärtsdruck auf Aktien und Immobilienpreise zu vermeiden, werden die Zentralbanken wohl bald schon wieder Anleihekäufe aufnehmen müssen. Die US-Notenbank hat bei ihrer letzten Sitzung schon einen Schritt in diese Richtung gemacht, als sie entschied, die Nettoverkäufe von Staatsanleihen und die damit verbundene Bilanzverkürzung, auch als Quantitative Tightening (QT) bekannt, aufzugeben und wieder Staatsanleihen in einem Volumen aufzukaufen, welches die noch anhaltenden Verkäufe von Hypothekaranleihen neutralisiert.

Von hier aus ist es nur ein kleiner Schritt um auch auf Nettobasis wieder zu einem Quantitative Easing (QE) zurückzukehren, also erneuten Netto-(Staats-)Anleihenkäufen mit dem Ziel die Zinsbelastung des Staates, aber auch des privaten Sektors in Zaum zu halten. Ein solcher Schritt würde voraussichtlich von steigenden Zinsen am langen Ende der Renditestrukturkurve begleitet werden, und wir erwarten, dass dies schlussendlich in einer weiteren Eskalation des monetären Interventionismus zur vollständigen Kontrolle der Renditestrukturkurve (Yield Curve Control) führen wird.

Ein Blick ins Reich der Mitte

Da ich auf diesen Seiten regelmäßig über die Lage in den USA berichte, möchte ich hier einmal, angeregt durch meine jüngste Asien-Reise, den Fokus auf ein weiteres wichtiges Makro-Thema legen, nämlich den (wirtschaftlichen und politischen) Aufstieg Chinas.

Dass China die Werkstatt der Welt geworden ist, wird nicht nur an seinen eindrucksvollen Exportzahlen ersichtlich. Was jedoch vielen westlichen Beobachtern bislang oftmals entgeht, ist die Tatsache, dass Chinas beeindruckende Exportstärke nicht einfach nur auf staatlich geförderte oder subventionierte Produktionskapazitäten zurückzuführen, sondern das Ergebnis eines intensiven Wettbewerbs ist. Dessen Ergebnis sind qualitativ hochwertige Produkte, deren Fertigungs- und Technologiestandards in vielen Fällen sogar die Maßstäbe der etablierten Wettbewerber aus Europa, den USA oder Japan erreichen oder übertreffen. Zudem hat der starke Produktivitätsanstieg (s. Chart auf Seite 3) auch dazu geführt, dass China Produkte nicht einfach nur ähnlich gut oder gar besser, sondern auch günstiger herstellen und verkaufen kann.

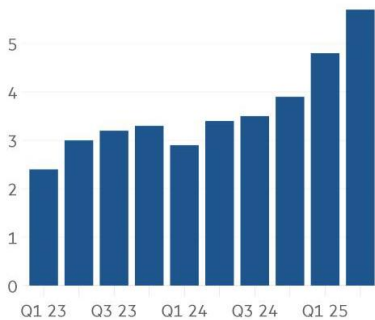


Die weltgrößten Exporteure, [Visual Capitalist](https://www.visualcapitalist.com/worlds-biggest-exporters/), 13OKT25



Chinese car brands' market share in Europe reaches record in Q2

Share of all fuel vehicles (%)



Source: Schmidt Automotive Research

Marktanteil chinesischer Automarken in Europa, [Financial Times](#), 11SEP25

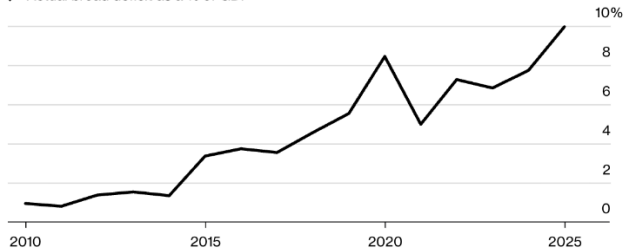
Vor Augen geführt wurde mir diese Entwicklung u.a. bei der Fahrt im High Speed Train von Hong Kong nach Shenzhen, der was Reisekomfort und Geschwindigkeit (von Pünktlichkeit ganz zu schweigen) angeht, alles, was ich in Europa kenne, übertraf.

Ein weiteres Beispiel lieferte die Fahrt in einem neuen BYD Denza D9 eines Freundes, ein Fahrzeug, welches mich was Fahrverhalten, Ausstattungstiefe und Komfort angeht, absolut beeindruckte. Als ich dann noch erfuhr, dass es um mehr als ein Drittel günstiger ist als ein vergleichbares Fahrzeug eines deutschen oder japanischen Luxuswagen-Herstellers, habe ich mich unweigerlich gefragt, wie die deutsche Automobilindustrie diesem Herausforderer begegnen will und kann?

China Ramps Up Fiscal Stimulus as Tariffs Hit

Broad deficit planned for 2025 climbs to record high

Actual broad deficit as a % of GDP



Source: Bloomberg calculations based on China's budget report, ANZ Bank
Note: Broad deficit refers to the gap between the combined actual revenue and spending under the general public budget and the government-managed fund budget.

Chinas Netto-Neuverschuldung in % d. BIP, Bloomberg, 28OKT25

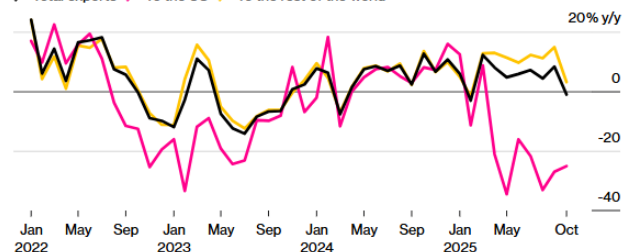
Langfristige Beobachter der chinesischen Wirtschaftsentwicklung wie Louis-Vincent Gave, CEO der Investment-Boutique GaveKal, haben den verschärften Wettbewerb, z.B. unter den chinesischen EV-Herstellern, immer wieder aufgezeigt und dokumentiert. Die dabei aufgebauten Überschuss-Kapazitäten werden zurzeit auch auf politischen Druck wieder abgebaut, was die chinesische Regierung mit einem ca. 10% des BIP ausmachenden fiskalischen Stimulus-Paket abzufedern sucht.

Gleichzeitig scheint sich die zunehmend protektionistische Haltung des Westens, und hier insbesondere der USA, auszuwirken. So fielen die chinesischen Exporte im Oktober auf Jahresbasis um 1.1%, was vor allem auf einen 25%igen Einbruch der Exporte in die USA zurückzuführen war. Wir sehen dies als ein Ergebnis der volatilen US-Zollpolitik und damit verbundener Lagerhaltungsentscheidungen und erwarten mittelfristig eine Erholung.

Slump in US Demand Drags Down Chinese Exports

Slowing growth from rest of the world can't compensate for US drop

Total exports To the US To the rest of the world



Source: China's General Administration of Customs

China's Exporte: Gesamt, USA, Übrige; Bloomberg, 7NOV25





Incrementum All Seasons Fund

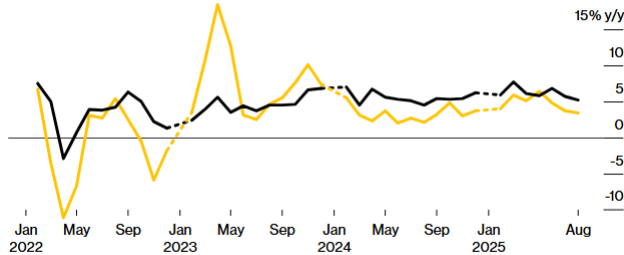
- in pursuit of real returns -

Zu diesem Zeitpunkt (Anfang November) und bei gleichzeitig weiter schwachem Inlandskonsum und einem Immobilienmarkt, der in einer anhaltenden Korrektur steckt, ist es jedoch nicht erstaunlich, dass Chinas Wirtschaftsaktivität sich zuletzt deutlich abgeschwächt hat. Dies ist auch auf eine mit der oben erwähnten und politisch vorgegebenen Industriekapazitätskonsolidierung verbundene reduzierte Investitionsaktivität zurückzuführen und lässt weitere Stimulus-Maßnahmen erwarten.

China's Economic Activity Slowed Markedly in August

July and August results both worse than expected

Industrial output value-added Retail sales

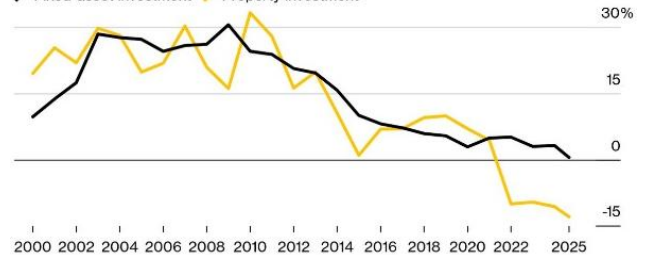


Source: China's National Bureau of Statistics
Note: Data for Jan. and Feb. is combined by source

Chinese Investment Heads for One of Worst Years on Record

Fixed-asset investment slowdown accelerated in August

Fixed-asset investment Property investment

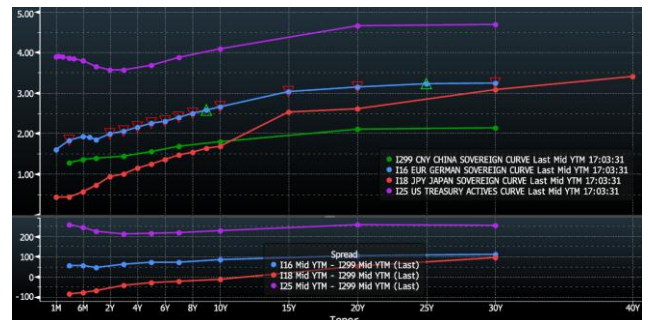


Source: China's National Bureau of Statistics
Note: 2025 shows result through August, other years are for full year

Bloomberg

Chinas **Industrie-Output** / **Einzelhandelsumsätze** [Bloomberg](#), 15SEP25 **Investitionen in Kapitalgüter** / **Immobilien**

Grundsätzlich profitiert China dabei von der Tatsache, dass seine Finanzierungskosten erstaunlich attraktiv sind. Wenn man dem Narrativ in den meisten westlichen Medien folgt, welches schon seit Jahren den Bankrott des chinesischen Staates vorhergesagt hat, dann dürfte ein Blick auf die chinesische Renditestrukturkurve überraschen.



US-, DE-, JP-, CN-Renditestrukturkurve, Bloomberg, 6NOV25

Während das kurze Ende der Renditestrukturkurve von der jeweiligen Zentralbankpolitik geprägt wird, womit die Bandbreite von ca. 0.5% in Japan über 1.25% in China, 1.75% in Deutschland bis hin zu zurzeit noch 3.75% in den USA reicht, ist das lange Ende von langfristigen Investoren- / Inflationserwartungen geprägt. Und hier liegen die 30-jährigen Zinsen für China bei knapp über 2%, und damit deutlich niedriger als die für Japan (ca. 3%), Deutschland (ca. 3.25%) und die USA (ca. 4.7%).

Wie ist es möglich, dass China sich zu so attraktiven Zinssätzen finanzieren kann, insbesondere wenn man bedenkt, dass Vermögenswerte aus dem Reich der Mitte international eher verpönt sind?

Natürlich hat dies auch mit den strengen Kapitalverkehrskontrollen zu tun, die die sehr hohen chinesischen Ersparnisse hauptsächlich in heimische Anlagen zwingen. Aber ein weiterer u.E.n. unterschätzter Aspekt ist wohl auch die Tatsache, dass Chinas Verschuldung zwar ebenfalls hoch ist, aber hauptsächlich dem Zweck von Investitionen in Infrastruktur und „die Substanz“ (inkl. Bildung) des Landes dienen, welche langfristig Renditen abwerfen. In Europa und den USA wächst derweil die Staatsverschuldung vor allem zur Finanzierung von Sozialleistungen und jüngst verstärkt Energiesubventionen sowie Verteidigungsausgaben, die langfristig keinen ökonomischen Return bieten.

Manche Beobachter sehen in den jüngsten Entwicklungen im Reich der Mitte eine potenzielle Quelle der weltweiten Deflation, da man erwartet, dass China seine durch die Einführung von Zöllen weniger wettbewerbsfähigen Industrieprodukte zu Dumping-Preisen auf dem Weltmarkt ablädt. Dieses Risiko sehen wir nicht, da das Land rapide an Produktionseffizienz und damit Wettbewerbsfähigkeit gewonnen hat, demographisch ebenfalls schnell altert, und wie oben erwähnt und zentral geplant daher entstandene Überschusskapazitäten eher abbauen kann. Dass die chinesische Regierung auch einen gestiegenen politischen Einfluss für sich geltend machen kann, zeigen u.a. auch die jüngsten Zollverhandlungen mit den USA, die deutlich machten, mit welchen Pfunden China wuchern kann.

Mir ist bewusst, dass dies viel Vertrauen in die Effizienz der chinesischen Zentralplanung voraussetzt. Ich gehöre sicher nicht zu denen, die zentrale Planwirtschaft einer wirklich freien Marktwirtschaft gegenüber als überlegen ansehen, kann aber auch die Augen nicht davor verschließen, dass nicht nur China, sondern auch Länder wie Singapur oder Vietnam mit ihrer zentralen Wirtschaftsplanung in den vergangenen 30 Jahren eine unglaubliche Entwicklung genommen haben, die ich in dieser Form nie für möglich gehalten hätte, als ich 1995 das erste Mal nach Hong Kong / China kam.

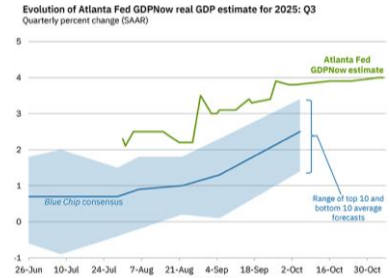
Insgesamt sehen wir daher den Einfluss Chinas auf globale Inflation und Wachstum kurzfristig als relativ neutral an. Das Chance-Risiko-Verhältnis für Aktienanlagen im Reich der Mitte halten wir jedoch nicht für attraktiv genug, um hier ein neues Investmentthema oder Schwerpunkte zu setzen.



Ein Blick auf den Rest der Welt

Für den Rest der Welt ergeben sich insgesamt doch recht unterschiedliche Eindrücke.

Die USA weisen gemäss der GDPNow-Schätzungen der Atlanta Fed weiterhin ein überraschend solides Wachstum aus. Und auch wenn die professionellen Auguren hier weniger optimistisch scheinen, hat der Trend zuletzt doch deutlich nach oben gezeigt.



