

2022 / 03

## Seasonal Reflections

Sonderausgabe 1H 2022

Verehrte Leser / Investoren,

zum Anlass des Halbjahresende 2022 unterbrechen wir hiermit die vierteljährliche Publikation der Seasonal Reflections für eine Sonderausgabe mit Rückschau auf Markt- und Fondsentwicklung.



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

Ich übertreibe wohl nicht, wenn ich feststelle, dass die erste Jahreshälfte für Finanzanleger vermutlich die schwierigste Zeit seit der zweiten Jahreshälfte 2008 auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise war. Regelmäßige Leser werden über den anhaltenden Inflationsdruck in der Weltwirtschaft nicht allzu überrascht gewesen sein, und auch wenn die politischen Führer UND die Zentralbanker der Welt sich sehr bemüht haben, dies auf Russlands Krieg in der Ukraine zurückzuführen, hatte sich dieser Inflationsdruck schon lange vor der russischen Aggression aufgebaut.



\*Walter Bloomberg  
@Deltaone

\*POWELL: WE UNDERSTAND BETTER HOW LITTLE WE UNDERSTAND INFLATION

3:55 PM · Jun 29, 2022 · TweetDeck

\*Walter Bloomberg, @Deltaone, [Twitter](#), 29JUN2022  
(Adtl. recording for context, @Raph\_Bloch, [Twitter](#), 30JUN2022)

Wenn unsere Zentralbanker nur mehr Zeit in der realen Welt verbrachten, müssten sie vielleicht nicht auf ein solches Eingeständnis Ihrer Inkompetenz zurückgreifen. Ist das Verständnis der Inflation nicht die Raison d'Être für eine Zentralbank? – Wie wollen sie sonst die Kaufkraft unseres Geldes erhalten?



Keine Sorge, das ist alles, was ich zu diesem Thema sagen werde. Denn so schockierend vieles in der heutigen Zeit auch ist, so handelt es sich für uns Anleger letztlich auch nur um externe Faktoren, die wir lediglich in unser eigenes Denken und Handeln mit einbeziehen können.

Wie ist also der makroökonomische Hintergrund zur Halbzeit 2022? – Klar ist, dass die **Stagflation 2.0** immer realer wird. Nach einem breit angelegten, durch Covid-getriebene Staatsausgaben angekurbelten Anstieg von 6,3% im Jahr 2021 hat sich das weltweite reale Wirtschaftswachstum in diesem Jahr stark verlangsamt. Gemäß Schätzungen der EZB hat sich das jährliche BIP-Wachstum auf 2,8% verlangsamt, was sich meines Erachtens als Wunschdenken erweisen wird, da sich die längerfristigen Aussichten an die Nulllinie anschmiegen. Der US Atlanta Fed GDP Now Tracker lässt mit Stand vom 27. Juni ein reales Wirtschaftswachstum von 0,25% erwarten.

Chart 1 Euro area real GDP growth



Notes: Historical data may differ from the latest Eurostat publications due to data releases after the cut-off date for the projections (see footnote 3). The vertical line indicates the start of the projection horizon.



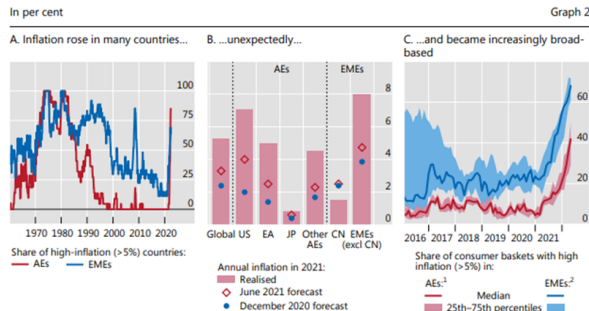
ECB Macroeconomic Projections, GDP Estimate 2022: +2.8%

FRED Economic Data, GDP Now, Atlanta Fed Estimate, 27JUN2022: 0.25%

China bleibt damit wohl die einzige Hoffnung für das globale Wachstum. Nach der zuletzt gesehenen Wachstumsabschwächung aufgrund China's Null-Covid-Politik, werden für die zweite Jahreshälfte fiskal- und geldpolitische Anreize erwartet. Japan und die Schwellenländer leiden dagegen unter einem starken USD und dürften kaum zur Verbesserung der Gesamtaussichten beitragen.

Unterdessen bekräftigt die BIZ in ihrem Jahreswirtschaftsbericht 2022 das Narrativ der globalen Zentralbanker und spricht von einem "unerwarteten Anstieg der globalen Inflation". Das überrascht kaum, wenn man bedenkt, wie wenig sie offensichtlich von dem Thema verstehen...

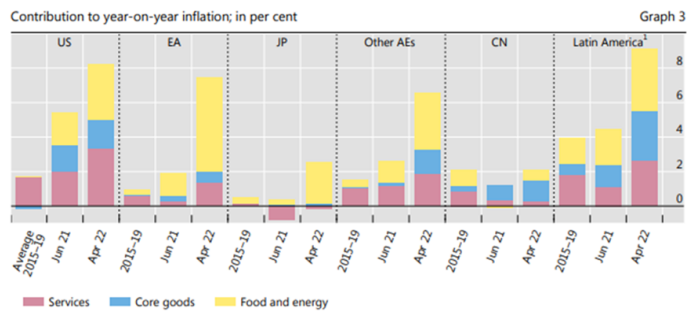
An unanticipated rise in global inflation



<sup>1</sup> AT, BE, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IT, JP, NL, PT, SE and US. <sup>2</sup> BR, CL, CO, CZ, HU, KR, MX, PH, PL, RO and TR. Sources: IMF; OECD; CEIC; Consensus Economics; national data; BIS.

BIS Annual Economic Report 2022, S.3

Goods prices rose most, but price growth also increased for services



<sup>1</sup> CL, CO and MX. Sources: OECD; Bloomberg; Datastream; national data; BIS.

