

2022 / 05

## ***Seasonal Reflections***

***Schwierige Märkte***

Sehr geehrter Leser / Investor.

Der Herbst ist da, und trotz der immer kürzer werdenden Tage ist es auch eine schöne Jahreszeit. Die heutigen Jahreszeiten-Fotos sind am Alten Rhein bei Diepoldsau (CH) entstanden, wo Alexandra und ich im Oktober einen gemütlichen Sonntagsspaziergang machten.



Alter Rhein, 23OKT22, HGS' Foto

Der Alte Rhein ist ein Teil des historischen Flussbettes im St. Galler und Vorarlberger Rheintal, welches bei der Begradigung des Flusslaufs im Rahmen der Rheinregulierung abgeschnitten wurde.



Alter Rhein, 23OKT22, HGS' Foto

In einem sehr geschäftigen Herbst schätzte ich die Besinnlichkeit unseres Ausflugs sehr, der auch die Schönheit des ursprünglichen Flusses im krassen Gegensatz zu seinen regulierten Teilen zeigte. (Die beigefügte Luftaufnahme soll den besagten Kontrast verdeutlichen, und nein, aus der Nähe wird es nicht aufregender.) – Da ich mein ganzes Leben lang in einer immer strenger regulierten Finanzdienstleistungsbranche gearbeitet habe, gibt es hier eindeutig Parallelen...



[Luftbilderschweiz.ch](http://Luftbilderschweiz.ch)



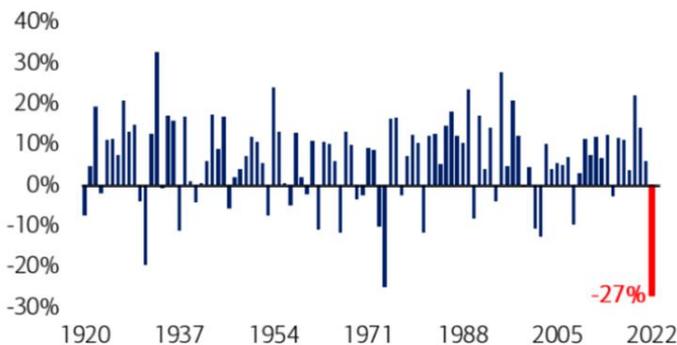
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Aber dies ist ein Investorenbrief und nicht der Ort, um meiner Frustration über die Folgen der scheinbar ständig zunehmenden Einmischung des Staates in den privaten Sektor Luft zu machen – ein Thema, zu dem die meisten Leser ohnehin ihre eigene Meinung haben werden. Kommen wir also zur Sache und werfen einen Blick auf die beiden nachstehenden Schaubilder, die den Investitionsjahrgang 2022 übersichtlich, wenn auch nicht ganz aktuell, zusammenfassen:

## Exhibit 24: Worst first 3 quarters ever for 60/40

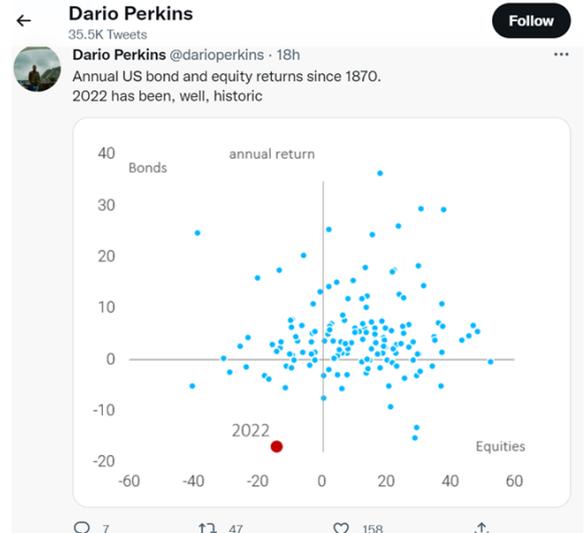
Performance of 60/40 portfolio through first 3 quarters of the year



Source: BofA Research Investment Committee, Global Financial Data. Note: 60/40 constructed using and index of 60% S&P 500 total return & 40% US 30-year government bond.