Atlanta Fed GDPNow Schätzung, 3Q25

% share of total household net worth



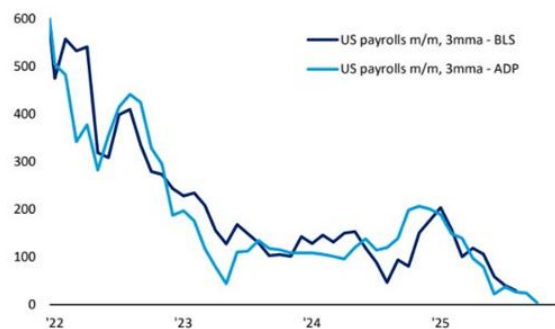
Source: Fred

Anteil am Nettovermögen der Haushalte Unhedged, [Financial Times](#), 12NOV25

Häufig verwiesen wird dabei jedoch auf die sogenannte K-förmige Wirtschaftsentwicklung. Hier profitiert ein kleiner Teil der privaten Haushalte vom *Vermögenseffekt* steigender Aktien- (10% der Haushalte besitzen 87% der Aktien) und Immobilienpreise (die Top 10% der Haushalte besitzen rund zwei Drittel der Gesamtvermögen), während eine Hälfte der Haushalte lediglich ca. 3% der Vermögen hält und daher auch besonders unter einem stagnierenden Arbeitsmarkt und einer fortlaufend schrumpfenden Kaufkraft leidet. Diese stark auseinandergefallene Einkommens- und Vermögensverteilung erscheint gesellschaftlich und politisch zunehmend problematisch und macht die Wirtschaft anfällig für eine Korrektur an den Finanz- und Immobilienmärkten.

Schon jetzt lässt sich eine Abkühlung des Arbeitsmarktes und auch der wachsende Stress unterer Einkommensgruppen an verschiedenen Indikatoren ablesen, was uns am Ausblick einer Wachstumsabschwächung festhalten lässt.

Chart 3: The US job market has barely grown in the past 3 months
US payrolls m/m change (3mma): BLS vs ADP data



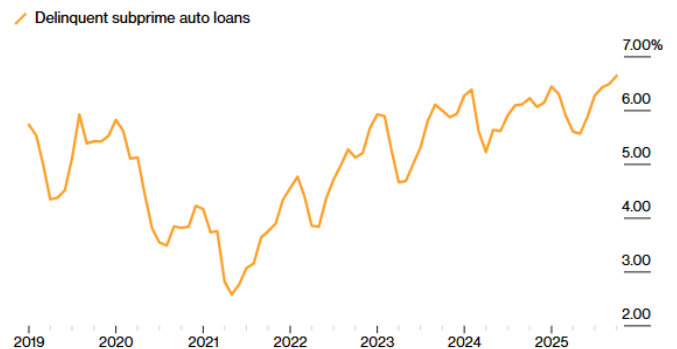
Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

US-Jobwachstum (monatl.), BLS vs ADP-Zahlen
The [MacroTourist Private Feed Recap](#), 11NOV25

Americans Behind on Car Payments Hit Record

Subprime borrowers late on auto loans reach highest since 1994



Source: Fitch Auto ABS Indices

Säumige Subprime-Automobil-Finanzierungen (in %)

[Bloomberg News](#), 12NOV25



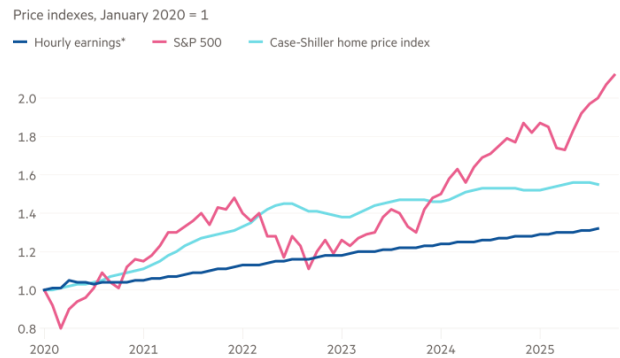


Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Genauso erscheint es plausibel, dass sich der Teil der Bevölkerung, der den oberen (und kürzeren) Arm des „K“ repräsentiert, an den Früchten des einst von Fed Chairman Ben Bernanke propagierten *Vermögenseffekt* (Wealth Effect) erfreut. Dies lässt sich schon aus dem Chart unten ableiten, der die Entwicklung der Löhne und Gehälter ins Verhältnis mit der des S&P500 und des Case-Shiller Immobilienpreisindex setzt. Und selbst bei den Löhnen ist die durchschnittliche CEO vs Arbeiter-Gehaltsdifferenz seit 1950 von 20 : 1 auf 285 : 1 gestiegen.

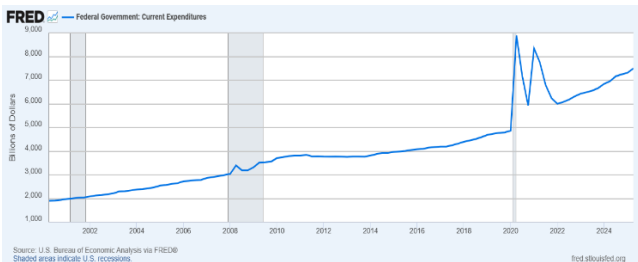
Indikatoren für den Einfluss des „Wealth Effect“ gibt es viele. So liegen z.B. die durchschnittlichen Übernachtungspreise für Luxushotels in den USA gemäss WSJ 2025 bei \$394, während die der mittleren Kategorie \$226 kosten, was mehr als einer Verdopplung der Preisdifferenz seit 2008 entspricht. Zudem ist die Auslastung ersterer im laufenden Jahr um 2.5% gestiegen, während die in mittleren und unteren Kategorien rückläufig ist.



*Production and non-supervisory Employees, total private

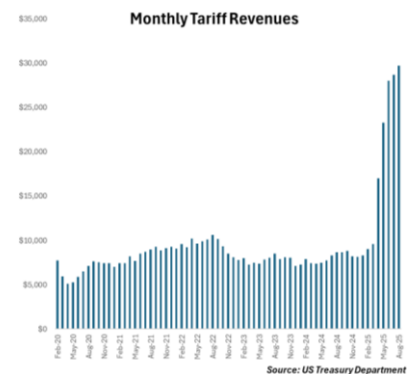
Unhedged, [Financial Times](#), 12NOV25

Die US-Regierung unter Donald Trump wird diesen Trends kaum gegensteuern. Stattdessen versucht man die Staatsausgaben einzuschränken, was bei einer zurzeit erhöhten Staatsquote ein lobenswertes Unterfangen darstellt, bislang jedoch leider wenig Früchte trägt.



US-Bundeshaushalts-Ausgaben, seit 2000, [FRED](#), 13NOV25

Also hat man den Versuch gestartet, die Einnahmeseite durch Zolleinnahmen zu verbessern, die seit April auch deutlich angestiegen sind und zurzeit ca. \$30 Mrd. monatlich in die Kassen spülen. Das erscheint auf den ersten Blick ein „Free Lunch“, wobei Zölle historisch nie nachhaltig gewirkt haben, da sie wie jede Steuer Umgehungs- und Vermeidungstendenzen auslösen. Zudem gehen Experten davon aus, dass die von der Trump-Regierung erhobenen Zölle zu 60% von den US-Verbrauchern, zu 20% von US-Unternehmen und 20% von den ausländischen Lieferanten gezahlt werden. Unter diesen Umständen verstärken sie – wie von uns erwartet – die schon vorhandenen stagflationären Tendenzen.



Monatliche US-Zolleinnahmen in Mio \$
@Convertbond, [X](#), 26AUG25

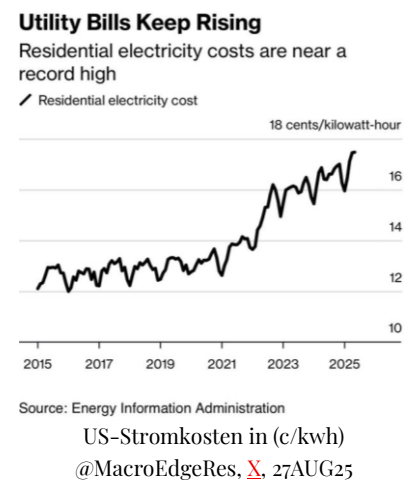




Hierbei ist jedoch auch noch zu berücksichtigen, dass die Frage, ob die US-Regierung überhaupt berechtigt ist Zölle zu erlassen, zurzeit vor dem höchsten US-Bundesgericht verhandelt wird. Die Fragwürdigkeit der US-Zollpolitik beruht auf der Tatsache, dass es sich hier um eine Form von Steuern handelt, welche eine Verabschiedung durch den US-Kongress nötig machen würde. Die Mehrheit der Beobachter halten daher eine negative Entscheidung des Gerichts mit der potenziellen Pflicht der Rückzahlung bisher eingemommener Gelder nicht nur für möglich, sondern gar für wahrscheinlich. Wir können diesbezüglich nur spekulieren, sind aber davon überzeugt, dass ein solches Urteil chaotische Auswirkungen haben könnte.

Ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Beurteilung der wirtschaftlichen Lage in den USA ist der sich rapide beschleunigende KI- und Daten-Center-Investitionsboom. Gemäss [J.P.Morgan Asset Management](#) haben KI-bezogene Investitionen im 1. Halbjahr 2025 einen BIP-Beitrag von 1.1% geleistet – Tendenz steigend. Die Frage, die sich dem Betrachter damit unweigerlich stellt, ist, ob all diese Investitionen auch einen angemessenen ökonomischen Ertrag abwerfen werden – und falls nicht, ob dies nicht in näherer Zukunft einen deutlichen Investitionseinbruch mit entsprechend negativen Konsequenzen für die Konjunktur nach sich ziehen wird. – Wir würden die erste Frage verneinen und die zweite bejahen und sind auch entsprechend positioniert (mehr dazu weiter unten).

Ein anderer relevanter Aspekt dieses Themas, der mehr und mehr in den Fokus gerät, ist was der gewaltige KI- und Daten-Center-Ausbau für die Energiebilanz der USA (und anderer hier stark engagierter Länder) bedeutet. Die Betreibung dieser Anlagen erfordert nämlich gigantische Mengen an Strom, was sich schon jetzt in einem deutlichen Anstieg der Stromkosten in den USA widerspiegelt. Stromkosten stellen wohl einen der wichtigsten Inflationsindikatoren für private Haushalte dar, da sie ein regelmäßig wiederkehrender Budgetposten von nicht unerheblicher Bedeutung sind. Und selbst in einem energiereichen Land wie den USA ist diese inflationäre Entwicklung unübersehbar.



All dies lässt unsere Erwartung einer stagflationären Phase in den USA weiter als Hauptszenario bestehen. Und damit möchte ich die Beurteilung der US-Situation mit einem Zitat aus dem „Points of View“-Kommentar der Hartland Shipping Services vom 1. August schließen, welches übersetzt lautet: „Wie immer muss man Ego, Übertreibungen, Einschüchterungen, Verzerrungen und Desinformationen ausblenden, wenn man die Wirtschaftsleistung der USA bewertet, die sowohl durch Kriege, Naturkatastrophen, Chaos, Handelsstörungen, Trumpismus, den X-Faktor und das Gespenst von Epstein beflügelt als auch beeinträchtigt wird. Nichts ist sicher, das steht fest.“ ([Hartland Shipping Services](#), 1AUG25)

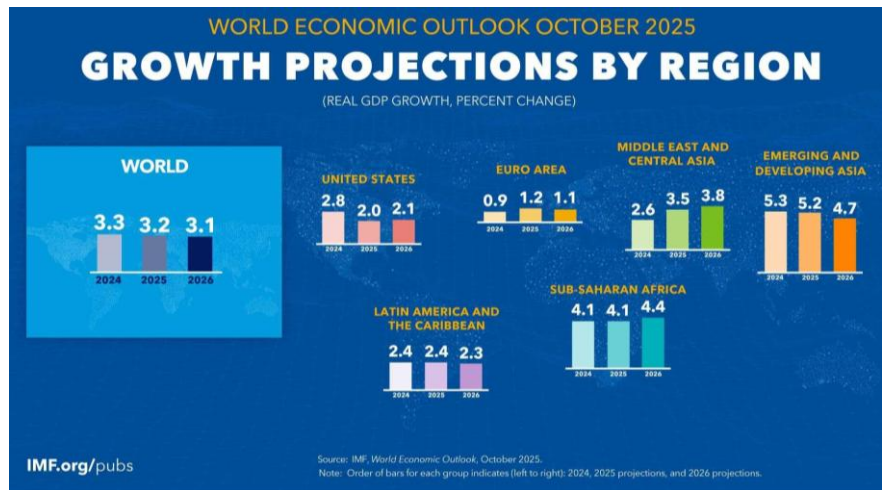




Wie schaut's in Europa aus?

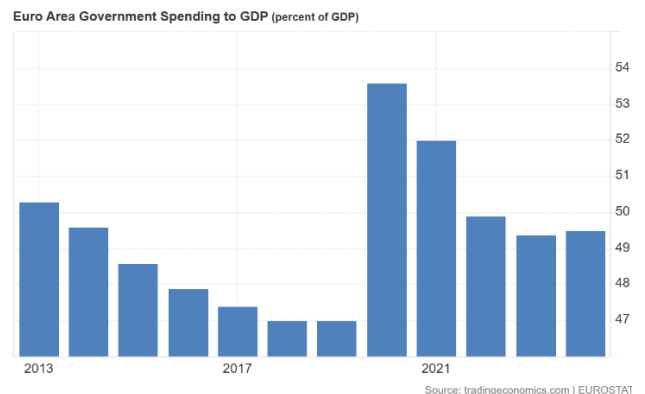
Grundsätzlich ist die Stimmung in Europa alles andere als gut und seine politische Führung hadert noch mit der neuen Realität seine Rolle zwischen einer zunehmend volatilen, egozentrischen und politisch aggressiven US-Regierung auf der einen und dem sozialistischen und kultur- und wertfremden Wirtschaftsriesen China auf der anderen Seite zu finden.

Während der World Economic Outlook des IWF für 2026 ein globales Realwachstum von 3.1% voraussieht, getragen vom Wachstum in Asien und Afrika, aber weiterhin auch stabilem Wachstum in den USA, wird für die Eurozone ebenfalls ein stabiles, aber das bei weitem schwächste Wachstum erwartet (1.1%).



Wachstumserwartungen nach Regionen, IWF, [World Economic Outlook](#), OKT25

Die Probleme sind dabei vielschichtig: Eine alternde Bevölkerung, ein viel zu hoher Staatsanteil, der seit den Corona-Jahren wieder angestiegen ist, und eine Privatwirtschaft deren Konkurrenzfähigkeit durch hohe Steuern und Abgaben, ein regulatorisches Dickicht, das das Produktivitätswachstum wirksam eindämmt, sowie die seit dem Beginn des Russland-Ukraine-Krieg besonders stark gestiegenen Energiepreise gesunken ist.



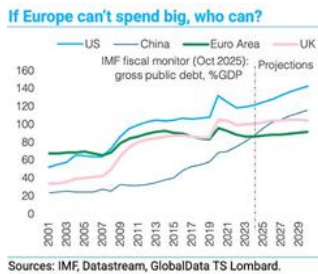
Staatsausgaben der Eurozone in % des BIP, [Trading Economics](#)

Dabei liegen die Probleme inzwischen verstärkt in den Kernländern wie Deutschland, das seine Position als Exportweltmeister längst aufgeben musste, oder Frankreich, das zunehmend unregierbar erscheint und unter seiner extremen Schuldenlast ächzt. Das Patentrezept scheint dabei dennoch und wie immer: *“Wenn Europa nicht mehr ausgeben kann, wer sonst?“*



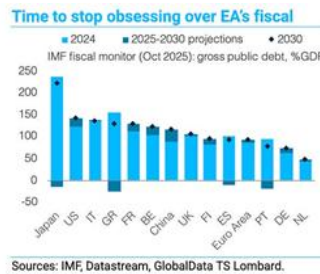
Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



Sources: IMF, Datastream, GlobalData TS Lombard.