BIS Annual Economic Report 2022, S.4

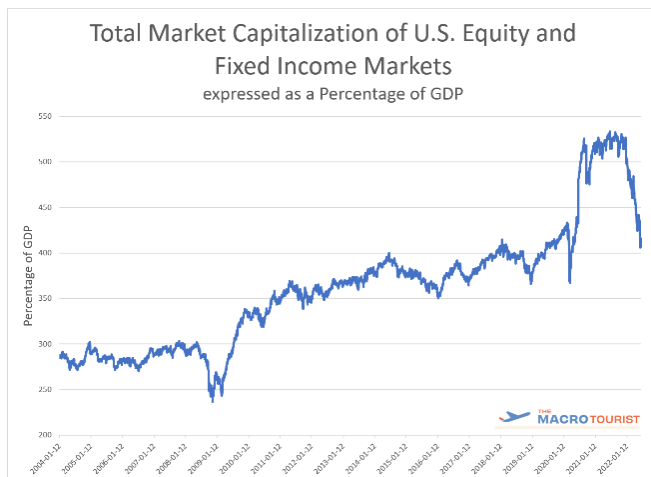


# Incrementum All Seasons Fund

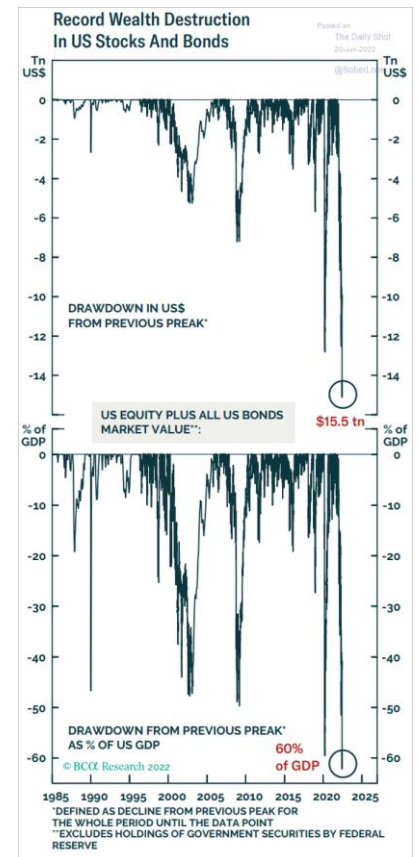
– in pursuit of real returns –

Die Graphik rechts oben zeigt, wie der Inflationsanstieg von den Lebensmittel- und Energiepreisen angeführt wurde, also von der Art volatiler Komponenten, die unsere Währungshüter lieber aus dem Bereich ihrer Weissagungen heraushalten. Unterdessen tut unsere politische Klasse ihr Bestes, um sicherzustellen, dass die Energiepreise hoch bleiben. – Wir leben in der Tat in interessanten Zeiten!

Vor diesem Hintergrund und begleitet von steigenden Kurzfristzinsen und dem Ende der Anleihenkäufe durch die Zentralbanken, die demnächst in Verkäufe umgewandelt werden, war die Entwicklung an den Finanzmärkten eher ernüchternd. Das Wall Street Journal warf am 20. Juni einen „Nüchternen Blick“ auf die *„Rekord-Vermögensvernichtung bei US-Aktien und -Anleihen“*. Wie die Grafik auf der rechten Seite zeigt, beliefen sich die US-Aktien- und Anleiheverluste zusammengenommen auf 15,5 Mrd. USD oder ca. 60 % des US-BIP.

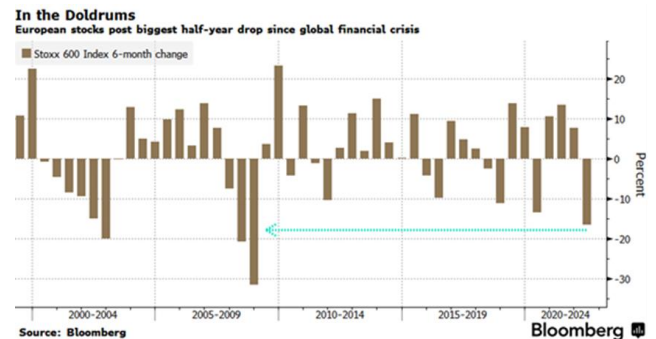


FINANCIAL ASSET DECLINE WORSE THAN THE GFC, The Macro Tourist, 27JUN2022



@SoberLook, Twitter, 20JUN2022

Der stets scharfsinnige [Macro Tourist](#) hat dies in die richtige Perspektive gerückt und zeigt in der Grafik oben links, dass damit die Gesamtmarktkapitalisierung der US-Aktien- und Rentenmärkte zu ihrem längerfristigen Aufwärtstrend zurückgekehrt ist. In Europa verzeichnete der Euro Stoxx 600 derweil einen Verlust von 16,7%, was das schlechteste Ergebnis seit 2008 bedeutet.



The Bloomberg Open, 1JUL2022

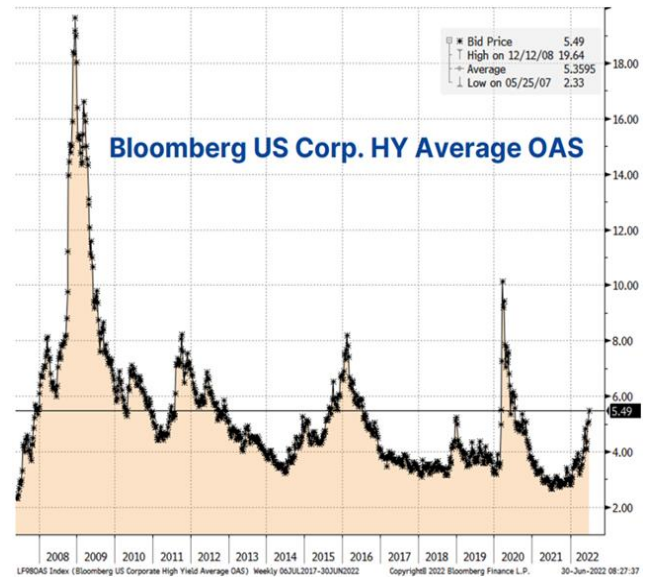




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

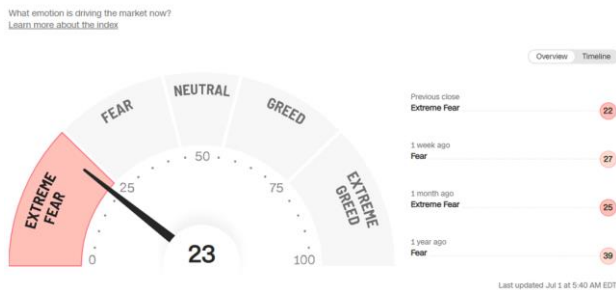
Die Ergebnisse ausgewogener Fonds- und Portfoliomanagement-Mandate deuten darauf hin, dass die Verluste im ersten Halbjahr 2022 zwischen 10 und 20% lagen. Meine Leser haben sicher diesbezüglich eigene Erfahrungen. Ich vermute, dass die Zahlen am oberen Ende der Spanne liegen, da typischerweise FAANG-Wachstumsaktien übergewichtet waren, die unterdurchschnittlich abschnitten (Nasdaq -29,5%). Die Bond-Allokation wurde zudem hauptsächlich von Unternehmensanleihen dominiert, die in einem rezessiven Umfeld aufgrund der Spread-Ausweitung schlechter abschneiden als Staatsanleihen.