BofA GLOBAL RESEARCH

The Macro Tourist Private Twitter Feed Recap, 11OKT2022



@darioperkins, [Twitter](#), 31OKT2022

Wie die BofA-Grafik oben links zeigt, erlitt ein ausgewogenes Anlageportfolio, das zu 60% aus dem S&P500 und zu 40% aus 30-jährigen US-Staatsanleihen besteht, in den ersten neun Monaten dieses Jahres den größten Verlust (-27%) seit einem Jahrhundert. Zum Vergleich: Der Euro STOXX 600 Index verlor im gleichen Zeitraum 20,5% und die 30-jährige deutsche 0%-Bundesanleihe mit Fälligkeit am 15. August 2052 atemberaubende 42,7%, was eine Gesamtrendite des 60/40-Portfolios von -29% ergab. Diese Art von negativer Ausreißer-Performance wird auch durch das Streudiagramm oben rechts bestätigt, welches verbesserte Oktoberergebnisse enthält und doch das Jahr 2022 als einen Jahrgang bestätigt, der bestenfalls einen unangenehm säuerlichen Geschmack hinterlässt.

Wie konnte das passieren? – Bevor ich dies beantworte, muss ich auf folgendes hinweisen:



**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.**





Die Antwort auf die Frage "Wie konnte das passieren?" ist einfach. Korrelationen, die jahrzehntelang galten und auf die man sich bei der Portfoliokonstruktion verlassen hatte, verschoben sich. Und die Erfahrung, dass man Verluste im Aktien-Portfolio durch steigende Anleihekurse abfedern kann, erwies sich als trügerisch. David Dredge von Convex Strategies in Singapur beschrieb das kürzlich so:

*"Man muss keine großen Gedankenexperimente machen, um festzustellen, dass ein wichtiger (vielleicht der wichtigste) nicht kapitalisierte Risikofaktor, der sich in den letzten 35 Jahren, nennen wir es die Ära des "Greenspan Put", aufgebaut hat, die von der [Sharpe](#)-Welt geschaffene allgemeine Überzeugung und Anwendung ist, dass die festverzinsliche Komponente des 60/40-Portfolios und all seine vielen Variationen RISIKOMINDERND sind! In der Sharpe-Welt geht man davon aus, dass die Eigenschaften von festverzinslichen Wertpapieren – niedrige Volatilität, begrenztes Aufwärtspotenzial, niedrige bis negative Korrelation – dem Portfolio zugutekommen und die Höhe des Kapitals reduzieren, das man andernfalls für notwendig erachten würde, um sich gegen potenzielle Verluste des Portfolios abzusichern.*

*Dies gilt natürlich nur so lange, wie die Sharpe-Welt-Annahmen einer niedrigen Volatilität und einer niedrigen/negativen Korrelation zu den anderen Portfoliokomponenten bestehen. Diese vorteilhaften Eigenschaften bestehen seit einer beträchtlichen Anzahl von Jahren, wurden aber insbesondere durch aktive Manipulationen der Zentralbanken unterstützt und verstärkt, indem diese immer stärker intervenierten, um die Renditen zu senken und die Volatilität zu unterdrücken bzw. einzudämmen, insbesondere bei Ereignissen, die eine negativ korrelierende Reaktion hätten nach sich ziehen können. Dies ist derzeit nicht der Fall. ...*

*Wenn die Annahmen niedriger Volatilität und negativer Korrelation scheitern, verliert das magische 60/40 seinen Glanz." ([Risk Update: September 2022 – Is "Sharpe World" Closing?](#), Sep 2022)*

Ich will mich hier nicht damit brüsten, dass ich das alles habe kommen sehen. Tatsächlich hatte ich Anleger schon seit geraumer Zeit gewarnt, dass so etwas zu erwarten sei, was einen alten australischen Freund von mir wohl zu der Bemerkung veranlasst hätte: "Auch eine kaputte Uhr geht zweimal am Tag richtig". In diesen Jahren waren meine vorsichtiger Risikopositionierung, mein Fokus auf Value sowie meine Absolute-Return-Ausrichtung kein Rezept für eine Outperformance (des Aktienmarktes!), da man mit passiven Investmentmanagern konkurrieren musste, die dem mutigen Anleger ein oftmals gar gehebeltes Beta boten. – Aber das Jahr 2022 hat dies kompensiert und das mit Zins und Zinseszins.