Staatsverschuldung als % des BIP; Davide Oneglia, TS Lombard, via [Chartbook](#) by Adam Zooze, 16NOV25



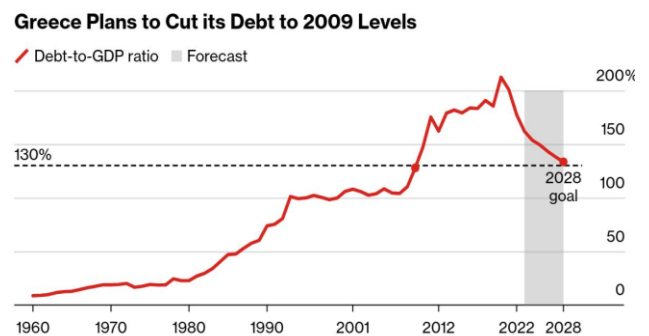
Sources: IMF, Datastream, GlobalData TS Lombard.

Insbesondere seit der Eurozonenkrise ist Europa, was die Ausgabendisziplin angeht und wie die Charts links zeigen, tatsächlich der „Musterschüler“ unter den grossen Nationen. Während z.B. die Staatsverschuldung der USA in diesem Jahrhundert von 50 auf knapp 130% des BIP gestiegen ist, stieg dieselbe Rate in der Eurozone lediglich von 70% auf rund 90%.

Aber diese Ausgabendisziplin scheint zunehmend über Bord geworfen zu werden, da staatliche Interventionen und Subventionen so ein einfacher Weg zu sein scheinen, die bestehenden Probleme zu beheben. Und da auch die Bürger an der Wahlurne immer mehr Hilfe von Vater Staat fordern und sich wenig Gedanken darüber zu machen scheinen, woher die Mittel kommen, ist der Weg vorgezeichnet. Oder um Grant Williams zu zitieren: *„Da Politik heute eine Karriere und nicht mehr ein späterer Lebensruf für bereits Erfolgreiche ist, wundert es da noch, dass wir von Menschen regiert werden, die keinerlei Verständnis für die ultimativen Gefahren fiskalischer Verantwortungslosigkeit haben?“* (L'Entente Terminale, [TTMYGH](#), by Grant Williams, AUG25)

Dabei gibt es Beispiele dafür, dass diese Trends nicht unumkehrbar sind. Während der Eurozonen-Schuldenkrise war Griechenland das grösste Problemkind und benötigte gar eine Umschuldung.

Seitdem hat das Land jedoch tiefgreifende Reformen durchgeführt und ist auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Wichtiger noch, *„Seit seiner Schuldenrestrukturierung hat Griechenland sein Investment-Grade-Rating zurückerlangt und die Rettungskredite des Internationalen Währungsfonds vollständig zurückgezahlt. Es plant, im Dezember eine vorzeitige Rückzahlung der europäischen Rettungskredite vorzunehmen.“*



Source: IMF, Greek Finance Ministry

Griechische Staatsschulden in % vom BIP, [Bloomberg](#), 22AUG2025

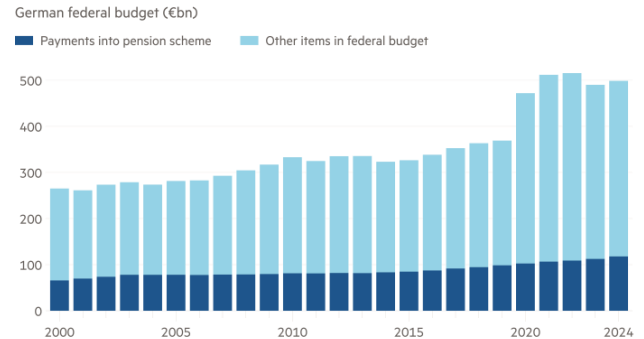
Ohne Reformen wird man auch im Rest der Eurozone nicht vom Fleck kommen. Dazu bedarf es den politischen Willen und die Einsicht und Anpassungsbereitschaft der Bürger. Bis dahin scheint mir jedoch noch ein langer Weg und ich erwarte, dass man sich bis auf weiteres „durchwursteln“ wird...





Ein passendes Beispiel ist hier das deutsche Rentensystem: Gemäss dem Institut für Wirtschaft in Köln werden im Jahr 2040 100 Arbeitnehmer 41 Pensionäre unterstützen müssen, gegenüber zurzeit noch 30. Schon jetzt muss jedes Jahr ein Viertel des Staatshaushaltes – im Jahr 2024 waren das 118 Mrd EUR) dazu eingesetzt werden, um die Finanzierungslücke in der Rentenkasse zu stopfen. Dieser Anteil wird in den kommenden Jahren also unweigerlich steigen.

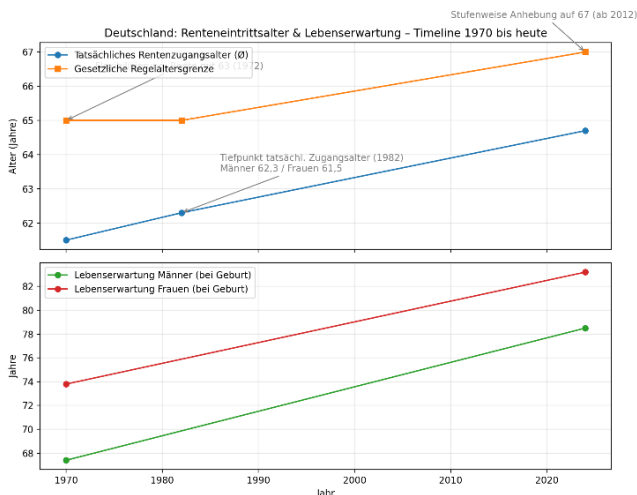
Pension payments account for nearly a quarter of the German federal budget



Sources: Deutsche Bundesbank, Federal Ministry for Labour and Social Security

[Ausgaben des Bundeshaushalts](#) / für Rentenkasse, FT, 25AUG25

Doch leider findet sich kein Politiker / keine Partei, die dieses Problem bereit ist nachhaltig anzugehen. Dabei sollte es offensichtlich sein, dass dieses System nicht haltbar ist. Schliesslich lag das durchschnittliche Rentenalter in den 70er Jahren in den niedrigen 60ern, während die durchschnittliche Lebenserwartung bei ca. 68-74 Jahren lag. Damit lag die zu erwartende Rentenbezugszeit bei unter 10 Jahren. Wie der nebenstehende Chart zeigt, sind seitdem sowohl Renteneintrittsalter, aber vor allem auch die Lebenserwartung gestiegen, so dass die durchschnittliche Pensionsbezugszeit nun bei über 15 Jahren liegt.



Quellen: Deutsche Rentenversicherung, (Rentenstatistik 2022/2023), Demografisches Portal Bundesländer, Eurostat, Sterbestatistik 2022/24, 1970er: Lebenserwartung: Topf-Artikel (Gesellschaft in den 70er/80er Jahren), Werte: Männer 67,4; Frauen 73,8. Hinweis: Datenpunkte sind repräsentative Mittelwerte (1970, 1982, 2024) - keine lückenlose Jahresreihe.

Deutschland: Renteneintritt & Lebenserwartung, KI: MS-Copilot

Im bestehenden Umlagesystem sorgt diese Kombination von schrumpfender Arbeitnehmerzahl und wachsender Zahl von Rentenbeziehern mit zunehmender Bezugsdauer offensichtlich für ein schnell wachsendes finanzielles Problem, da die zu stopfenden Lücken in der Rentenkasse immer grösser werden.

Leider ist auch die jetzige Regierung wohl wieder einmal nur dazu in der Lage das Problem auf morgen zu verschieben und es damit in Zukunft nur noch schwerer lösbar zu machen. Hier braucht es insbesondere in den Kernländern Politiker, die sich ihrer Verantwortung für das Volk und die Gesellschaft bewusst sind, und sich nicht vor schwierigen Entscheidungen drücken. Womit wir wieder beim Zitat von Grant Williams auf der vorherigen Seite wären...



Zuletzt möchte ich hier noch einen kurzen Blick nach Japan wagen, wo die neue Premier Ministerin, Sanae Takaichi, einen klaren Rechtsruck innerhalb der LDP widerspiegelt. Im Vergleich zu ihrem Vorgänger gilt sie als ultrakonservativ und nationalistisch, befürwortet eine Stärkung des japanischen Militärs und eine damit verbundene Erhöhung der Verteidigungsausgaben und verfolgt einen pro-amerikanischen und konfrontativen Kurs gegenüber China, welcher ja auch schon zu ersten Verstimmungen mit dem grossen Nachbarn geführt hat.



Financial Times, [Unhedged](#), 11OCT25

Wirtschaftspolitisch steht sie für die Fortführung von „Abenomics“, und damit eine expansive Fiskalpolitik bei gleichzeitig lockerer Geldpolitik. Zudem fordert sie die japanischen Arbeitgeber dazu auf, die Löhne und Gehälter schneller und stärker anzuheben, um den effektiv fallenden Reallöhnen entgegenzuwirken.

Die Gesamtgemengelage wird in dem Chart links passend beschrieben, der oben die Leitzinsentwicklung der Bank of Japan aufzeigt und darunter die Jahresveränderung der Konsumentenpreise und der Reallöhne. Er macht offensichtlich, dass die Japaner in den vergangenen beiden Jahren unter einem anhaltenden Kaufkraftverlust gelitten haben.

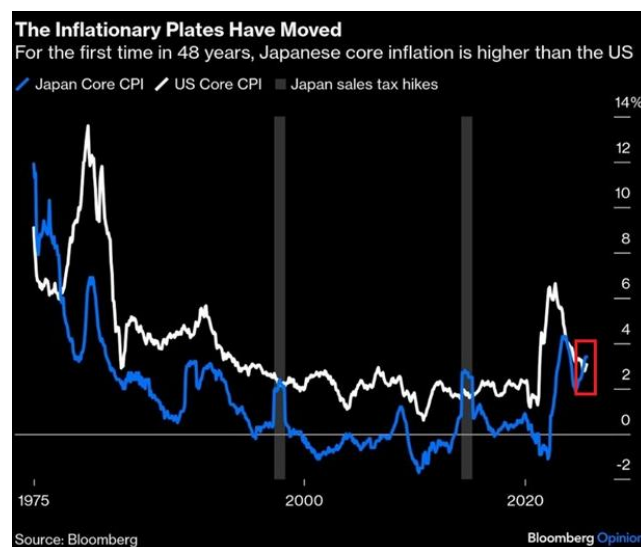
Die Wahl von Takaichi-san hat in den vergangenen Monaten zu einer deutlichen Abschwächung des JPY geführt, der inzwischen neben dem KRW, NZD und USD zu den schwächsten Währungen im Vergleich zum EUR gehört.



Bloomberg

Der IASF hält eine nicht unerhebliche JPY-Position über FX-Forwards, hauptsächlich jedoch gegen USD. Dennoch hat uns diese Position im laufenden Jahr ca. 0.6% Performance gekostet.

Nach dem Verfall der letzten Monate scheint uns dies nicht der richtige Zeitpunkt um die Position zu schließen. Denn Japan steckt in einem Dilemma. Einerseits betreibt man eine lockere Fiskalpolitik, bei gleichzeitig negativen Realzinsen von 2%, was klar dem Ziel der Reflation gilt. Die damit verbundenen Preissteigerung, die inzwischen über der US-Rate liegen, kommt jedoch bei den Bürgern gar nicht gut an und der Druck den damit verbundenen Kaufkraftverlust einzudämmen wächst. Gleichzeitig steigen die langfristigen Zinsen weiter an, wie der Chart der unterschiedlichen Renditestrukturkurven auf S.7 ebenfalls verdeutlicht.



Japan vs US Kerninflatonsrate, @KobeissiLetter, X, 27AUG25

Hier sehen wir weiterhin erhebliches Repatriierungspotential, da japanische Investoren (nicht nur) auf großen Beständen langlaufender europäischer und US-Staatsanleihen sitzen. Wenn man bei diesen nun die Währung absichert, dann ist das Nettoergebnis (nach Absicherungskosten) schlechter als wenn man japanische Staatsanleihen hält.

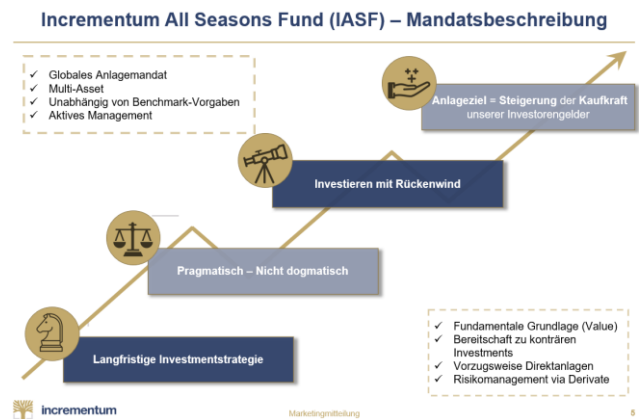
Wichtig wäre eine Zinserhöhung am kurzen Ende, die viele Beobachter für das letzte Quartal erwarten. Bei gleichzeitig weiter fallenden Zinserwartungen in Europa und den USA würde dies den JPY-Carry-Trade (d.h. das Leihen von niedrigverzinslichen JPY, um diese in höherverzinsliche Währungen zu tauschen und entsprechend zu investieren) noch unattraktiver machen. Hier gibt es Schätzungen, dass das Volumen dieses Trades im 2-stelligen Billionenbereich liegt, und eine Reduktion dieses Volumens würde klar den JPY stärken. Wir halten daher bis auf weiteres an unserer Position fest.



Aktiv investieren

Wir haben den IASF als globalen Strategiefonds aufgelegt, der Benchmark-unabhängig und aktiv verwaltet wird, um zu zeigen, dass ein solcher Ansatz Mehrwert generieren kann und damit die höheren Kosten gegenüber passiven Mandaten wert ist. Dies war ein logischer Schritt, da ich auch in der Zeit, bevor ich Fondsmanager wurde immer aktiv und Absolute-Return-orientiert investiert habe.

Als ehemaliger Anlageberater und Vermögensverwalter, der mit internationalen vermögenden Privatkunden auf fünf Kontinenten zusammengearbeitet hat, war mir bewusst was diese Art von Kunden suchen, nämlich eine Allwetter-Strategie, die das Ziel einer langfristigen Kaufkraftsteigerung der investierten Mittel verfolgt und deren Umsetzung sie an einen kompetenten Experten auslagern können.



Und so habe ich nach meinem Beitritt zur Incrementum AG das Anlage-Konzept, welches ich über mehr als zwei Jahrzehnte erfolgreich auf individueller Basis umsetzte, mit dem IASF in ein standardisiertes und skalierbares Vehikel gegossen, ein signifikantes Co-Investment getätigt und so den Fonds für ehemalige und neue Kunden bereitgestellt. Dies brachte eine klare Fokussierung (nur noch 1 Mandat statt 70), eine erhöhte Reaktionsgeschwindigkeit sowie die Möglichkeit einer intensiveren Nutzung von Derivaten mit sich, was m.E.n. die Ergebnisqualität insgesamt nochmals verbessert hat.