Saxo Market Call presentation, 30JUN2022

Andererseits könnte der schwache EUR den EUR-Mandaten zugutegekommen sein, was in Ermangelung von Wechselkursabsicherungen zu höheren Renditen geführt haben dürfte.

## Fear & Greed Index



CNN Fear & Greed Index, 1JUL2022

Was wird nun das 2. Halbjahr 2022 für die Anleger bereithalten? – Markthistoriker haben darauf hingewiesen, dass auf ein solch schlechtes erstes Halbjahr in der Regel eine Erholung folgt, eine Sichtweise, die durch die extrem schlechte Anlegerstimmung unterstützt werden könnte, die sich zumindest kurzfristig oft als Kontra-Indikator erwiesen hat.

Mir persönlich fällt es jedoch schwer, zum jetzigen Zeitpunkt zu optimistisch zu sein, da der Grad der Entschlossenheit der Zentralbanken, in die Konjunkturabschwächung hinein die Zügel anzuziehen, ungewiss ist. Gleichzeitig erscheinen die Bewertungen an den Finanzmärkten (sowohl auf der Anleihe- als auch auf der Aktienseite) allgemein nach wie vor hoch. Bisher war der Anleger-Fokus auch weiterhin auf die alte Marktführerschaft gerichtet, d.h. wir haben nach Rückschlägen immer wieder Kaufwellen und Inflows in die FAANG (die einst als Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google bekannt waren)-Aktien und den Nasdaq erlebt, während temporäre Anstiege bei Rohstoffen, Energie und anderen Hard-Asset-Namen eher verkauft wurden. Dies spricht für eine mittelfristige Fortsetzung des Bären-Marktes.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

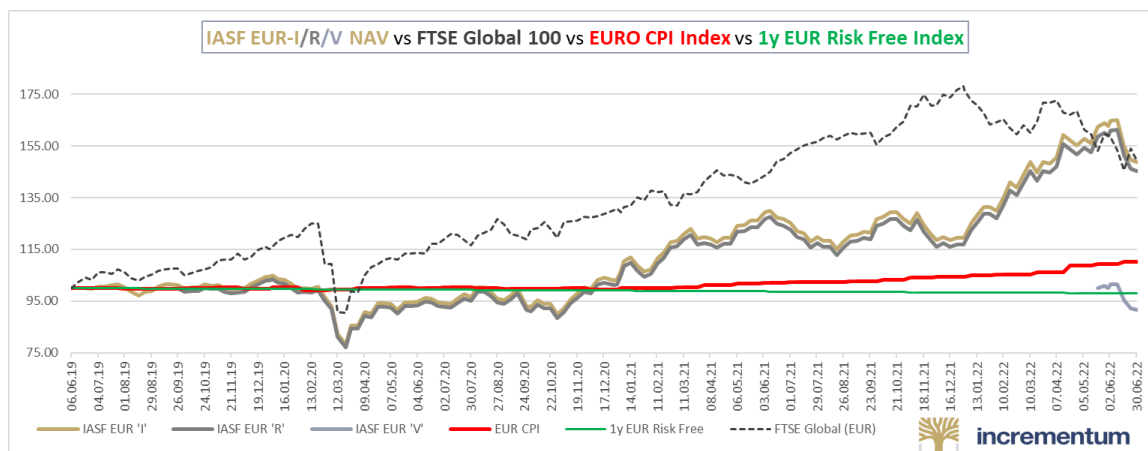
Aber wie Hedge Fund Manager Harris Kupperman seine Investoren und Leser (oder Zuschauer) regelmässig erinnert, befinden wir uns im „[Project Zimbabwe](#)“, was schon immer das wahrscheinlichste Ende des säkularen Schuldenzyklus darstellte. Dabei ist es wichtig sich vor Augen zu führen, dass auch die Börsenkaptalisierung durch Inflation abgewertet wird, was bei Inflationsraten von z.Zt. über 8% den realen Wertverlust deutlich verschlimmert, womit sich meine Erwartung weiterer signifikanter nominaler Wertverluste reduziert hat.

Die Frage ist, was wir als Anleger in einem derart unsicheren Umfeld tun können. – Nun, man kann natürlich in Bargeld umschichten und auf bessere Einstiegspunkte hoffen. Der **IASF** hat dies zu einem gewissen Grad getan, da die Liquiditätsquote bei ca. einem Drittel liegt. Darüber hinaus halten wir Substanzwerte, die wir für attraktiv bewertet halten, obwohl dies, wie die letzten Wochen gezeigt haben, kurzfristig zu einer höheren Volatilität führen kann.

Werfen wir also zur Halbzeit des Jahres einen Blick darauf...

## Wie der Incrementum All Seasons Fund das Halbjahr abgeschlossen hat und positioniert ist

Die erste Jahreshälfte 2022 war fast zu schön, um wahr zu sein. Die erwartete Rotation von Wachstums- in Substanz- und Value-Aktien trat ein und ließ den Anteilswert des EUR-I des **IASF** bis in den Juni hinein auf seinen bisherigen Höchststand von 164,93 EUR ansteigen, bevor er in den letzten drei Wochen des Monats eine deutliche Korrektur erfuhr. Obwohl wir irgendwann mit Gewinnmitnahmen gerechnet hatten, waren wir von dem in so kurzer Zeit erlebten drastischen Stimmungsumschwung und dem Ausmaß der Korrektur überrascht, die schließlich zu einem Rückgang von 9,4% vom Höchststand bis zum Monatsendstand des EUR-I-Anteilswertes von 148,80 führte.