Aufgrund seiner ähnlichen Erfahrung wurde einer der letzten verbliebenen Value-Investoren, David Einhorn, zuletzt mit folgender Aussage zitiert: "Value-Investing? – Ich weiß nicht, ob es jemals wiederkommt! – Wissen Sie, die Marktstruktur hat sich stark verändert, und die meisten Value-Investoren wurden aus dem Geschäft gedrängt." ([Bloomberg](#), 11OKT2022)



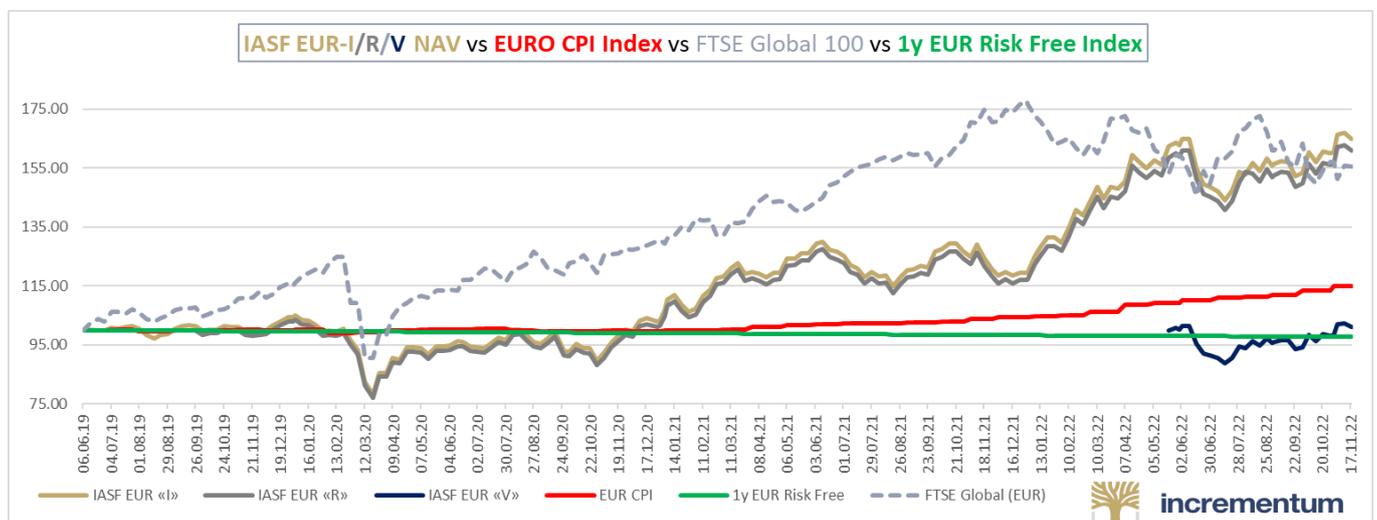


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Dies wurde weithin als Nachruf auf die Disziplin des Value Investing angesehen. Wie er jedoch in einem späteren Interview mit [Grant Williams](#) klarstellte, beruhte seine Aussage vielmehr auf seiner Beobachtung, dass sich die Struktur der Investmentbranche von aktiven (und überwiegend Value-orientierten) zu passiven (und damit indexgebundenen) Anlagen verschoben hat. Infolgedessen gibt es weitaus weniger Analysten, die einzelne Unternehmen bewerten, und nur noch wenige Vermögensverwalter, die einen wirklich aktiven, Value-orientierten und Benchmark unabhängigen Investmentansatz verfolgen. Verbliebene Value-Investoren stehen daher vor einer für sie günstigen Marktphase.

Und so kann ich mich von den Ereignissen dieses Jahres nur bestätigt fühlen, welches sich für **Incrementum All Seasons Fund (IASF)**-Anleger als ein außergewöhnliches Jahr erwiesen hat. Viele von ihnen entschieden sich 2019 dafür, ihr Geld **Incrementum** und dem neu aufgelegten **IASF** anzuvertrauen, anstatt es in **risikolosen Anlagen** zu halten. Sie taten dies im Vertrauen darauf, dass **Incrementum** und ich als verantwortlicher Fondsmanager unser Ziel erreichen werden, einen realen, d. h. inflationsbereinigten Wertzuwachs des investierten Vermögens über den Marktzyklus zu erzielen und damit die **Kaufkraft** ihrer Anlagegelder zu erhöhen. Wie die nachstehende Grafik zeigt, ist uns dies in einer Weise gelungen, die nicht nur die Performance eines beliebigen 60/40-Portfolios, sondern auch die der globalen Aktienmärkte deutlich übertroffen hat, und das alles auf Nettobasis (d.h. nach Abzug aller Kosten).