Aktives Investieren bedeutet für uns nicht einfach bloss ein diskretionäres Element für den Fondsmanager bei der Gewichtung unterschiedlicher Sektoren, sondern eine klare Fokussierung auf Themen und Einzelanlagen, von denen wir makroökonomischen Rückenwind erwarten und bei deren Auswahl wir eine qualitative und fundamentale Begutachtung vornehmen. Das hat zu der unseren Anlegern bekannten Festlegung von langfristigen Investmentthemen geführt, die uns helfen das globale Anlageuniversum auf ein mit überschaubaren Ressourcen bearbeitbares Maß einzuschränken.



Darüber hinaus hat es auch zu einer relativ geringen Korrelation mit den breiten Märkten und Anlageklassen geführt, und damit zu Diversifikationseffekten, die den IASF auch als Portfoliobaustein interessant machen, wie u.a. auch der nebenstehende Chart zeigt.





Ein so definiertes aktives Investieren erfordert Mut und die Bereitschaft nicht Teil der Herde zu sein. Aber wie sagte einst Jim Grant, Herausgeber des Grants Interest Rate Observer: *„Der Schlüssel zu erfolgreichem Investieren besteht darin, dass alle ihrer Meinung sind – nur später.“* ([Quotation](#)) Dies entspricht unserem Ansatz, der somit auch durch eine konträre Einstellung geprägt ist, was wiederum gute Nerven und sehr viel Geduld erfordert. Oder um es mit Charlie Munger zu sagen: *„Wenn du ein Ausreißer in Sachen Leistung sein willst, dann sitz einfach auf deinem Hintern und lies den größten Teil deines Lebens. Festzuhalten ist dabei nur, dass der Kern der Aussage trotz der Übertreibung bestehen bleibt.“* ([Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger](#))

Worauf ist also nun im Herbst 2025 unser Anlagefokus gerichtet?

Da sind zuallererst die massiven und weiterwachsenden Schuldenberge in den USA, Europa und Japan, die eine geldpolitische Normalisierung unrealistisch erscheinen lassen. Stattdessen erwarten wir verdeckte Bemühungen einer Reflation durch weiter expansive Fiskalpolitik, unterstützt durch negative Realzinsen und finanzielle Repression. Dies birgt das Risiko, dass Staatsanleihen erneut zu Konfiskations-Zertifikaten werden, und lässt uns eher einen Bogen um diese wie auch den Finanzsektor (v.a. Banken und Versicherungen) machen.

Damit verbunden ist auch eine Rückkehr zur sogenannten *„Beggars-thy-neighbor-policy“*, d.h. wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die das Ziel haben die heimische Wirtschaft auf Kosten der wirtschaftlichen Lage anderer Länder zu stärken. Wie so etwas aussieht, hat die US-Regierung unter Donald Trumps zweiter Amtszeit vorgemacht. Eine solche Politik geht auch mit einer Abwertung der eigenen Währung einher, weshalb wir einen schwächeren US-Dollar erwarten. Auf längere Sicht führt dies jedoch erfahrungsgemäß zu Abwertungswettläufen der Fiat-Währungen, in denen reale Werte wie Edelmetalle und Rohstoffe, aber auch Immobilien und Substanzaktien – als knappe, nicht beliebig vermehrbare Vermögenswerte – an Bedeutung gewinnen.

Die zunehmende Impotenz der Geldpolitik führt kaum überraschend zur fiskalischen Dominanz, einer Phase, in der die Steuerung der Wirtschaft immer stärker durch direkte Interventionen und fiskalpolitische Maßnahmen erfolgt. Die weltweit voranschreitende Re-Militarisierung, De-Globalisierung und die damit verbundene Repatriierung von Produktion und Arbeitsplätzen aus dem Ausland wird durch staatliche Interventionen vorangetrieben und hat staatsgelenkte Investitionen in Infrastruktur und reale Assets zur Folge, die über Jahrzehnte vernachlässigt wurden.

Eine weitere wichtige Makro-Beobachtung ist die eklatante Überbewertung des US-amerikanischen Aktienmarktes, über die wir auf diesen Seiten seit Jahren regelmäßig berichten. Zur Zeit des Schreibens dieser Zeilen (14.11.) befinden sich die US-Märkte wieder einmal in einer leichten Korrekturphase (ca. 3% im S&P 500 und ca. 5% für im Nasdaq 100 unter den Allzeithochs aus dem Oktober) und die Nervosität ist schon wieder greifbar.





NASDAQ 100			
	Company	Symbol	Weight
1	Nvidia	NVDA	14.39%
2	Microsoft	MSFT	12.24%
3	Apple Inc.	AAPL	11.11%
4	Amazon	AMZN	7.94%
5	Meta Platforms	META	6.10%
6	Broadcom Inc.	AVGO	4.59%
7	Alphabet Inc. (C)	GOOGL	4.22%
8	Alphabet Inc. (C)	GOOG	3.95%
9	Tesla, Inc.	TSLA	3.66%
10	Netflix	NFLX	1.69%

S&P 500			
#	Company	Symbol	Weight
1	Nvidia	NVDA	7.62%
2	Microsoft	MSFT	6.48%
3	Apple Inc.	AAPL	5.88%
4	Amazon	AMZN	4.20%
5	Meta Platforms	META	3.23%
6	Broadcom	AVGO	2.43%
7	Alphabet Inc. (C)	GOOGL	2.23%
8	Alphabet Inc. (C)	GOOG	2.09%
9	Tesla, Inc.	TSLA	1.94%
10	Berkshire Hatha	BRK.B	1.84%

Top-10-Aktengewichtung
im Nasdaq 100 und S&P 500
NYUGrad, [Substack](#), 14NOV25

Denn bei aller nach außen zur Schau gestellten Zuversicht, dass die Bewertungen im dominierenden Technologiesektor und die Ertragspotentiale von KI schier endlos sind, sind sich die meisten Investoren doch sehr wohl bewusst, dass die Entwicklung der vergangenen Jahre kaum in dieser Form weitergehen kann. Denn Finanzmärkte sind und bleiben zyklischen Mustern unterworfen und dies erfordert, dass auf einen langanhaltenden Aufschwung auch einmal eine Konsolidierung / Abschwung folgt.

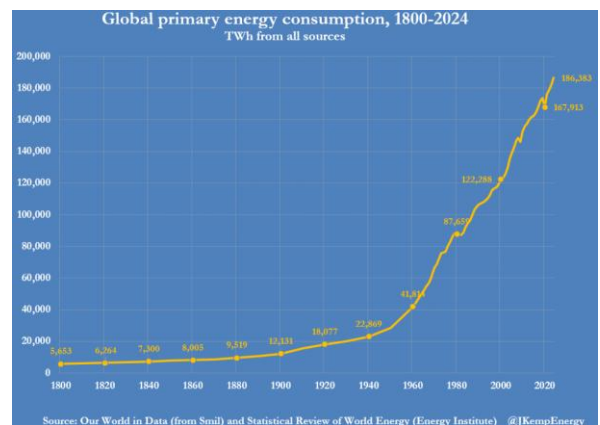
Dabei sollte auch jeder rational denkende Investor ins Grübeln geraten, wenn er liest, dass 10% der Aktien im Nasdaq 100 70% und 2% der Aktien im S&P 500 38% des jeweiligen Index ausmachen, während die Bewertungen dieser Indices sich auf rekordhohen Niveaus befinden. Uns zumindest lässt dies Gelegenheiten außerhalb dieser beiden Märkte suchen, während wir diese zur Absicherung gegen Marktkorrekturen short sind.

Ein Blick auf unsere Themenselektion

Ich möchte auf den folgenden Seiten versuchen unseren Anlegern einen kurzen Überblick über unsere Themenselektion sowie deren (ungefähren) Ergebnisbeitrag zu gewähren:

Beginnen wir mit dem Thema **ENERGIE** (19% der AuM). Hierzu zählen Öl- und Gas- (6%), Uran- (4%) und Kohleproduzenten (2%), sowie Dienstleister & Service-Unternehmen (7%). Unsere IASF-Einzelanlagen in diesem Themenbereich haben im Jahresverlauf (bis 14.11.) einen durchschnittlichen Total Return von 11% (jeweils in Basiswährung gemessen) erzielt, weisen eine PE von 33, EV/EBITDA von 6.1, sowie eine Dividendenrendite von 3.9% aus und werden zum 1.5-fachen Buchwert gehandelt.

Wir sind davon überzeugt, dass bezahlbare und verlässlich zur Verfügung stehende Energieträger die Grundlage für wirtschaftliche Entwicklung und gesellschaftlichen Fortschritt sind. Ohne sie kommt das Wachstum zum Stillstand und Gesellschaften stagnieren oder regredieren gar. Oder kurz gesagt: *“Energie ist Leben”* ([Doomberg](#)) oder *“Ökonomische Aktivität ist umgewandelte Energie“* ([Louis-Vincent Gave](#)).

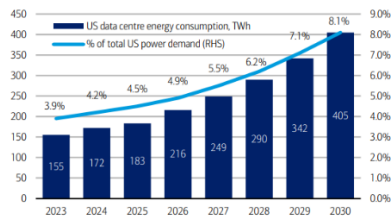


Globaler Primärenergieverbrauch, [JKempEnergy.com](#), 30OKT25





Exhibit 3: US data centre energy consumption (TWh) and as % of total US power demand (RHS)
c.250TWh new electricity demand in the US alone through 2030 from data centres, rising to 8% of US power demand



Source: McKinsey

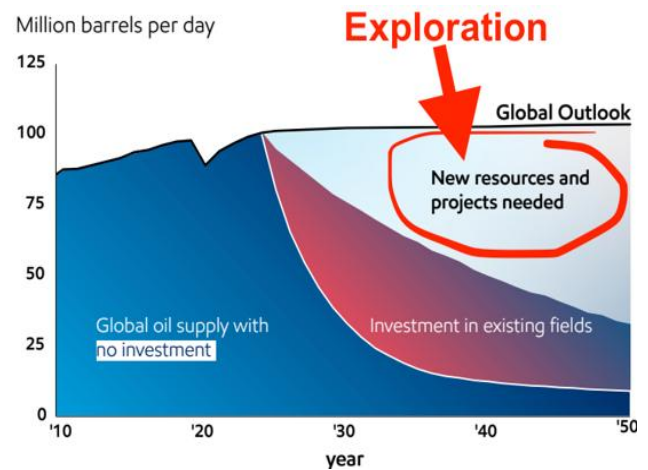
BoFA GLOBAL RESEARCH

US-KI-Elektrizitätskonsum in TWh & %
@MikeZaccardi, X, 20SEP25

Was sind nun bei diesem Thema die treibenden Faktoren?

Der weltweite Energiebedarf wächst unaufhaltsam, v.a. getrieben vom Nachfrageanstieg in den Emerging Markets, aber jüngst auch wieder zunehmend von den OECD-Staaten (Stichwort: Re-shoring von Industrieproduktion und KI / Daten-Center-Ausbau), die in den vergangenen Jahren exorbitante Summen in den Ausbau erneuerbarer Energieträger gesteckt haben, deren Effizienz und Verlässlichkeit jedoch zu wünschen lässt.

Gleichzeitig ist das langfristige Angebot insbesondere bei konventionellen Energieträgern (Kohle, Öl und Gas, wie auch Uran) begrenzt, da die Produzenten aufgrund zu tiefer Preise, aber auch kostentreibender Regulierung und teilweise Ausschluss vom Kapitalmarkt, ungenügende Ersatzinvestition vorgenommen haben. Zudem haben die lange kaum wirksamen Russland- und Iran-Sanktionen kurzfristig einen Angebotsschub ausgelöst, da beide Länder Lagerbestände reduziert haben, um den kurzfristigen Öl- und Gasverkauf und damit verbunden Deviseneinnahmen zu maximieren.



Globales Ölangebot ohne weitere Investitionen, mit Investitionen in bestehende Projekte, sowie benötigte Neu-Projekte und Ressourcen, ExxonMobil Global Outlook, AUG24

Diese Sanktionen wurden zuletzt wirksamer durchgesetzt. Gleichzeitig scheinen die jüngsten ukrainischen Drohnenangriffe auf die russische Energieinfrastruktur zunehmend die Förderung und das Angebot des mit 10-11 Mio. Barrel pro Tag zweitgrössten Öl- und Gasproduzenten der Welt einzuschränken. Dies hat zuletzt zu einer Stabilisierung der Preise geführt, obwohl OPEC in diesem Jahr die Förderquoten erhöht hat, was zu zusätzlichem Angebot geführt hat, auch wenn dies effektiv geringer ist als die erhöhten Quoten zuließen. - Naturgaspreise zeigen sich dagegen fester.

Letztlich werden preiswerte Energieträger immer einen Käufer finden, während jedoch die Produzenten ohne Aussicht auf eine angemessene Rendite die Investitionstätigkeit reduzieren. Das ist in der Industrie schon seit einiger Zeit zu beobachten, da viele Produzenten den fallenden Preisen mit reduzierten Explorations-Budgets begegnen, was im Rohstoffbereich immer zu langfristigen Angebotsreduktionen führt. Gemäss der alten Regel, dass in zyklischen Industrien die Kur für niedrige Preise noch niedrigere Preise ist, sehen wir daher in diesem Thema grosse Chancen auf inflationsübertreffende Renditen.





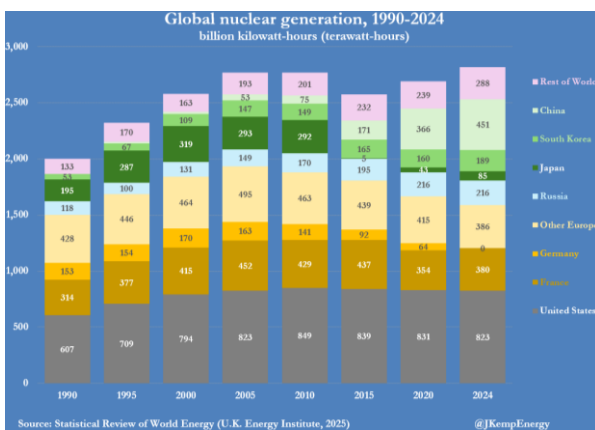
Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



@SoberLook, X, 12NOV25

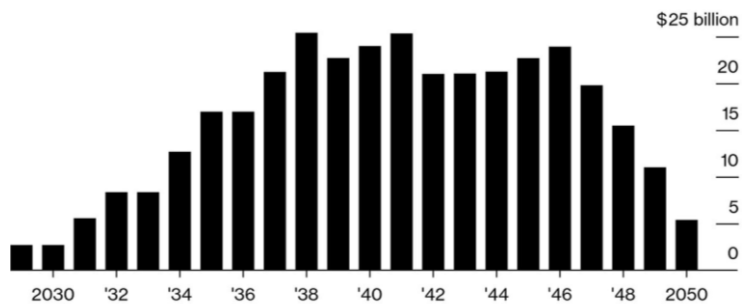
Dies nicht zuletzt auch deshalb, weil der Sektor in der Investorengunst inzwischen an unterster Stelle steht, was sich auch in der geschrumpften Energiesektor-Gewichtung (z.B. die links dargestellte Gewichtung im S&P500) in den marktbreiten Indizes widerspiegelt. Dies wird auch durch die Tatsache illustriert, dass Nvidias Marktkapitalisierung mit \$5 Bio. inzwischen fünf Mal so teuer ist wie der gesamte US-Energiesektor.