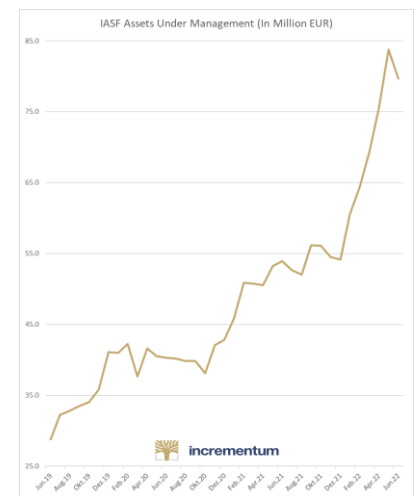


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Der Chart auf der vorhergehenden Seite gibt einen Überblick über die ersten drei Jahre des **IASF** seit seiner Gründung. Die Anfänge des Jahres **2019** waren geprägt vom Einsammeln des Startkapitals und der Implementierung unseres Portfoliomanagementansatzes, und der **IASF** beendete das Jahr **2019** mit einem bescheidenen Gewinn im mittleren einstelligen Bereich, der ausreichte den **EU-Verbraucherpreisindex**, wie auch die **risikofreie Rendite** (gemessen an der **Rendite 12-monatiger deutscher Schatzwechsel**, unter Annahme einer Wiederanlage zu Jahresbeginn zu den dann geltenden Zinssätzen) zu übertreffen. Sie blieb jedoch hinter den **globalen Aktienmärkten** zurück, die am **FTSE Global 100 Index** (in EUR) gemessen werden.

**2020** war das bisher schwierigste Jahr. Der Covid-Crash im März tat weh, auch wenn er den **IASF** weniger hart traf als die Aktienmärkte. Die sich in der Folge inmitten einer tiefen Rezession entwickelnde Aktienmarktmanie hatten wir so jedoch nicht erwartet und beendeten das Jahr ähnlich dem Verbraucherpreisindex sowie risikolosen Zinssatz wenig verändert. **2021** gewann das Portfolio an Zugkraft, auch wenn das Ergebnis hinter der globalen Aktienmarktentwicklung hinterherhinkte. Und auch wenn das nicht unser Ziel war, hat der **IASF** am Ende des **1. Hj 2022** auch die globalen Aktienmärkte hinter sich gelassen und sowohl den Verbraucherpreisindex als auch unser Maß für die risikofreie Rendite weit übertroffen, worauf wir durchaus stolz sind.



Wie der Chart oben zeigt, ist auch das Anlagevermögen des **IASF** stark gewachsen, und seit dem letzten Quartal verzeichnen wir auch größeres Anlegerinteresse und damit verbundene Inflows.



[Financial Times Markets Data](#), 30JUN2022

Dabei half auch die konstante Einstufung des **IASF** im obersten Quartal der Vergleichsgruppe. Viele Interessenten fragten uns zuletzt ob es im Hinblick auf die außerordentlich gute Anteilswertentwicklung des Fonds in diesem Jahr nicht Sinn mache eine Korrektur abzuwarten. Ich habe das immer verneint, da man m.E. einen Einstieg in den Fonds nicht „*timen*“ kann, aber das bedeutet natürlich nicht, dass der Anteilswert konstant steigt. Wer auf eine Korrektur gewartet hat, für den hat der Juni den Einstiegspreis deutlich gesenkt.

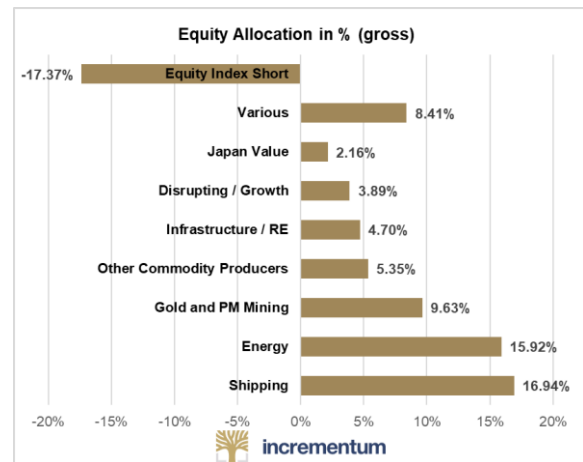


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Der Juni erwies sich als brutaler Monat für unsere bevorzugten Aktienthemen. In der **Schifffahrt** kam es zu Gewinnmitnahmen bei allen Titeln mit Ausnahme der Tankerwerte, bei denen Stolt-Nielsen aufgrund hervorragender Ergebnisse 20% zulegte. Schüttgut-Transporter erlebten, angeführt von Pacific Basin, 2-stellige Verluste, was zwei Drittel der bis Ende Mai erzielten Kursgewinne wieder zunichtemachte, aber noch immer einen respektables Kursgewinn von 21% bedeutet. Wir behalten unseren positiven Ausblick für dieses Segment bei.

Im Vergleich zum Jahresende 2021 haben wir unser Schifffahrts-Engagement um 20% reduziert. Der aktuelle Bestand umfasst 15 Titel mit einem gewichteten durchschnittlichen KGV von 3,5, einem KBV von 1,1 und einer Dividendenrendite von 10,5%(!). Diese Zahlen sollten ungeachtet der Zyklizität des Geschäfts als Beleg für die Attraktivität der momentanen Bewertung dienen. Diese spiegelt sich auch in den durchschnittlichen Analysten-Preiszielen wider, die 47% über den Kursen vom Monatsende liegen.



IASF Aktienthemen, 30JUN2022

Published on Investing.com, 4./Jul/2022 - 12:28:46 GMT. Powered by TradingView.  
Energy Select Sector SPDR® Fund, United States, NYSE:XLE, D



XLE US (SPDR Energy Select Sector Fund), YTD, [investing.com](https://www.investing.com)