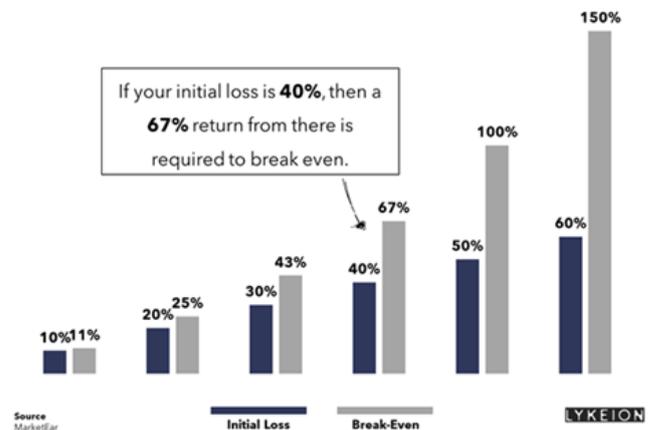
Ohne Zweifel ist dies ein Ergebnis mit dem wir sehr zufrieden sind.





In drei Jahrzehnten als professioneller Investor habe ich gelernt (und zwar schon früh, und auf die harte Tour), wie wichtig es ist, große Verluste zu vermeiden. Die nebenstehende Grafik verdeutlicht dies: Je dramatischer der Wertverlust eines Portfolios, desto höhere Gewinne sind erforderlich, um wieder das Ausgangsniveau zu erreichen. Daher ist die Absicherung nach unten besonders wichtig, wenn die Märkte teuer bewertet sind. Und das sind sie schon seit einigen Jahren, ein Thema, über das ich auf diesen Seiten regelmäßig geschrieben habe.

### Initial Losses and Break-Evens.



Bear Markets: How to Identify a Bottom, [Lykeion](#), 10NOV2022

Entsprechende Absicherungen sind natürlich mit Kosten verbunden, genau wie jede Art von Versicherung, aber 2022 hat gezeigt, dass sie diese Kosten wert waren.



Zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Zeilen haben sich die Aktien- und Anleihemärkte erneut von ihren vorherigen Tiefständen erholt, und es scheint, dass die Anleger wieder zuversichtlich sind, dass das Schlimmste in diesem Zyklus hinter ihnen liegt. Ist das der Fall und ist es daher an der Zeit, bei der Allokation der Anlagen wieder aggressiver zu werden?

Werfen wir dazu einen Blick auf den makroökonomischen Hintergrund. In ihrem Global Economic Outlook vom September mit dem Titel "Paying the Price of War" beschreibt die OECD die Situation wie folgt:

*"Die Weltwirtschaft zahlt einen hohen Preis für den unprovokierten, ungerechtfertigten und illegalen Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine. Angesichts der immer noch anhaltenden Auswirkungen der COVID-19-Pandemie bremst der Krieg das Wachstum und setzt die Preise, vor allem für Lebensmittel und Energie, zusätzlich unter Druck. Das globale BIP stagnierte im zweiten Quartal 2022 und die Produktion in den G20-Ländern ging zurück. Die hohe Inflation hält länger an als erwartet. In vielen Volkswirtschaften war die Inflation in der ersten Hälfte des Jahres 2022 so hoch wie seit den 1980er Jahren nicht mehr. Da sich die jüngsten Indikatoren verschlechtert haben, haben sich die globalen Wirtschaftsaussichten eingetrübt.*



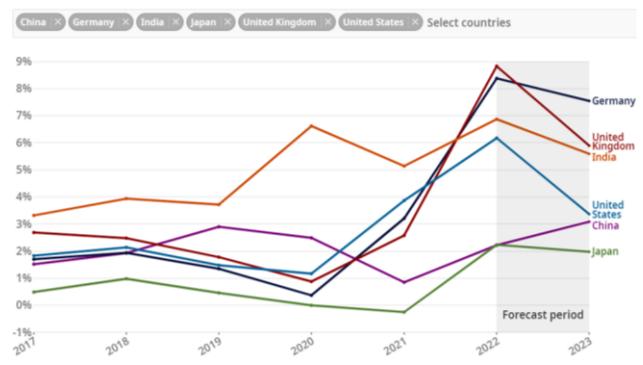
Die vier wichtigsten Schlussfolgerungen sind:

- > Die Weltwirtschaft verlangsamt sich stärker als erwartet
- > Die Inflation hat sich weiterverbreitet
- > Die Inflation wird sich abschwächen, aber auf hohem Niveau bleiben
- > Die Nachfrage muss gesenkt und das Angebot diversifiziert werden, um Energieengpässe zu vermeiden.“

Abgesehen von dem peinlichen Versuch, die Schuld für die weltweite wirtschaftliche Misere auf Russlands Krieg in der Ukraine zu schieben, werden hier die wichtigsten Trends hervorgehoben. Für Anleger ist wohl der dritte Punkt entscheidend, da er der Annahme einer vorübergehenden Inflationsphase widerspricht. Dies hat insbesondere wichtige Auswirkungen auf die globalen geldpolitischen Aussichten und die Frage nach dem Zeitpunkt einer geldpolitischen Wende der Zentralbanken.

### Inflation is hitting the world economy

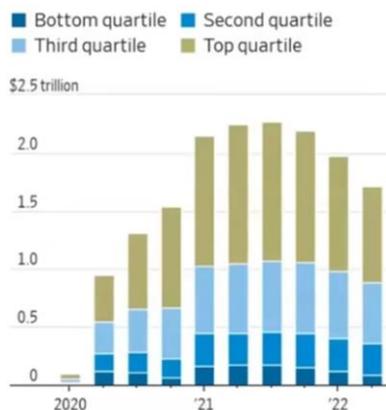
Year-over-year, %



Source: OECD Economic Outlook, Interim Report September 2022

<https://www.oecd.org/economic-outlook/september-2022/>

### Stock of excess U.S. household savings by income quartile



Source: Federal Reserve

Blockworks Macro, YouTube, 1NOV2022

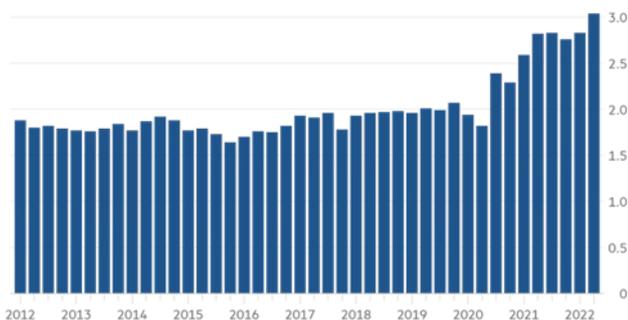
All dies geschieht vor dem Hintergrund eines sich weltweit verlangsamen Wachstums, das insbesondere für die entwickelten Volkswirtschaften eine Rezession für 2023 erwarten lässt. Schon für das Jahr 2022 wurde eine konjunkturelle Abschwächung antizipiert, die jedoch weniger ausgeprägt als angenommen ausfiel. Einen Grund dafür veranschaulicht die nebenstehende Grafik am Beispiel der USA. Was die reale Nachfrage unterstützt hat, waren neben dem Auslaufen der Covid-induzierten fiskalischen Anreize die Ersparnisse der privaten Haushalte. Diese wurden aufgrund eingeschränkter Aktivitäten in den Covid-geprägten Jahren angehäuft und kommen nun zum Einsatz, um das wachsende Loch zu stopfen, das durch den inflationsbedingten Kaufkraftverlust entstanden ist.





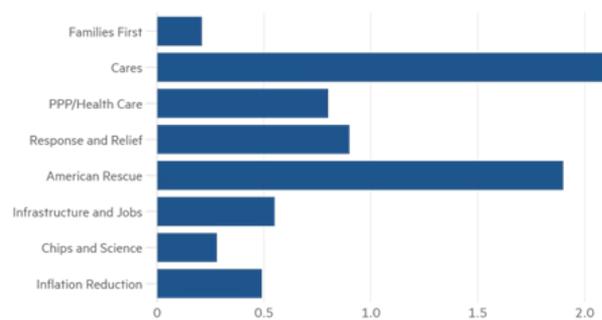
Angesichts der sich abschwächenden Konjunktur und des Drucks auf die Gewinnspannen wird wohl auch der Unternehmenssektor in die Defensive gehen. Die jüngsten Ankündigungen umfangreicher Entlassungen selbst bei den US-Tech-Giganten deuten darauf hin, dass dies bereits der Fall ist. Wie das US-Beispiel nahelegt, scheint der Unternehmenssektor ein Hauptnutznießer der Covid-Krise gewesen zu sein, da die Unternehmensgewinne nach Steuern in Folge des Erscheinens des Virus um ein Drittel gestiegen sind. Die FT zeigt in den folgenden Grafiken die Gründe dafür auf:

Corporate America's Covid "crisis"  
US corporate profits after tax, annualised % rate, \$tn



Source: US Bureau of Economic Analysis  
© FT

7.3tn reasons profits have been so high  
New government spending from laws signed 2020-22, \$tn



Source: Raymond James  
© FT

US-Unternehmensgewinne nach Steuern – [Unhedged](#), Robert Armstrong, FT, 2NOV2022 – Ausgabenprogramme der US-Regierung

*“Die Staatsausgaben, und insbesondere die schuldenfinanzierten Staatsausgaben, sind seit Beginn der Pandemie ins Unermessliche gestiegen. Und wie wir schon früher festgestellt haben, sind Defizit Ausgaben und Unternehmensgewinne eng miteinander verbunden. Die Levy-Kalecki-Gleichung (eine grundlegende buchhalterische Identität) besagt, dass die Gewinne ein Restwert sind, der den Investitionen abzüglich der Ersparnisse der privaten Haushalte, der staatlichen Ersparnisse und der ausländischen Ersparnisse (d.h. dem Leistungsbilanzdefizit) entspricht. Dies macht intuitiv Sinn. Ersparnisse sind empfangene, aber nicht ausgegebene Gelder. Um Gewinne zu erzielen, müssen die Unternehmen die US-Haushalte, die US-Regierung und das Ausland dazu bringen, Geld auszugeben, anstatt es zu sparen.*

*Es ist besonders klar, warum die Defizit Ausgaben der Regierung, die während der Pandemie explodierten, eng mit den Gewinnen verbunden sind. Wenn die Regierung sich Geld leiht und es ausgibt, fließt das Geld entweder direkt an Unternehmen (man denke an ein Rüstungsunternehmen) oder indirekt (man denke an einen Konjunkturscheck, der zum Kauf eines neuen Fernsehers verwendet wird). Ja, wenn die Staatsdefizite sinken, gibt es viele Möglichkeiten, die Bücher der USA auszugleichen – Haushalte und Ausländer könnten zum Beispiel in einen Kaufrausch verfallen, um die verlorenen staatlichen Zuwendungen zu ersetzen. Aber ein Rückgang der Gewinne scheint uns wahrscheinlicher zu sein.“ ([Unhedged](#), FT, 2NOV2022)*





# Incrementum All Seasons Fund

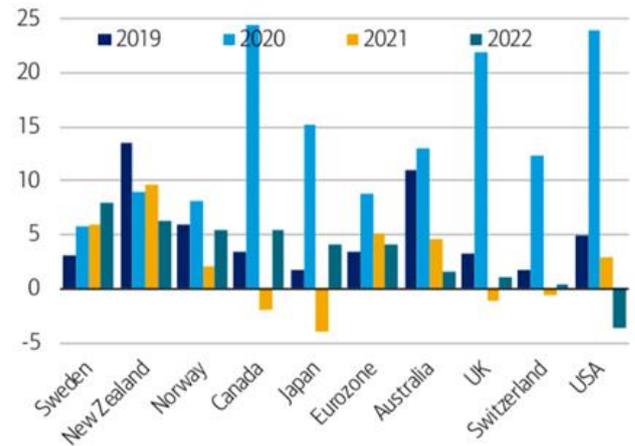
– in pursuit of real returns –

Sinkende Unternehmensgewinne lösen Kostensenkungsprogramme aus, die wiederum das Wachstum dämpfen. Außerdem glaube ich, dass nach der außerordentlichen Ausgabenwelle der letzten Jahre weitere Kürzungen der öffentlichen Ausgaben unvermeidlich sind, da die steigenden Zinsen die Politik an die wachsende Zins- und Tilgungslast erinnern.