Globale Nuklear-Kapazität in Mrd KWh, [JKempEnergy.com](https://www.jkempenergy.com), 30SEP25

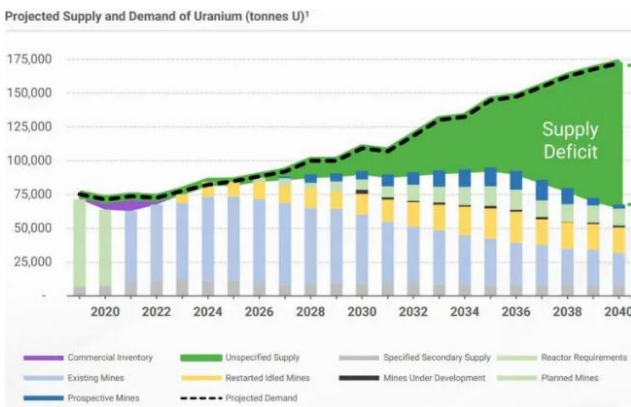
Reactor Revival

US will spend more than \$350 billion on nuclear power through 2050



Source: Bloomberg Intelligence

US-Kernenergie-Ausgaben in Mrd. \$, [Bloomberg](https://www.bloomberg.com), 29SEP25



Uran-Angebots-Defizit, [Incrementum Uranium Resources Fund](https://www.incrementumuranium.com)

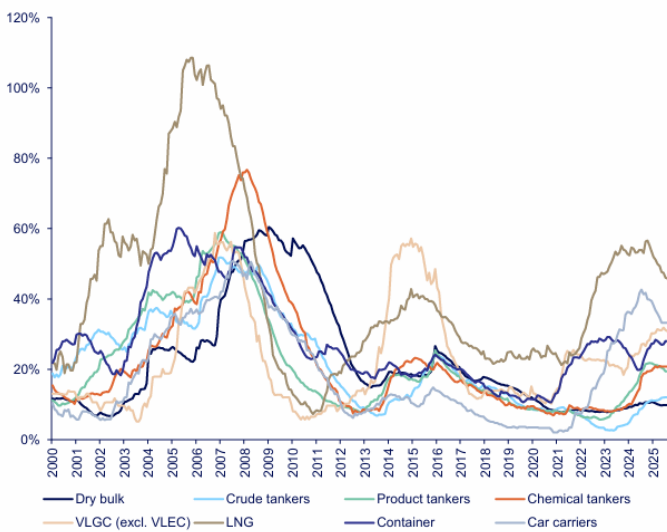
Warum es bei diesem Thema nicht nur um fossile Energieträger geht, sondern auch um die für eine CO₂-freie Grundlast-Versorgung unumgängliche Kernenergie, verdeutlichen die oben aufgeführten Charts, die die weltweite Wiederbelebung der Kernenergie belegen. Atomkraftwerke benötigen jedoch Uran als Brennstoff und die globale Uranproduktion zeichnet sich u.E.n. durch eine der offensichtlichsten Angebotslücken im Rohstoffsektor aus.

Die internationale maritime **SCHIFFFAHRT** befindet sich ebenfalls weiter auf unserer Themenliste (14% der AuM). Hier konzentrieren wir uns auf die Subsektoren Tanker (8%), Dry Bulk (Schüttgut, 5%) und eine kleine LPG-Carrier-Position. Unsere Einzelanlagen in diesem Themenbereich haben im Jahresverlauf einen durchschnittlichen Total Return von 43% (jeweils in Basiswährung gemessen) erzielt, weisen eine PE von 15,7, EV/EBITDA von 6,8, sowie eine Dividendenrendite von 6% aus und werden zum 1,18-fachen Buchwert gehandelt. Diese Zahlen belegen, dass dieses Thema wieder einmal ein wichtiger Performance-Treiber gewesen ist, und wir haben die jüngste Hausse im (insbesondere Tanker-)Sektor dazu genutzt, um Gewinne mitzunehmen bzw. Umschichtungen vorzunehmen.



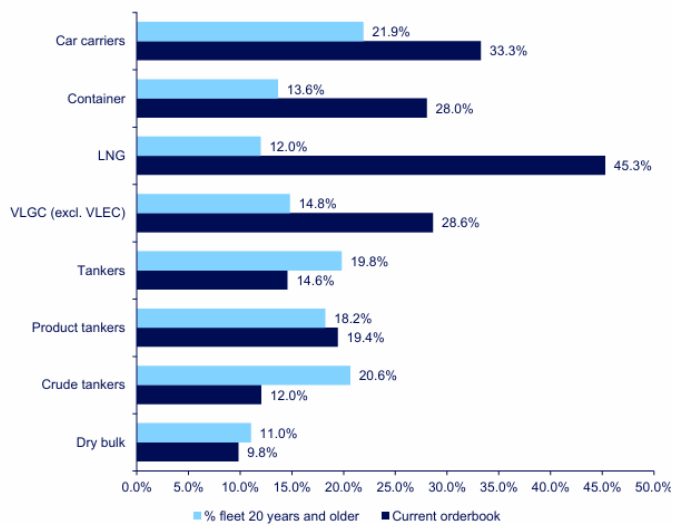
Aus unserer Sicht bietet dieses Thema Inflationsschutz durch langlebige Wirtschaftsgüter, die dazu noch kritisch für die globale Logistik sind. Die verschiedenen Segmente wie Container, Tanker, Dry Bulk, LNG-/LPG- oder auch Auto-Transporter haben es uns ermöglicht die entsprechenden Unterzyklen zu spielen. Dabei ist das Thema komplexer und diffiziler als man annehmen möchte, da die Schifffahrtskonjunktur und -profitabilität von einer Vielzahl Faktoren wie Transportbedarf und Substitutionsmöglichkeiten, Ton-Miles (Transportstrecken), IMO (Int'l Maritime Organisation) wie auch nationale Regulierungen, Schadstoffausstoß, Flottenerneuerung, etc., beeinflusst wird.

Where are we in the cycle from a supply perspective?



Source: Arctic Securities Research, Sea-Web

Low orderbook and replacement need exceeds it



Orderbücher der Schiffs-Sub-Segmente in der historischen Entwicklung sowie Stand heute (**Orderbuch** und **Ersatzbedarf**), [Arctic Securities](#)



Auch in diesem Thema wird die zyklische Komponente von einer strukturellen überlagert, nämlich einer ungenügenden Bereitschaft in den von uns favorisierten Sektoren in die Erneuerung der Flotte zu investieren. Gründe dafür sind die gestiegene Unsicherheit hinsichtlich der globalen Handels- und Energieströme, steigende Umweltauflagen und hohe Finanzierungskosten. Die damit zusammenhängende geringe Angebotsausweitung ist einer der Hauptgründe für unseren mittelfristig weiterhin konstruktiven Ausblick für das Thema, das sich neben der inflationsbedingten Aufwertung der bestehenden Flotte auch durch historisch betrachtet konservative Unternehmensleitungen, gesunde Bilanzen und eine meist Shareholder Return-freundliche Haltung auszeichnet. Daher planen wir bis auf weiteres an diesem Thema festzuhalten, auch wenn sich seine Bedeutung reduzieren sollte.

Der nächste grosse Block steht unter der Überschrift **Edelmetall-Allokation**. Diese teilt sich auf in physisch hinterlegte Edelmetall-ETCs und eine In-The-Money-Silber Call Option (18% gesamt, davon 8.3% Gold, 5.6% Silber, 2.4% Platin, 1.6% Palladium), sowie unsere Allokation zu **EDELMETALLPRODUZENTEN** (14% gesamt, 8% Gold, 3% Silber und Platin / Palladium, 1% Developer, 2% Royalty / Streaming).



Damit halten wir zurzeit ein knappes Drittel der IASF AuM in diesem Thema. In Anbetracht der starken Edelmetallpreis-Performance im laufenden Jahr ist es daher auch kein Wunder, dass dies einer der Hauptperformance-Treiber im Jahr 2025 gewesen ist. Bis 18. November und in EUR gemessen ergab sich die folgende Performance: Gold +38%, Silber +55%, Platin +52%, Palladium +38%. Als Teil der IASF-Fonds-Liquidität und als Substitut für Anleihen hat dies auf jeden Fall einen herausragenden Ergebnisbeitrag geleistet.

Dasselbe gilt für unsere **EDELMETALLPRODUZENTEN**, bei denen unsere Einzelanlagen im Jahresverlauf einen durchschnittlichen Total Return von 121% (jeweils in Basiswährung gemessen) ausweisen. Dieser Anlagekorb wird zurzeit mit einem KGV von 34, EV/EBITDA von 14.2, dem 4.3-fachen Buchwert, sowie einer Dividendenrendite von 1% gehandelt und ist damit auf den ersten Blick sicher nicht günstig bewertet. Dennoch bleiben wir positiv für den Sektor gestimmt, da dieser gerade eine unglaubliche Gewinn- und Cashflow-Dynamik genießt, die die vorgenannten Bewertungen deutlich drücken wird. Dies wird im Chart unten links verdeutlicht.



FTSE Gold Mines Index vs **Schätzungen Gewinn pro Aktie**, Bloomberg, 18NOV25 **Preis-zu-NAV Goldproduzenten vs Goldpreis**, Scotiabank

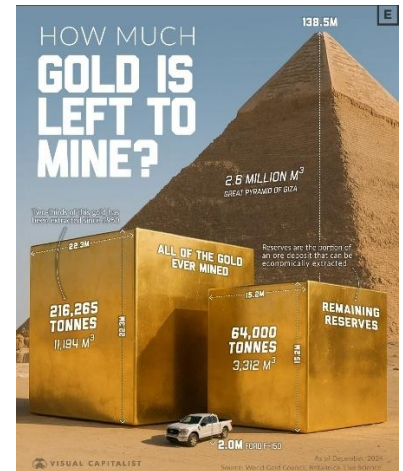
Schliesslich ist der Goldpreis in diesem Jahr von \$2624 auf inzwischen rund \$4000 gestiegen, was bei durchschnittlichen Produktionskosten (AISC) von \$1500-1600 grösstenteils in Free Cashflow umgewandelt wird. Kurzfristig gemindert wird dieser hauptsächlich durch höhere Royalty- und Streaming-Kosten, die die meisten Projekte tragen, sowie geschätzt ca. 5% Kosteninflation und leicht erhöhte Investitionen. Diese Gewinn- und Cashflow-Dynamik hat sich erst im Jahresverlauf entsprechend aufgebaut, und die Frage wie sie sich weiter entwickelt hängt nun in erster Linie von der zukünftigen Goldpreisentwicklung ab. Da wir von einer kurzfristigen Konsolidierung, mittelfristig aber weiter steigenden Edelmetallpreisen ausgehen, haben diese Aktien alle einen Optionscharakter (wenn auch zunehmend tief im Geld). Gleichzeitig und wie der Chart oben rechts zeigt sind auch die NAVs der Gesellschaften (v.a. über die verbleibenden Ressourcen und Reserven) sehr stark angestiegen, was die entsprechenden Aktienpreisanstiege ebenfalls fundamental rechtfertigt und das Preis-zu-NAV-Verhältnis relativ stabil gelassen hat. Zudem nutzen die Gesellschaften die sprudelnden Cashflows zur weiteren Bilanzverbesserung bzw zu Aktienrückkäufen, was die Substanz pro Aktie ebenfalls stärkt.



Incrementum All Seasons Fund

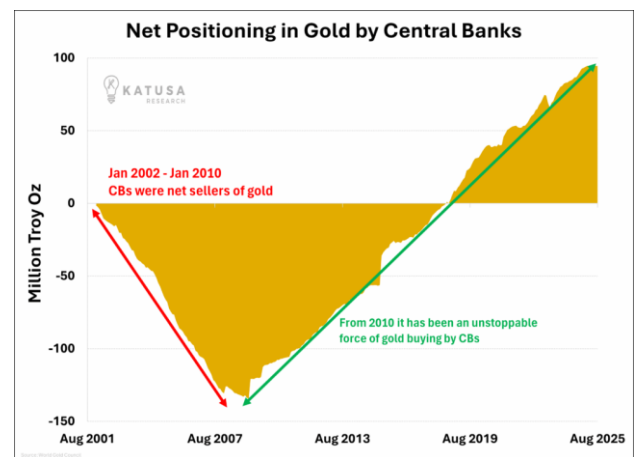
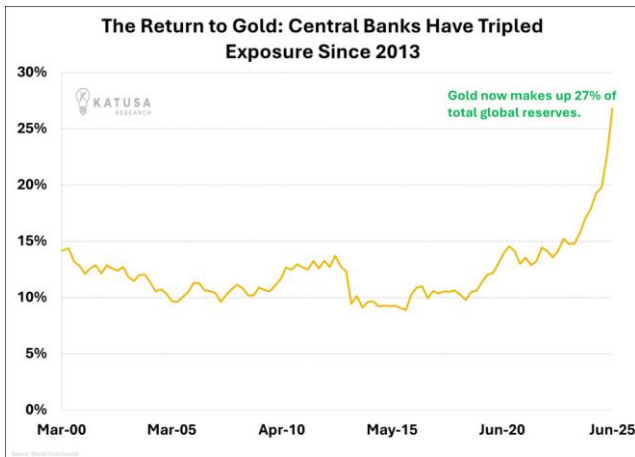
- in pursuit of real returns -

Diesbezüglich ist es immer wieder faszinierend sich vor Augen zu führen, wie rar Gold eigentlich ist. Typischerweise wird dies mit der nebenstehenden Illustration verdeutlicht, die alles je geförderte Gold dieser Welt in dem Würfel auf der linken Seite zeigt, sowie die zurzeit ausgewiesenen verbleibenden Reserven in dem rechts daneben. Persönlich finde ich es aber auch eindrucksvoll, dass inzwischen Goldminenprojekte begonnen werden, bei denen der Grad des Goldes im Gestein im niedrigen 1-stelligen Grammbereich je Tonne liegt. Das zeigt, wie sehr auch hier der technische Fortschritt zu höherer Verfügbarkeit und Effizienzgewinnen beiträgt, womit auch Vorkommen, die einst unökonomisch schienen, wieder wirtschaftlich erschliessbar werden.