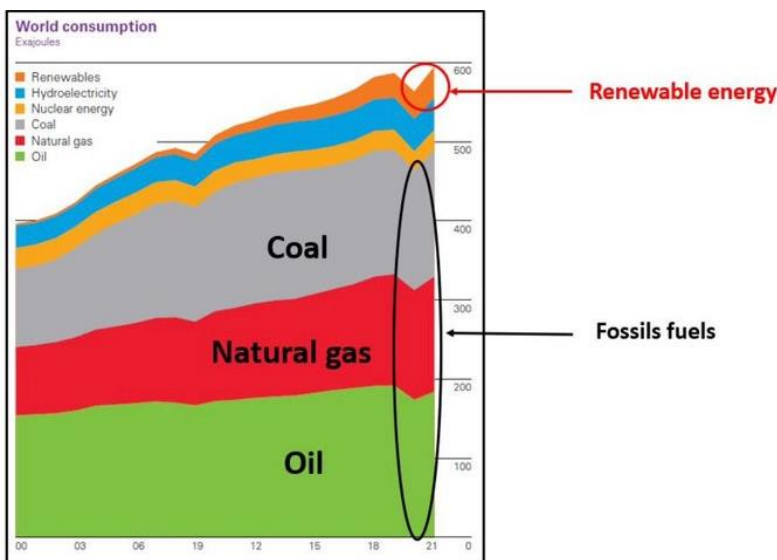
Noch schlechter schnitt im Juni der Bereich **Energie** ab, in dem alle Titel bis auf Technip Energies und Kazatomprom GDRs zweistellige Verluste aufwiesen. Der durchschnittliche gewichtete monatliche Rückgang lag bei 14,3%, was im Vergleich zu dem 18%igen Rückgang des XLE-Sektor-ETF günstig ist. Der nebenstehende Chart verdeutlicht, dass fast 60% der bisherigen Jahresgewinne des XLE US in nur drei Wochen wieder aufgezehrt wurden. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger in letzter Zeit eine deutliche Verschlechterung der Fundamentaldaten des Sektors eingepreist haben.

Gewinnmitnahmen sowie der jüngste Absturz haben unser **Energie**-Engagement auf weniger als 16% reduziert. Dennoch haben unsere aktuellen Bestände im ersten Halbjahr 2022 durchschnittliche Gewinne von 24% erzielt, während die durchschnittlichen Kursziele der Analysten 55% Aufwärtspotenzial vorhersehen. (Wir rechnen Kurszielen keine besondere Bedeutung zu, aber sie unterstreichen dennoch den Investment Case.).

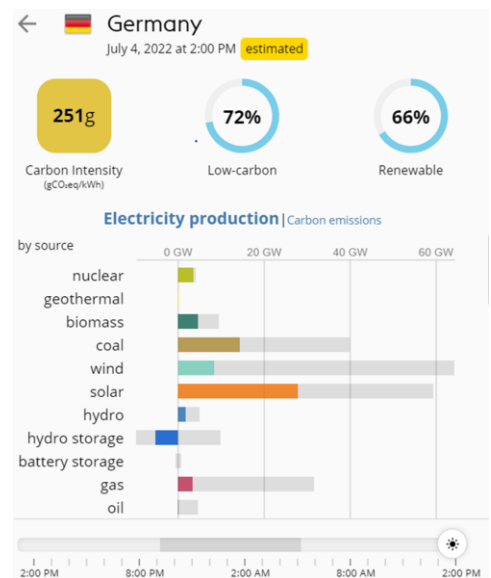




Auf den ersten Blick erscheinen die Fundamentaldaten weniger attraktiv als in der Schifffahrt, aber wir glauben, dass sich der Energiesektor als weniger zyklisch erweisen wird und daher schon heute eine höhere Bewertung verdient. Gründe dafür bieten (neben zahllosen anderen) die beiden nachstehenden Grafiken, die uns an die anhaltende Abhängigkeit der Welt von fossilen Energieträgern erinnern und die Ineffizienz der installierten Solar- und Windenergieerzeugungsanlagen verdeutlichen. Letzteres zeigt sich darin, dass beim Schreiben dieser Zeilen (4.7., 14 Uhr) im Bereich des Höhepunkts der Sonnenintensität der nördlichen Hemisphäre, in Deutschland nur 47% der installierten Solar- und 13% der Windenergiekapazität genutzt wurde. Das klingt nicht gerade ermutigend angesichts unserer politischen Entschlossenheit, koste es, was es wolle voll auf nachhaltige Energiequellen umzustellen, insbesondere vor dem Hintergrund zunehmender Energieknappheit.



Gianluca, @MenthorQpro, [Twitter](#), 2JUL2022



[electricitymap.org](#), 4JUL2022,

Unsere aktuellen Anlagen im **Energiesektor** sind mit einem durchschnittlichen KGV von 13, einer PBR von 1,7 und einer Dividendenrendite von 2,9% bewertet. Das scheint nicht extrem attraktiv, spiegelt jedoch die Tatsache wider dass der Sektor erst am Anfang seiner Erholung steht. Zudem haben wir zuletzt die Gewichtung von Serviceanbietern erhöht, die sich später im Zyklus befinden und von der Notwendigkeit dringender und wachsender Investitionen im Sektor profitieren werden. Ähnlich wie im Schifffahrtszyklus erwarten wir, dass deren stark abgeschriebene Vermögenswerte in den kommenden Jahren ein treibender Faktor für den inneren Wert der Aktien und damit für die Kurse sein werden.

Angesichts der plötzlichen Bereitschaft der Anleger eine tiefe Rezession und ein Ende des Inflationsanstiegs einzupreisen, sowie in Anbetracht des steigenden Kostendrucks waren **Gold- und Edelmetallminen** im Laufe dieses Jahres (-19%) und auch im Juni eine Belastung für das Portfolio. Bei einer Portfoliogewichtung von 10% verlor unsere Aktienauswahlen im Juni durchschnittlich 15%, was in etwa der Performance des FTSE Gold Mines Index entspricht.







# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Wir haben unsere Allokation zu Qualitätswerten (z.B. Agnico Eagle oder Kinross Gold) vorsichtig aufgestockt, da wir nach wie vor deutlich steigende Edelmetallpreise erwarten. Und selbst in diesem Jahr hat unsere Beteiligung am Amundi Gold ETC ihren Zweck als zuverlässige Cash-Alternative erfüllt, da sie in der ersten Jahreshälfte 2022 um 8,6% zulegte, was einen starken Goldpreis in EUR widerspiegelt. Platin konnte dabei seinen Wert halten, während Silber ca. 5% verlor (beide in EUR).

Gold- und Edelmetallminen waren bisher ein schwieriges Anlagethema, da ihr Schicksal mit den zugrundeliegenden Edelmetallpreisen steigt und fällt.