Die privaten Haushalte nutzen also ihre (sinkenden) Ersparnisse, um den Rückgang der realen Einkommen auszugleichen, die Unternehmen senken ihre Kosten und auch die Regierungen zeigen sich sparsamer – das alles deutet auf eine Rezession im Jahr 2023 hin.

**Exhibit 7: Government spending growth**

Most G10 governments increased spending further in 2022, despite massive pandemic stimulus ending



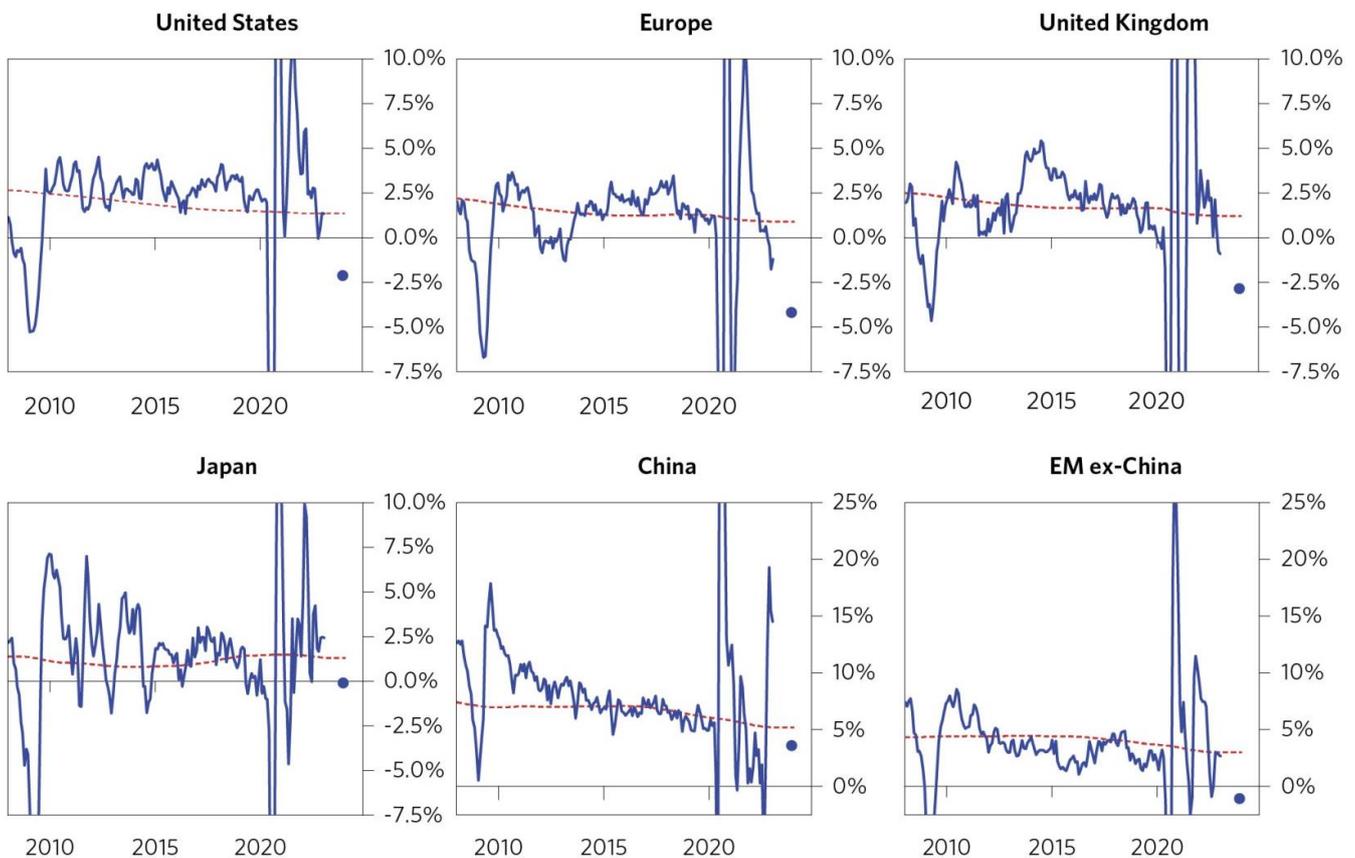
Source: IMF and BofA Global Research

BofA GLOBAL RESEARCH

Macro Tourist Private Twitter Feed Recap, 22NOV2022

### Real Growth

— Real Growth • 12m Est - - - Potential



Bridgewater, 11OKT2022, @UrbanKaoboy, [Twitter](#), 28OKT2022

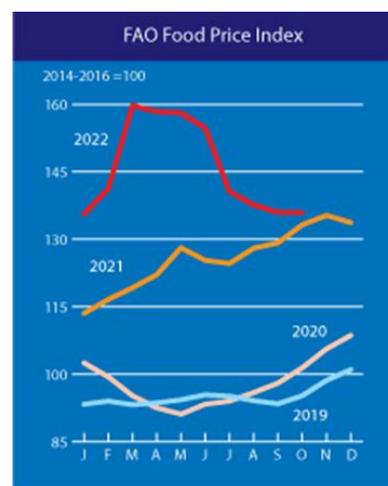
Diese rezessiven Tendenzen werden auch vom Hedgefonds-Giganten Bridgewater Associates prognostiziert, was natürlich nichts Gutes für die Unternehmensgewinne verheißt und die Grundlage für die jüngste Erholung der Aktienmärkte in Frage stellt.

Wie ist in diesem Zusammenhang unser Ausblick für die Inflation? – Auch hier herrscht, wie das folgende Zitat zeigt zunehmend Optimismus vor:

*"Die Schlagzeilen schreien immer noch "Lebensmittelkrise", und die Politiker sind weiterhin besorgt. Sicherlich sind die Preise für einige Grundnahrungsmittel, vor allem Mais und Weizen, weiterhin hoch. Aber wenn man etwas tiefer gräbt, ergibt sich ein anderes Bild. Von Lachs und Kichererbsen bis hin zu Lammfleisch und Tomaten – die Lebensmittelpreise sinken. Deflation steht jetzt auf der Speisekarte. Das ist ein Zeichen dafür, dass die weltweite Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat."* ([Bloomberg's Javier Blas](#), 16NOV2022)