Alles Gold der Welt...
[Visual Capitalist](#), 28OKT25

Unser zentrales Argument für anhaltend hohe und steigende Goldpreise bleibt, dass Gold spätestens seit der Einfrierung der russischen Devisenreserven in 2022 das wichtigste Gegenparteienrisiko-freie Reserve Asset der Welt ist, was sich in anhaltend hohen Käufen internationaler Zentralbanken widerspiegelt. Wie sich die Zentralbankallokation zu Gold in diesem Jahrhundert entwickelt hat, zeigen die folgenden beiden Charts:



Goldanteil an globalen Devisenreserven - [Gold 3.0 - Katusa Research](#), 5NOV25 - Netto-Zentralbankverkäufe und -käufe

Um Marin Katusa von [Katusa Research](#) zu zitieren: *“Die USA drucken weiter Geld, Europa kämpft um Wachstum, und die Schwellenländer wollen sich vor Sanktionen, Währungsschocks und westlicher Kontrolle schützen. Gold bietet ihnen dieses Sicherheitsnetz.*

Von Peking und Moskau bis Warschau und Riad kaufen die Zentralbanken Gold in Rekordtempo. Sie sind nicht auf Renditen aus. Sie wollen Unabhängigkeit vom Dollarsystem. Diese Verschiebung macht Gold wieder zu dem, was es einst war, nämlich der Grundstein des monetären Vertrauens.“



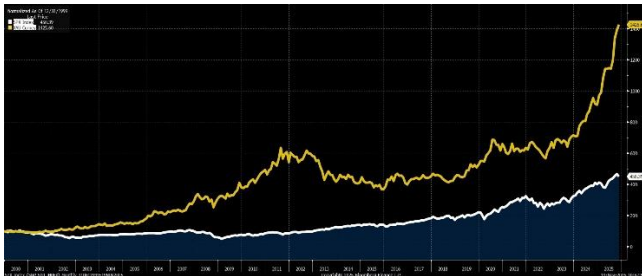
Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Dies ist der fundamentale Unterschied, auf den ja auch unsere Partner, Ronni Stöferle und Mark Valek, in den verschiedenen Ausgaben des In Gold We Trust-Reports in den vergangenen Jahren immer wieder hingewiesen haben, nämlich die geänderte Haltung von Zentralbanken und Staaten gegenüber Gold als monetärem Anker.

Und dies haben aus meiner Sicht die meisten Investoren in seiner gesamten Tragweite immer noch nicht erfasst, sonst wäre ihre Haltung gegenüber dem Goldpreisanstieg des laufenden Jahres nicht weiterhin von Skepsis geprägt.

Diese Skepsis basiert auf jahrzehntelangen Erfahrungen in denen sich das gelbe Metall (wie auch seine Verwandten Silber, Platin und Palladium) in den Augen vieler als „worthless pet rock“ erwies, da es eben kein produktives Asset ist, sondern eher die klassischen Geldfunktionen auf sich vereint.



Goldpreis vs S&P 500 seit 2000, Bloomberg

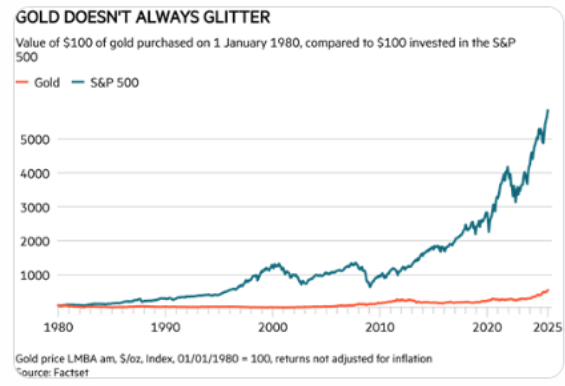
Klar ist aus meiner Sicht, dass die Investorenstimmung noch in der ersten Hälfte des Enthusiasmus-Zyklus steckt, nämlich irgendwo zwischen Hoffnung (Hope), Erleichterung (Relief) und Optimismus (Optimism). Positive Aufregung (Excitement), erwartungsvolle Spannung (Thrill) oder gar Euphorie (Euphoria) hinsichtlich der weiteren Goldpreisentwicklung kann ich noch nirgends wirklich ausmachen.



Hans G Schiefen @SchiefenHg · 45s

Whenever I start to wonder whether the precious metals rally is reaching a climax, I am reminded - today with the chart below from Investors Chronicle - how early we are in the cycle, as the generalists remain sceptical...

investorchronicle.co.uk/content/22c033...

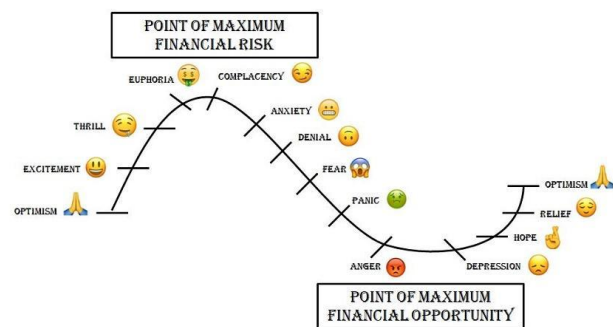


Gold price LBMA am. \$/oz. index, 01/01/1980 = 100, returns not adjusted for inflation
*source: Factset

Gold vs S&P 500 seit 1980; @SchiefenHg, X, 23SEP25

Und so lädt der oben abgebildete Chart den unbedarften Leser zu Fehleinschätzungen ein, da er in 1980 und damit beim letzten Zyklushoch des Goldpreises beginnt. Beginnt man den Vergleich Ende 1999, nahe dem S&P 500-Hoch vom letzten großen Tech-Zyklus, dann sieht das Bild ganz anders aus.

THE CYCLE OF MARKET EMOJIS



Der Zyklus der Marktemotionen / -Emojis, Forbes, 31JUL18

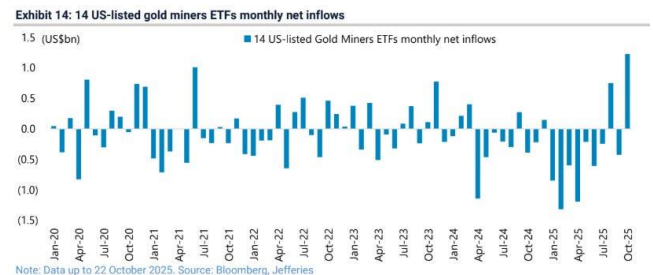
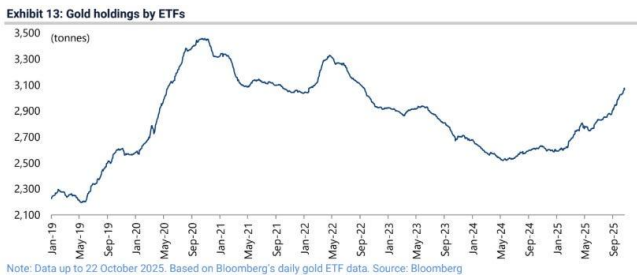




Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Das belegt z.B. auch die Menge an Gold, die in US Gold ETFs gehalten wird (s. Chart unten links) und die noch unter den Höchstniveaus von 2020 liegt. Ähnlich verhält es sich mit den Net Inflows bei Goldminen-ETFs, die im ersten Halbjahr noch deutliche Abflüsse zeigten, ein Trend, der sich erst in den letzten Monaten gedreht zu haben scheint. Diese noch eher zurückhaltende Stimmung wird auch von europäischen Quellen bestätigt. Daher sehen wir noch keine Euphorie und fühlen uns mit unserer hochüberzeugten Allokation zu diesem Thema weiterhin sehr wohl.



Gold-Holdings in ETFs – Haymaker Daily, [Substack](#), 5NOV25 – US-Goldminen-ETFs, monatliche Zuflüsse

Damit kommen wir zu den übrigen Aktien-Themen, die geringere Gewichtungen haben aber in ihrer Bedeutung – auch aus Diversifikationsgründen – dennoch wichtig sind, nämlich:

- **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** (5% Allokation; KGV 20, EV/EBITDA 10, P/B 1.2, Div.-Rendite: 3%) mit einem Total Return von 24% bis 14.11. – Hier liegt der Fokus auf Düngemittelherstellern, Rohstoffhändlern sowie Hard Rock Drillern, die in diesem Jahr die höchsten Returns abwarfen.
- **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** (3% Allokation; KGV 13, EV/EBITDA 13, P/B 1.2, Div.-Rendite: 2.7%) mit einem Total Return von 30% bis 14.11. – Hier handelt es sich ausschliesslich um europäische Immobilien- und Infrastrukturunternehmen.
- **JAPAN VALUE** (4% Allokation; KGV 14, EV/EBITDA 8, P/B 0.8, Div.-Rendite: 2.7%) mit einem Total Return von 21% bis 14.11. – Das entspricht ca. dem Kursgewinn des Topix im selben Zeitraum und hat damit absoluten, jedoch keinen relativen Wert generiert. In diesem Thema sind wir ebenfalls vorrangig in „Old Economy“-Aktien exponiert.
- **EM VALUE** (5% Allokation; KGV 18, EV/EBITDA 8, P/B 1.0, Div.-Rendite: 4%) mit einem Total Return von 37% bis 14.11. – Dieses Thema ist ein Sammelsurium von individuellen Ideen, die von Brasilien und Indonesien-Länder-ETFs, über Alibaba, CKH Holdings und kleinere HK-Aktien, bis zu einem Closed-End Asien Fonds sowie einem EM-Fondsmanager reicht.
- **WACHSTUM / TECH** (1% Allokation; KGV 23, EV/EBITDA 12, P/B 2.9, Div.-Rendite: 2.3%) mit einem Total Return von 17% bis 14.11. – Kleine Positionen mit Optionscharakter.
- **VERSCHIEDENE** (8% Allokation; KGV 17, EV/EBITDA 10, P/B 1.4, Div.-Rendite: 4.8%) mit einem Total Return von 15% bis 14.11. – Das Thema ist ein Sammelbecken für aus unserer Sicht attraktive Einzelanlagen, die nicht in die bestehenden Themenfelder passen. Dabei handelt es sich z.B. um Unternehmen der Pharma-, Konsumgüter- oder auch Automobilindustrie.

Auf das letzte Thema möchte ich nochmal beispielhaft eingehen, da es verdeutlicht, wie schwierig die Ergebnisbeitragsschätzungen sind. Hierbei verlasse ich mich mit meinen Schätzungen auf den Durchschnitt der Total Returns aller Einzelpositionen im Jahresverlauf, was in der Regel einigermaßen zuverlässig ist, da wir die meisten Positionen langfristig halten. Das bedeutet aber auch, dass der Einfluss unterjähriger Veränderungen nicht berücksichtigt wird. Und in diesem Themenbereich geht z.B. die jüngst ins Portfolio aufgenommene WPP mit einem Total Return von -63% in die Rechnung ein, obwohl wir die Aktie erst nach diesem starken Fall gekauft haben. Deshalb beruhen alle auf diesen Seiten gemachten Ergebnisbeitrags-Angaben auf Schätzungen und können keinen Anspruch auf Exaktheit erheben.

Wir arbeiten daran mit Hilfe von Bloomberg in Zukunft auch genauere Zahlen anbieten zu können, was jedoch noch ein wenig Zeit in Anspruch nehmen wird. Eine Schwierigkeit dabei ergibt sich aus der Tatsache, dass wir mit unserer Themen-Kategorisierung nicht einfach den MSCI- oder sonstigen etablierten Sektor-Klassifizierungen folgen, sondern diese mit dem gesunden Menschenverstand bestücken, was die Standard-Analysen der Depotbank relativ unbrauchbar macht. Dennoch bin ich zuversichtlich, dass unsere Angaben ein hinreichend zutreffendes Bild ergeben.

Das Leben ausserhalb der Aktienthemen

Selbstverständlich, und wie bestehende Investoren wissen, halten wir im IASF nicht nur Aktien. Da wäre z.B. auch unsere **Liquiditätsposition**, die aus den schon oben angesprochenen Edelmetall-ETCs besteht und gelegentlich kurz laufenden Anleihen (<2 Jahre mit Investmentgrade-Rating). Darüber hinaus haben wir im Jahresverlauf immer auch Cash gehalten (typischerweise zwischen 5 und 10%), das entsprechend wenig Ertrag abwirft. Zu erwähnen wäre auch noch unser **Anleiheportfolio**, das lange nur marginal war (unter 2% der AuM), welches wir jedoch in den letzten Wochen begonnen haben aufzustocken (zur Zeit des Schreibens ca. 5%). Dieses besteht zur Hälfte aus einem Emerging Market Local Currency Bond Fund, der auf Staatsanleihen fokussiert ist (Duration 5.8), sowie aus USD-Unternehmensanleihen, mit einer durchschnittlichen Rendite von 8% und einer modifizierten Duration von 2.4, welche hauptsächlich dem Schiffahrts- und Energiesektor zuzuordnen sind. Mit letzteren fühlen wir uns deshalb sehr wohl, weil wir die entsprechenden Firmen gut kennen.

Besprochen werden müssen hier auch nochmal unsere US-Aktienindex-Shorts. Diese lagen per 14.11. bei -48% der Fonds-AuM (20% S&P 500, 28% Nasdaq 100). Sie dienen zum einen der Risikoabsicherung, da wir uns im späten Stadium des bestehenden Bull-Marktes wädhnen, aber geben uns auch Leverage zu einem Trend, den wir langfristig an Fahrt gewinnen sehen, nämlich die Rotation aus Wachstums- in Substanzaktien. Nirgendwo ist dies so klar zu spielen wie in den USA.



Incrementum All Seasons Fund

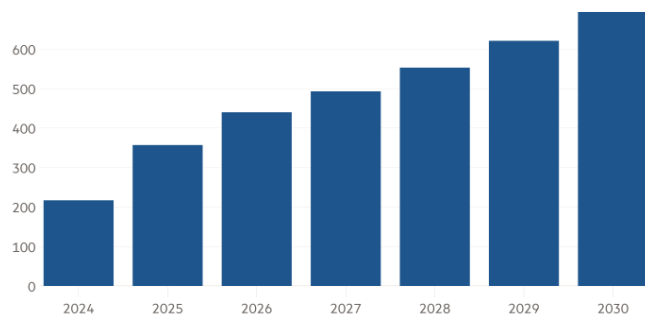
- in pursuit of real returns -

Seit Auflegung des IASF vor gut sechs Jahren vertrete ich die Ansicht, dass wir uns einem neuen Paradigma steigenden Preisdrucks gegenübersehen, das in starkem Kontrast zu dem Umfeld sinkenden Preisdrucks steht, welches wir bis 2020 erlebten. Demografische Entwicklungen, Deglobalisierung und vor allem ein außer Kontrolle geratenes Wachstum der Staatsverschuldung sind einige der Hauptursachen dafür.