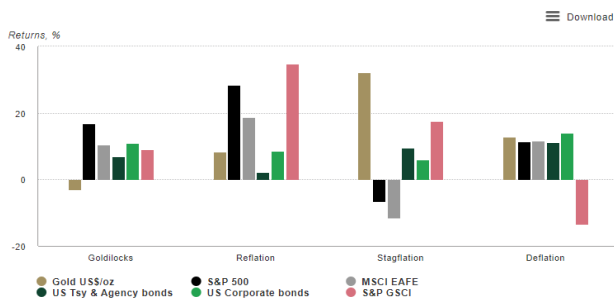
Der nebenstehende Chart zeigt den FTSE Gold Mines Index, überlagert vom Goldpreis in USD seit Auflegung des IASF. Hier bestätigt sich, dass Minengesellschaften besonders von einem steigenden Metallpreis profitieren, während ihnen in Konsolidierungsphasen wie der der letzten beiden Jahre die Luft ausgeht.



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

Chart 4: Major asset returns per cycle phase since 1973: gold a clear winner in stagflation

AAAR % for major asset classes since Q1 1973\*



Sources: Bloomberg, World Gold Council; Disclaimer

\* As of Q2 2021. AAAR % - annualised average (stagflation) adjusted returns. Please see Appendix A.2 for AAAR definition.

[Stagflation rears its ugly head](#), World Gold Council, 12 OCT2021

Wenn man also wie wir vor dem stagflationären Hintergrund einen positiven Ausblick für Gold- und Edelmetallpreise hat, macht es Sinn ein Engagement zu erhöhen, anstatt es zu beenden. Da sich Fiat-Währungen derzeit in einem Wettlauf nach unten befinden (wir erwarten im weiteren Jahresverlauf auch eine Dollarschwäche), bieten Edelmetallminen eine passende Möglichkeit, sich in der Anlageklasse zu engagieren, insbesondere da der Minensektor auf historischer Basis betrachtet billig erscheint.

Auf der Grundlage eines durchschnittlichen gewichteten KGV von 21, eines KBV von 1,3 und einer Dividendenrendite von 3,25% ergibt sich ein Bild, welches von jüngst starken freien Cashflows geprägt ist, die zu Dividendenzahlungen und Bilanzreparaturen genutzt werden, aber bisher nicht zu erhöhten Kapitalausgaben. Hinsichtlich der niedrigen Bewertungen und der aktionärsfreundlichen Kapitalallokation überrascht es daher wiederum nicht, dass die Analystenzunft für unseren Aktienkorb durchschnittliche Kursziele aufruft, die 65% über dem Monatsendstand liegen.

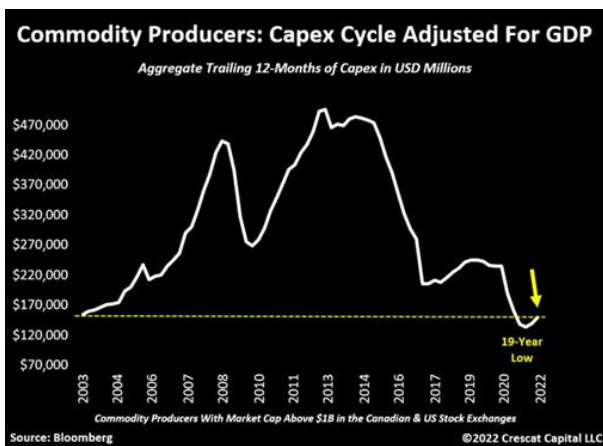


# Incrementum All Seasons Fund

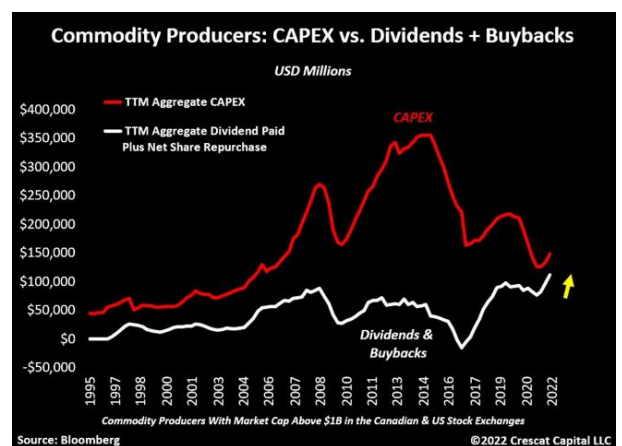
– in pursuit of real returns –

Das Thema **Sonstige Rohstoffproduzenten** (5%) litt im Juni ebenfalls unter starken Gewinnmitnahmen, der in einigen Fällen den Gewinn des laufenden Jahres wieder aufzehrte. Unsere Einzelpositionen hier sind gut gemanagte Blue Chips, die als Gruppe mit einem KGV von 8,5, einem KBV von 1,5 sowie einer Dividendenrendite von 5% gehandelt werden, womit unseres Erachtens schon ein sehr negatives Szenario eingepreist ist. Das Thema **Infrastruktur / Immobilien** (5%) erwies sich widerstandsfähiger, obwohl vier von fünf Titeln Verluste erlitten. Hier bietet insbesondere eine durchschnittliche Dividendenrendite von 6% einen angemessenen Ausgleich für den zukünftig erwarteten Inflationsdruck. Das letzte Thema, auf welches mehr als 5% des **IASF**-Vermögens entfallen, ist der Bereich **Verschiedene** (8%). Hier lag das Ergebnis im Juni wie auch seit Jahresbeginn etwa im Marktdurchschnitt, während die Bewertungen mit einem durchschnittlichen KGV von 9,5, einem KBV unter 1 sowie einer Dividendenrendite von 3,25% attraktiv sind. Der Value-Charakter dieser Gruppe spiegelt sich auch in 72% höheren durchschnittlichen Analysten-Kurszielen wider.

Insgesamt sind wir nach wie vor der Überzeugung, dass wir die Rache der Realwirtschaft erleben, welche jahrelang vernachlässigt oder als selbstverständlich angesehen wurde und sich nun Stück für Stück ins Anlegerbewusstsein zurück arbeitet. Obwohl sich die kurzfristigen Aussichten in den letzten Wochen verschlechtert haben und eine bevorstehende Rezession aufgrund geldpolitischer Straffung und der mit dem Inflationsanstieg einhergehende Nachfragezerstörung erwartet wird, sind die längerfristigen Aussichten durch jahrzehntelange Unterinvestitionen in die Realwirtschaft geprägt, da sich insbesondere die fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf ein schier endloses Angebot an billigen Ressourcen, meist aus den Schwellenländern, verlassen haben. Dies, wie auch die zunehmend aktionärsfreundliche Kapitalallokation der Rohstoffproduzenten, wird durch die folgenden Charts bestätigt.



Tavi Costa, @TaviCosta, [Twitter](#), 28JUN2022



Tavi Costa, @TaviCosta, [Twitter](#), 28JUN2022





Covid sowie wachsende geopolitische Spannungen haben die Nachteile einer solchen Abhängigkeit deutlich aufgezeigt. Und während westliche Politiker weiter den Vorstoß in eine CO<sub>2</sub>-neutrale Zukunft vorantreiben, haben sie noch keine Antwort auf die Frage, wie wir die benötigten Ressourcen zu vernünftigen Preisen beschaffen wollen, ohne dass die Welt in die Entdeckung neuer und den Ersatz bereits geförderter Ressourcen investiert.

Passenderweise hat hier bereits jemand (Quelle unbekannt) den Begriff FAANG 2.0 geprägt, und auch wir sehen dies als die wichtigsten Investmentthemen der kommenden Jahre und haben uns dementsprechend engagiert, mit Ausnahme der Luft- und Raumfahrt, da wir zögern, in den militärischen Komplex zu investieren.

F (fuels)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Geopolitical tensions, strong demand, constrained supplies, underinvestment—a number of factors will keep energy prices elevated over the medium term. Despite the outperformance of the Energy sector year-to-date (YTD), the sector still accounts for just 3.7% of the S&amp;P 500 market cap, well below a 13.4% weighting in 1990.</li> </ul>
A (aerospace)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Defense stocks have outperformed the broader market YTD by 19%<sup>4</sup> amid expectations that heightened geopolitical tensions could lead to greater military spending.</li> <li>Germany has pledged twice its annual defense budget; the U.K. and others made less-specific pledges. At minimum, NATO requires each member to contribute more than 2% of GDP by a 2024 deadline. Defense spending is also climbing in Asia; spending on cybersecurity will remain in a secular upswing.</li> </ul>
A (agriculture)	<ul style="list-style-type: none"> <li>The planet will need to produce more food in the next four decades than in the past 8,000 years. The Food and Agriculture Organization's (FAO) Food Price Index hit an all-time high in January 2022.</li> <li>Equipment shortages, higher input costs, climate challenges and burgeoning demand from the EM middle class all suggest more upside earnings potential for the global agricultural complex. Ditto for the expected decline in agricultural exports from Russia and Ukraine. Russia supplies about 20% of world wheat exports; Ukraine supplies about 10%, according to the FAO.</li> </ul>
N (nuclear and renewables)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nuclear energy has the highest capacity factor of any energy source, producing reliable, carbon-free power more than 92% of the time—twice as reliable as coal (40%) or natural-gas (56%) plants and almost three times more than wind (35%) and solar (25%) plants.<sup>5</sup></li> <li>Renewable energy use increased as the pandemic induced major declines in all other fuels in 2020. Long-term contracts, ongoing installation of plants and priority access to the grid underpin renewables growth.<sup>6</sup></li> </ul>
G (gold and metals/minerals)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Viewed as a "safe haven", gold prices are up over 6% in 2022 and posted the best February since 2016, underscoring worries over inflation and war.</li> <li>The Electric Vehicle (EV) transition will be mineral-intensive. A typical EV requires six times the mineral inputs of a conventional car, according to the International Energy Agency.</li> <li>The high mineral intensity required for batteries could imply 40 times the current lithium demands by 2040.<sup>7</sup></li> </ul>

Während ich diese letzten Zeilen am 7. Juli schreibe, hat der NAV des **IASF** weiter korrigiert, da sich die Verkaufswellen bei den von uns favorisierten Themen fortgesetzt haben. Das Schwierigste in solchen Situationen ist – wie immer – der emotionale Stress. Selbst nach mehr als 3 Jahrzehnten als Vermögensverwalter bleibt dieser eine Herausforderung.

Einige Anleger haben die Frage gestellt, warum wir unser Risikoengagement Ende Mai nach einem Anstieg des NAV um 35% nicht verringert haben. – Die Antwort ist, dass solche Fragen immer erst im Nachhinein gestellt werden, wenn aus Ungewissheit Tatsache geworden ist. Ich erinnere mich schon bei einer Performance von 10% den Vorschlag gehört zu haben, dass doch das Beste wäre jetzt alles zu verkaufen. Aber wir verfolgen einen Investmentprozess und waren zudem überzeugt, dass die Fundamentaldaten letztlich zu weit höheren Preisen führen würden, was sich ja auch als richtig erwies. Die jüngste Korrektur ist zwar enttäuschend, insbesondere für neue Anleger, ändert aber nichts an dieser Einschätzung.





Als fundamental-orientierte Anleger bewerten wir ständig alle unsere Portfolio-Investments, und da sie im Mai noch attraktiv bewertet waren, haben wir sie lediglich gestutzt. Seitdem sind die Aktienkurse deutlich gefallen, obwohl sich das fundamentale Bild nur unwesentlich verändert hat. Trotz der wachsenden Aussichten auf eine Rezession bezweifeln wir, dass unsere Portfoliobeteiligungen davon signifikant beeinträchtigt werden, da wir die Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen für eher preisunelastisch halten. Daher würden wir auf dem gedrückten Preisniveau eher zu Käufen als Verkäufen tendieren. An dieser Stelle möchte ich unsere Anleger daran erinnern, dass wir weder Trader noch Spekulanten sind, sondern langfristige, Value-orientierte Investoren, und so schmerzhaft der jüngste Rückschlag auch war, er ist (leider) ein Bestandteil der Anlageerfahrung.

Da ich für die nächste Woche einen Kurzurlaub mit meiner Familie plane, ist es höchste Zeit, diesen Artikel hier zu beenden. Sollten Anleger weitere Fragen zur Positionierung des **IASF's** haben, werde ich ab dem 18. Juli zu deren Beantwortung bereit sein.

Liebe Leser, bitte bedenken Sie, dass auch das All Seasons Investing mit Risiko und daher Schwankungen einhergeht, da die Finanzmärkte nicht immer mit unserer Sicht der Welt übereinstimmen. Aber wir haben dieses Projekt in Angriff genommen, um zu zeigen, dass ein aktives und benchmarkunabhängiges Portfoliomanagement langfristig eine Kaufkraftsteigerung der Investorengelder erbringen kann, und als verantwortlicher Portfoliomanager und Investor bin ich mit dem bisherigen Ergebnis zufrieden.