Der Technologiesektor repräsentiert für viele Beobachter die Hoffnung auf Effizienzgewinne und damit deflationären Druck, der die inflationären Trends zumindest teilweise neutralisieren kann. Leider sprechen sowohl die persönlichen Erfahrungen (Microsofts, Reuters oder Bloomberg-Preise steigen jährlich im hohen einstelligen Prozentbereich) als auch die Makro-Sicht dagegen. Wir haben weiter oben schon auf die beschleunigt steigenden Elektrizitätspreise hingewiesen, die ein wichtiger Kostentreiber in den Budgets der privaten Haushalte sind. Dazu kommt, dass sich das Geschäftsmodell der großen Tech-Firmen signifikant verändert hat. Diese Veränderung wird in den untenstehenden Charts verdeutlicht, die die rasant steigenden Investitionsausgaben dieser Gesellschaften widerspiegeln. Mit anderen Worten eine traditionell „Asset Light“-Industrie wird zunehmend „Asset Heavy“, d.h., erfordert wachsende Investitionen in Hardware

Hyperactive

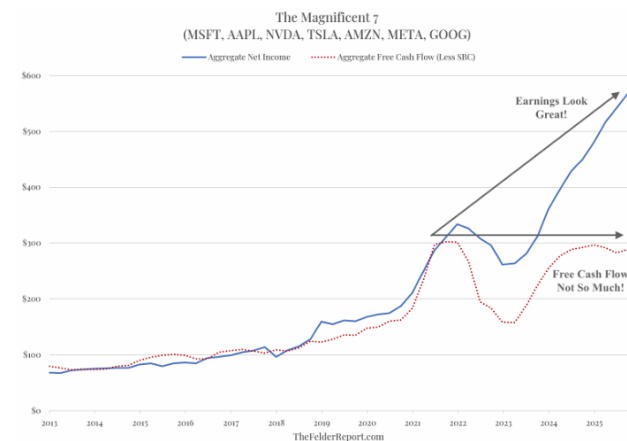
Forecast capital expenditure by AI 'hyperscalers'



Includes Google, Meta Platforms, Amazon and Microsoft
Source: BNP Paribas

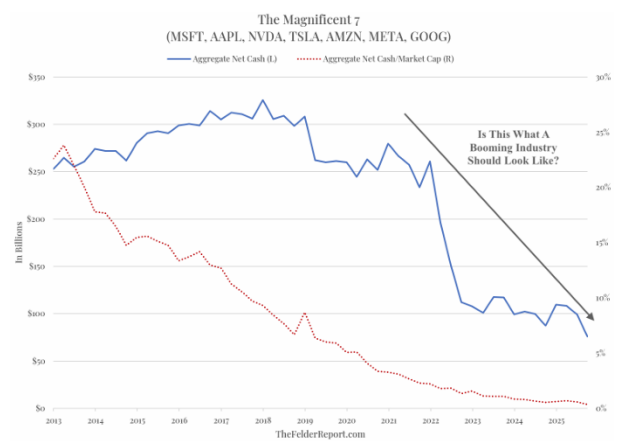
Investitionsausgaben der AI-Firmen, [FT Lex](#), 30OKT25

Wie der Chart links zeigt, erwarten Analysten, dass sich die Investitionsausgaben der großen KI-Firmen von \$350 Mrd. in diesem Jahr bis 2030 nochmal nahezu verdoppeln werden. Dieser rasante Anstieg der Investitionsausgaben wirkt sich wie der Chart unten links zeigt negativ auf die Free Cash-Flows aus. Gleichzeitig reduzieren diese Ausgaben, wie der Chart unten rechts zeigt, die Cash-Holdings in den Bilanzen, die traditionell wenig bis gar nicht „ge-leveraged“ waren.



Gewinn und FCF der Mag7

[The Felder Report](#), 5NOV25



Net Cash der Mag7 aggregiert und in % der Marktkapitalisierung

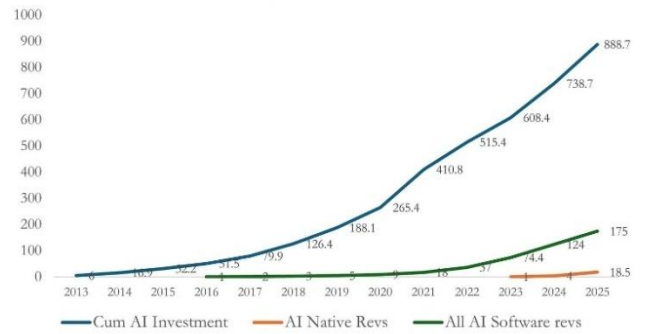
27. November 2025





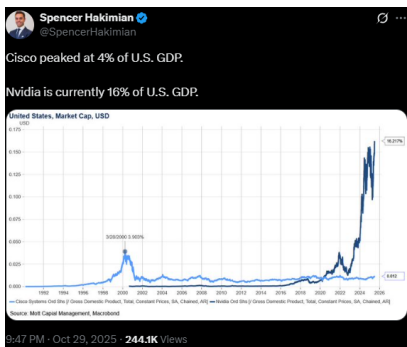
Es fragt sich daher, wann diese Investitionen einen entsprechend hohen bzw angemessenen ökonomischen Return abwerfen. Zurzeit steigen die Ausgaben deutlich schneller als die Erlöse und damit verursacht der KI-Ausbau fallende Free Cash Flows, die durch andere Unternehmensbereiche kompensiert werden müssen. Und die Frage, ob KI-basierte Anwendungen jemals genügend Erlöspotential bieten werden, wird in Analystenkreisen zunehmend kontrovers diskutiert.

AI Revenues vs Cumulative Investment (USD bn)



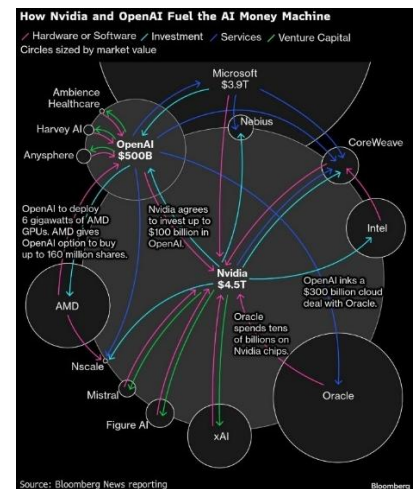
KI-Inv., -Erlöse, -Software Erlöse, B. Elliott, [Substack](#), 30OKT25

An dieser Stelle möchte ich festhalten, dass ich den Wert von KI-Anwendungen und -Unterstützung durchaus sehe. Allerdings glaube ich, dass die daraus ableitbaren Erlöse und Gewinnpotentiale vom Markt massiv überschätzt werden. Es gibt hier einige Parallelen zum Glasfasernetzausbau um die Jahrhundertwende, was ebenfalls ein kapitalintensives Unterfangen war und letztlich zu einem massiven Überangebot mit entsprechend drastisch fallenden Preisen für die Nutzung einherging. Der Unterschied ist, dass der Hauptanbieter Cisco (CSCO) damals mit 4%, aber Nvidia (NVDA) heute mit 16% des US-GDP bewertet wird.



Marktgewicht CSCO 2000 vs NVDA, @SpencerHakimian, X, 29OKT25

Dazu kommt der zunehmend kreisförmige Charakter der KI-Infrastruktur-Investitionen der verschiedenen Player, der im nebenstehenden Chart unter der Überschrift „Wie Nvidia und OpenAI die KI-Geldmaschine befeuern“ deutlich wird. Hier steht Nvidia als Hauptanbieter der Schlüssel-Hardware (KI-Chips), aber auch OpenAI als führender KI-Entwickler im Mittelpunkt. So hat Nvidia nicht nur in OpenAI (\$ 100 Mrd.), sondern auch alle anderen Konkurrenten investiert, was diesen Firmen die Mittel gibt, Nvidia-Chips zu kaufen. OpenAI wiederum wird durch Microsoft massiv unterstützt, aber auch durch Private Equity, was der Gesellschaft die Mittel gibt, die zurzeit heftigen Verluste (geschätzt mehr als 10 Mrd. \$ pro Quartal) aufzufangen.



Bloomberg News, auf [LinkedIn](#) gefunden

Was geschieht wohl mit dem Nvidia-Aktienkurs, wenn die Konkurrenz neuartige Chip-Sets entwickelt und auf den Markt bringt, die ähnlich effizient, aber kostengünstiger sind? – Der technische Fortschritt lässt vermuten, dass dies in nicht allzu ferner Zukunft ein wahrscheinliches Szenario ist...

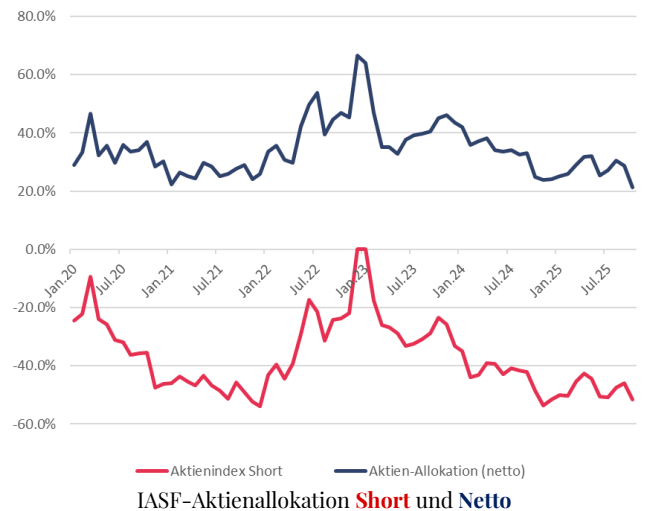


Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

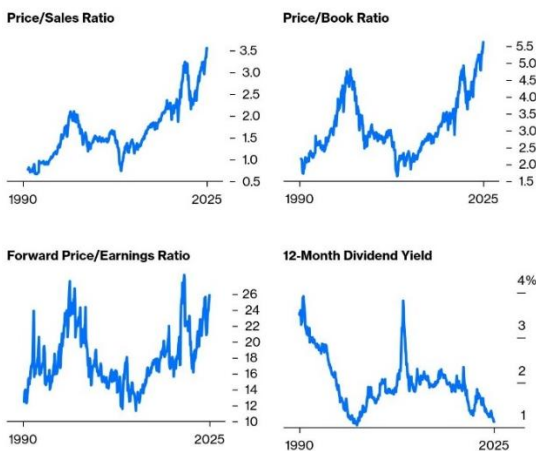
Unter Berücksichtigung all dieser Aspekte lässt sich m.M.n. wohl kaum darüber streiten, dass wir ein Vierteljahrhundert nach der Tech Bubble 1.0 die Version 2.0 erleben. Technologie-, Medien- und Telekommunikationsaktien (TMT) machen mittlerweile 49% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus und übertreffen damit ihren bisherigen Höchststand von 44% aus dem Jahr 2000, kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase, deutlich. Und wenn selbst der IWF in seinem jüngsten [Finanzstabilitätsbericht](#) auf das Risiko hinweist, dass diese erhöhte Konzentration „den breiteren Referenzindex anfällig für Konjunkturabschwünge“ macht, dann sollte einem das zu denken geben. Denn die massiven KI-Investmentströme sind inzwischen auch eine Stütze des Wirtschaftswachstums und sollten sie zurückgefahren werden, dann wird dies auch realwirtschaftliche Konsequenzen haben. Und falls die gemachten Investitionen sich als Verlustbringer erweisen, wird dies auch Konsequenzen für die Kapitalgeber haben, die sich in nicht unerheblichem Masse im Private Equity / Credit-Sektor tummeln.

Damit dienen unsere US-Aktien-Shortpositionen, deren historische Entwicklung im nebenstehenden Chart aufgezeigt sind, zum einen als Möglichkeit auf die Rotation aus Wachstum / Tech und generell Long Duration-Assets in Substanz, Value und den Rohstoffsektor zu setzen. Zum anderen dienen sie aber auch der generellen Aktienmarkt-Risikoabsicherung. Denn wir befinden uns nicht nur in einem extrem langen Bull-Markt, der m.E. 2009 begann, sondern die US-Märkte sind auch mit Abstand die teuersten weltweit.



How Expensive Is the S&P 500? Let Me Count the Ways...

Multiples of sales and book value are at a record; dividend yield is close



Source: Bloomberg

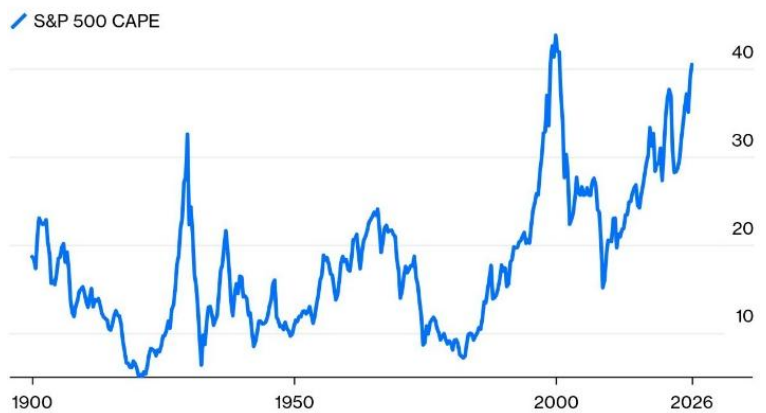
Bloomberg Opinion

Wie teuer ist der S&P 500?

Bloomberg [Points of Return](#), 29OKT25

Around the CAPE

The best-known long-term valuation metric is close to its 2000 high



Source: Website of Professor Robert Shiller (shillerdata.com)

Bloomberg Opinion

S&P 500 CAPE (Zyklisch adjustiertes KGV)





Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



MSCI World AC Index, letzte 20 Jahre, Bloomberg

Aber was war mit der Eurozonenkrise, dem Covid-Crash, der 2022er Korrektur? Waren dies nicht schon alles Bärenmärkte? Nun, die Marktkorrektur während der GFC dauerte von Oct07 bis Feb09, und damit 17 Monate, währenddessen der MSCI World Index knapp 60% einbüßte. Alle nachfolgenden Korrekturen waren einerseits geringer ausgeprägt (bis ca. 30%) und in der Regel deutlich kürzer. Daher ist bei den Investoren der Eindruck entstanden, dass Risiko-Absicherungen nicht mehr nötig sind, da jede Korrektur eine Buy-The-Dip (Kauf die Korrektur-)Gelegenheit darstellt.

Wie nicht nur der Fondsname vermuten lässt, sind wir klar der Meinung, dass auch Finanz- und Aktienmärkte Zyklen unterliegen, und wie der Chart oben zeigt, ist der Aufschwung seit 2009 ohne nennenswerte Abschwünge über die Bühne gegangen, was die Fallhöhe besonders hoch erscheinen lässt. Und so sehen wir uns nicht nur im Hinblick auf die bevorstehende Jahreszeit, (oder mein fortschreitendes Alter 😊,) klar im Lager von Haus Stark mit unserer Warnung „Winter is coming!“

Oder um es mit einem anderen Fondsmanager zu sagen: „Ob es nun darum geht, ein nicht nachhaltiges Gewinnwachstum zu extrapolieren, darauf zu vertrauen, dass die Fed immer zur Rettung eilen wird, oder sich zu weigern, Vermögenspreise marktgerecht zu bewerten – Anleger in Spätphasen eines Konjunkturbooms neigen dazu, das Unglaubliche zu glauben. Unserer Ansicht nach befinden wir uns derzeit in einer solchen Phase, in der die Marktteilnehmer eifrig auf der Welle des billigen Geldes und scheinbar unbegrenzter Gewinne reiten. Wie vergangene Phasen übermäßiger Gier und Extrapolation gezeigt haben, glauben wir, dass dieser Zyklus enden wird. Und wenn es so weit ist, wird mit dem Finger gezeigt und die Wahrheit gesucht werden. Investoren werden versuchen, Wall Street, Entscheidungsträgern und Politikern die Schuld zu geben, und dabei bequem vergessen, wie bereitwillig sie selbst mitgemacht und geglaubt haben – solange die Vermögenspreise weiter stiegen.“ (Eric Cinnamon, [Palm Valley CM](#), 18NOV25)



Investorenfeedback

Ich habe dieses Kapitel in der Vergangenheit schon hin und wieder eingebaut, um Investorenfragen darzulegen, die mir im Jahresverlauf zur IASF-Anlagestrategie, -politik und -umsetzung gestellt werden. Im Oktober bezogen sich einige auf die Gold- (und Edelmetall-) Anlagen im Fonds, die in den vorhergehenden Monaten bemerkenswerte Preisanstiege verzeichnet hatten. Eine Aussage, die in diesem Zusammenhang an mich gerichtet wurde, bezog sich auf diesen Anstieg und die nachfolgende Korrektur in der dritten Oktoberwoche: „Fände es aber schöner, wenn mein Investment in Incrementum nicht um X € fällt, nur weil der Goldpreis wieder auf 4000 Dollar fällt. Dann war der Anstieg auch nur Übertreibung. Natürlich muss die Fahnenstange in Gold und Silber korrigiert werden.“

Der ersten Aussage kann ich natürlich zustimmen, aber ich habe schon vor langer Zeit gelernt, dass der Investmentprozess kein Wunschkonzert ist. Die Vorstellung, dass Profis das Aufwärts-Momentum einer Anlage systematisch ausnutzen können, um am Hoch wieder auszusteigen, ist immer noch weit verbreitet.