Wie immer lade ich an dieser Stelle meine Leser zu Rückmeldungen per E-Mail ein und bedanke mich herzlich für Ihr Interesse und meinen Investoren für Ihr Vertrauen und Ihre Unterstützung.

Schöne Grüße aus Schaan!

Hans G. Schiefen

=====

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

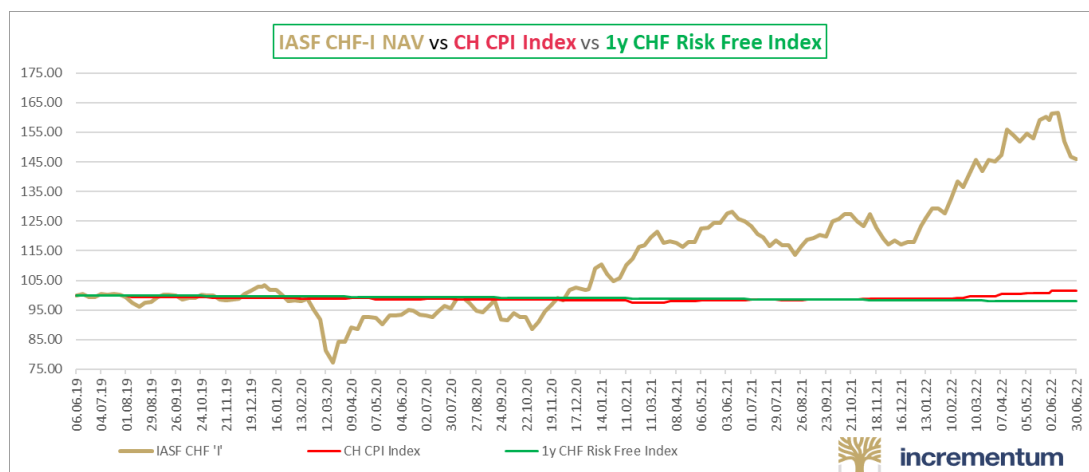
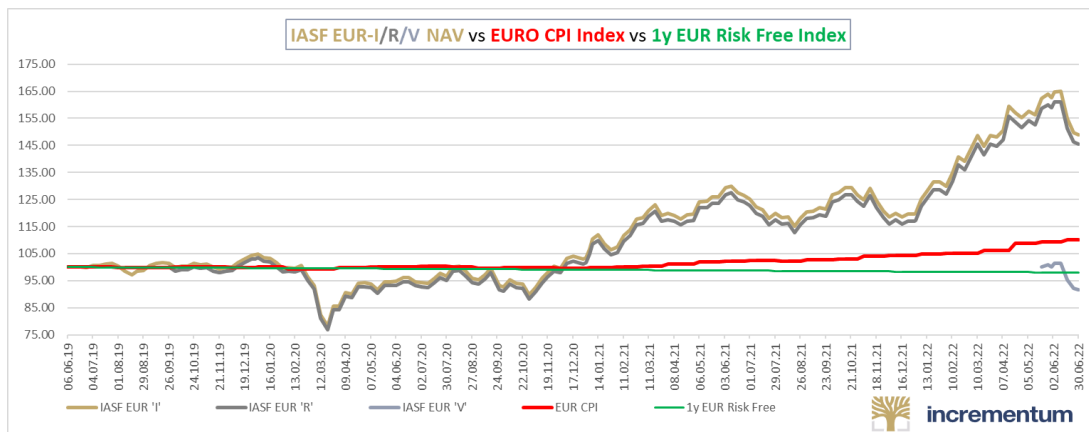
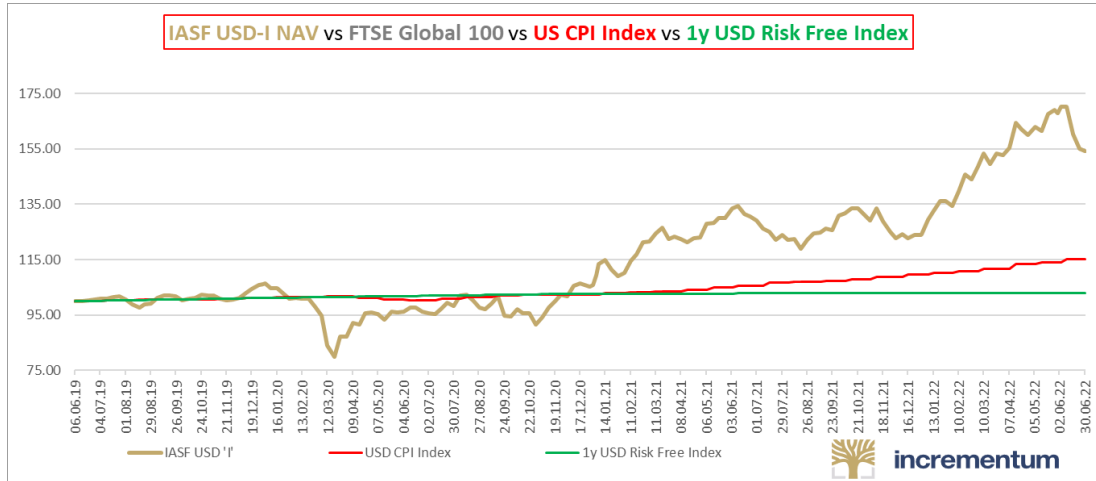




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Appendix \*



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (30JUN2022), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile) auf indexierter Basis.





## IASF PM Shaped By 8 Investment Lessons

1. Capital markets, like the economy, are inherently cyclical in nature, and you must always know where you are in the cycle, while not hesitating to “Be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful.” (Quote: Warren Buffett)
2. Prices paid determine future returns, i.e. the higher valuations are, the lower future return expectations must be (and vice versa), which is the essence of value investing.
3. Capital preservation is the conditio sine qua non, and a consistent and long-term investment strategy is more important than short-term momentum chasing.
4. As a result you must always know when you trade, or when you invest.
5. The most basic and effective risk management tools are proper diversification and the ability to hold cash.
6. Hard assets are preferable to intangibles, distributions to accruals.
7. Look for the incentives: True alignment of interest works in investors' favor.
8. There is no magic formula for successful investing: Consider both macro- and micro-economic issues, be diligent, flexible, patient, keep an open mind, and realize that investing will always remain more of an art rather than a science.

### Disclaimer

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

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

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

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