Dabei muss man sich nur die Performance der professionellen Momentum- (und Trendfolge-)Strategien anschauen, um zu wissen, dass dies nicht funktioniert. Als Beispiel dafür verweise ich gern auf den [Man Trend Alternative](#), welches m.E. selbsterklärend ist... - Wenn selbst Trendfolger wie Man plc mit all den zur Verfügung stehenden Ressourcen die Trends nicht verlässlich ausnutzen können, wer dann?



Factsheet des Man Trend Alternative IN H EUR Acc, Man plc

Bedeutet die Korrektur des Goldpreises im Chart unten nun, dass die vorherige Bewegung nur eine Übertreibung war und „die Fahnenstange korrigiert werden muss“?



Goldpreis im Jahresverlauf 2025 (in USD) sowie RSI, Logarithmischer Chart, 26OKT25, Quelle: Bloomberg

Kurzfristig schon, aber die Aussage hätte man auch schon früher auf dem Weg von \$3500 auf 4380 treffen können. Schließlich zeigt jeder Blick auf Preis-Charts, dass langanhaltende Trends oft von kurzfristigen Gegenbewegungen unterbrochen werden. Trading orientierte Anleger mögen versuchen solche Bewegungen auszunutzen, aber der IASF ist ein Fonds, der seine Anlagen langfristig tätigt.

Tatsächlich drückt sich in solchen Aussagen das mangelnde Bewusstsein vieler Anleger für die Unberechenbarkeit der Märkte und den Mangel an perfekter Voraussicht aus, die unsere Arbeit prägen. So zeigt der obenstehende Gold-Chart im laufenden Jahr zwei deutliche Anstiegsphasen. Die erste erfolgte zwischen Januar und April, die im Verlauf mehrfach überkauftes Territorium erreichte, und führte zu einem 35%igen Anstieg. Daran schloss sich eine Konsolidierungsphase unterhalb der 3500 Dollar-Marke bis Ende August an, bevor ein erneuter Anstieg den Preis in der Spitze um weitere 25% klettern ließ. Wie der logarithmische Chart darstellt, war der jüngste Anstieg damit weniger stark ausgeprägt und erreichte schon in der ersten September-Hälfte um die 3600-Dollar Marke herum überkauftes Niveaus, die man zu Gewinnmitnahmen hätte nutzen können. – Wieso also haben wir das nicht getan?

Tatsächlich waren auch wir überrascht, wie problemlos es dem Goldpreis gelang die 4000 Dollar-Marke zu durchbrechen. Allerdings haben bei unserer Beurteilung ob und wie lange ein Investment gehalten wird fundamentale Überlegungen immer absoluten Vorrang vor technischen. Zusammen mit unserer Unfähigkeit kurzfristige Trendwechsel zuverlässig vorherzusagen, haben wir daher keine abrupte Änderung unserer Allokation vorgenommen. Stattdessen finden solche Änderungen laufend statt, da wir in die steigenden Preise insbesondere auf der Edelmetallproduzenten-Seite Gewinne mitgenommen haben, um unsere Gesamt-Allokation zum Thema Gold / Edelmetalle (ETCs und Aktien) nicht signifikant über die 30%-Marke ansteigen zu lassen, die wir diesem High-Conviction-Investment Thema maximal einräumen.

Ich hoffe dies hilft unsere Anlagestrategie und -umsetzung noch besser zu verstehen.

Eine weitere Frage, die mir vor kurzem gestellt wurde, ist wie sich die Ergebnisbeiträge im IASF zusammensetzen, d.h. was die Performance-Treiber waren? Das kann ich bei einem Portfolio mit mehr als 100 Einzelpositionen in unterschiedlichen Anlageklassen und Währungen, zum Teil ausschüttend, und in jedem Fall aktiv bewirtschaftet und umgeschichtet nur schätzungsweise angeben. Ich habe dies einmal für das Jahr 2025 bis einschließlich 14.11. berechnet, als der IASF in der EUR-I-Anteilsklasse einen Jahresgewinn von 23.5% auswies. Die Ergebnisbeiträge sind wie folgt:

- Edelmetallproduzenten: 10%
- Edelmetalle (physisch / ETCs): 7%
- Schifffahrt: 5%
- Energie: 2.5%
- EM Value: 1.5%



Incrementum All Seasons Fund

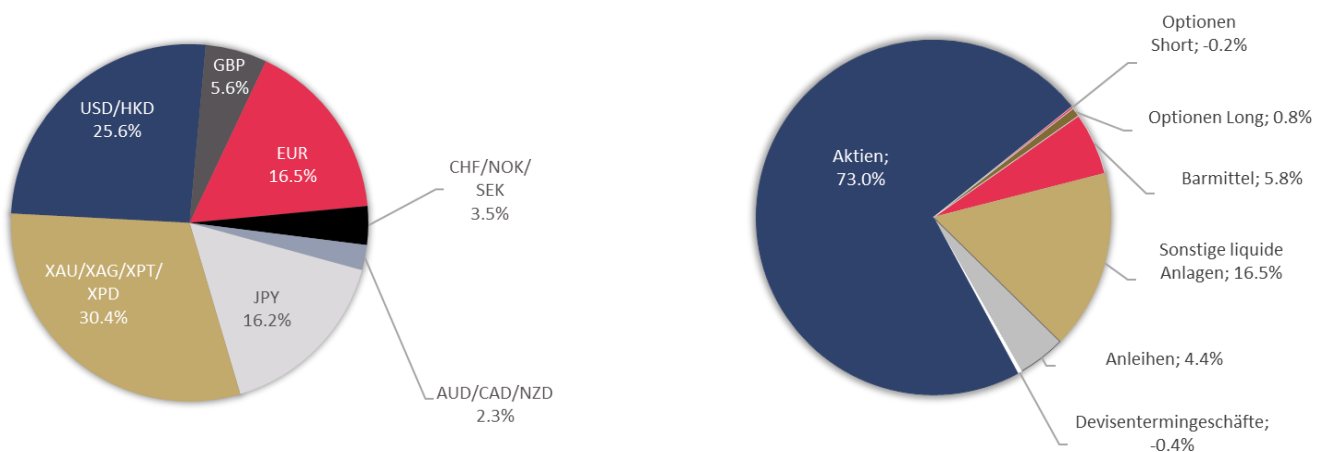
- in pursuit of real returns -

- Verschiedene: 1.4%
- Sonst. Rohstoffproduzenten: 1.3%
- Infrastruktur / Immobilien: 0.9%
- Japan Value: 0.9%
- Wachstum / Tech: 0.1%
- Short US-Aktienindex-Positionen: -8.3%
- Long USD-Position: -3.7%
- Long JPY-Position: -0.6%

Damit ergibt sich ein geschätztes Gesamtergebnis von 18%. Die Differenz zum tatsächlichen Ergebnis von 23.5% entspricht sonstigen Währungseinflüssen, den geschilderten Ungenauigkeiten bei der Schätzung und natürlich vor allem unserem aktiven Portfolio Management.

PS: Wie häufig betont haben wir seit langem einen erheblichen Teil unserer USD-Allokation abgesichert, aber nicht vollständig, da wir viele Anlagen in Rohstoff-Titeln haben, die von einer Abwertung des Dollars klassisch profitieren. Dieser Einfluss wurde schon bei der Schätzung der Ergebnisbeiträge der einzelnen Themen berücksichtigt wodurch dieser effektiv negative Währungsbeitrag auch noch zu berücksichtigen ist.

Die aktuellen Allokationskuchen sind unten aufgeführt.





Schlussbemerkungen



Nochmal zur Erinnerung: Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. *Seasonal Reflections* werden an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder des Incrementum All Seasons Fund dar. Die historische Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse, und der Wert des Fonds kann sowohl steigen als auch fallen. Wenn Sie eine Anlageberatung wünschen, wenden Sie sich bitte an einen zugelassenen Anlageberater.

Die Seasonal Reflections sind fast wie ein Puzzle, an dem ich jeweils über Wochen stundenweise arbeite. Und daher bin ich entsprechend erleichtert, wenn ich das Ganze zu einem zumindest einigermaßen kohärenten und hoffentlich interessanten und informativen Gebilde zusammengefügt habe.

Natürlich ist damit auch der Blick in die Kristallkugel verbunden, da wir als Investoren bei allen Entscheidungen immer eine Antwort auf die Frage suchen, ob und wann die übrigen Marktteilnehmer unsere Werteinschätzungen einzelner Anlagen teilen werden. Ich bilde diese Einschätzung durch enorm viel Lesen, da es mir unterschiedliche Erkenntnisse und Perspektiven vermittelt, die mir helfen diese zu präzisieren. Und dabei komme ich auch oft an den Punkt, an dem ich am vorherrschenden gesellschaftlichen System, den modernen Werten und auch dem Zeitgeist zweifele.

Hin und wieder wird dies von intelligenteren Menschen in einer Form wiedergegeben, die mich bewegt. Daher möchte ich heute zum Abschluss ein (englischsprachiges) Essay von Anthony Deden mit dem Titel „[The Illusion Of Progress](#)“ mit ihnen teilen, das am 13. November im [Forum Geopolitica](#) veröffentlicht wurde. Sein Beitrag dreht sich um die Erkenntnis, dass das traditionelle Verständnis von Fortschritt – als reale, greifbare Verbesserung des menschlichen Lebens – verloren gegangen scheint...

Wie immer freuen wir uns über Ihr Feedback [per E-Mail](#) und danken allen Lesern für ihr Interesse und unseren Investoren für das uns entgegengebrachte Vertrauen.

Herzliche Grüsse & einen schönen Advent,

Hans G. Schiefen

Partner & Fund Manager

Incrementum AG

Im alten Riet 153, 9494 Schaan (LI)

Tel.: +423 237 26 67

Mail: iasf-info@incrementum.li

Web: www.incrementum.li

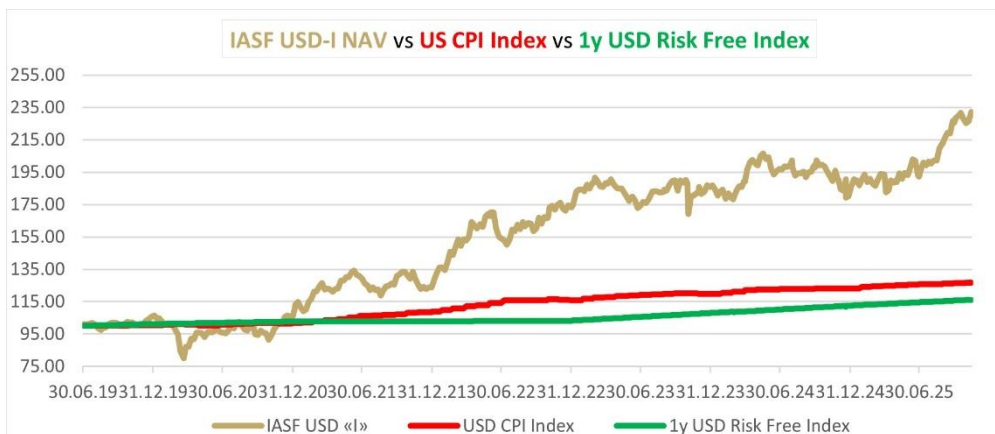
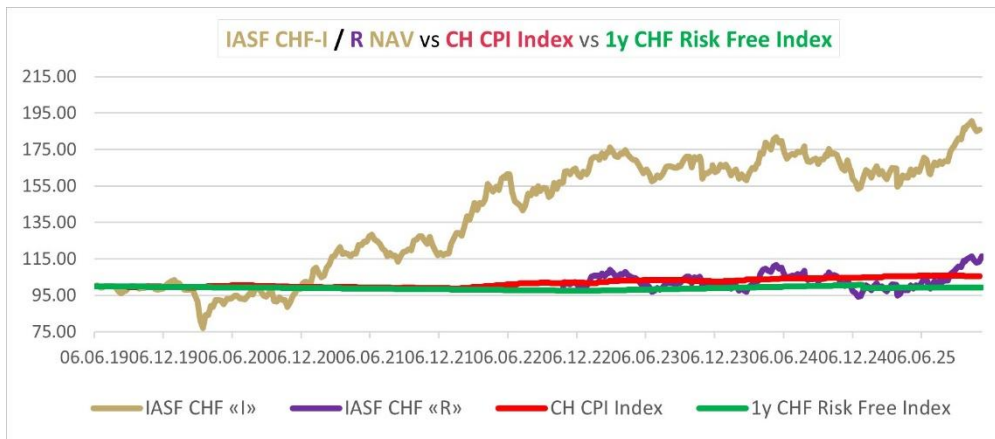
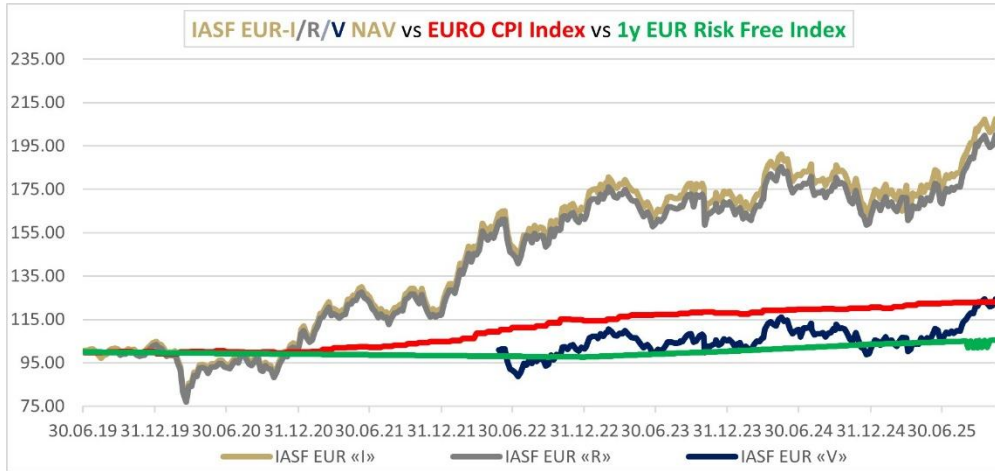




Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Anhang



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (14NOV2025), 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, 2NOV2022 für CHF-R-Anteile) auf indizierter Basis.





IASF – 8 Investment Lektionen des Portfolio Managers

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

Disclaimer

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