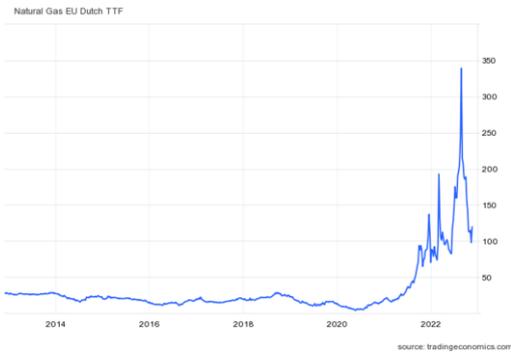
Für Inflationsoptimisten ist der so beschriebene Basiseffekt ein Grund der Hoffnung. Macht man jedoch einen Schritt zurück, so bedeutet dies vorerst nur, dass sich die weltweiten Lebensmittelpreise auf sehr hohem Niveau stabilisieren.

Wie die Grafik zeigt, lag der FAO-Lebensmittelpreisindex im Oktober gegenüber September unverändert bei rund 135, was zudem in etwa dem Niveau entspricht, welches erstmals im 4Q 2021 erreicht wurde. Wenn man jedoch nur die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr betrachtet, übersieht man leicht das absolute Preisniveau. Und hier ist bemerkenswert, dass der Index, der 2014 bei 100 eingeführt wurde, dieses Niveau erst im 2H 2020 übertraf, d.h. die Preise sind heute um ein Drittel höher als vor zwei Jahren.



FAO Food Price Index, 4NOV2022

Dies ist ein entscheidender Punkt, wenn man über Inflation nachdenkt. Die Menschen neigen dazu, sich auf die kurzfristige Veränderungsrate zu konzentrieren, die durch den Basiseffekt nach früheren Preissteigerungsschüben erheblich beeinträchtigt wird. Längerfristig ist jedoch das Gesamtpreisniveau von größerer Bedeutung, die auch bei anderen Preisindikatoren wie Energiepreisen oder Versandkosten zu berücksichtigen ist.



Natural Gas EU Dutch TTF, [Trading Economics](#)



[Freightos Baltic Index \(FBX\): Global Container Freight Index](#)

Tatsächlich sind die Erdgaspreise in Europa seit ihrem jüngsten Höchststand um zwei Drittel gefallen, aber sie sind immer noch viermal so hoch wie in den zehn Jahren vor Mai 2021. Und auch Containerschifffahrtsraten sind seit August 2021 um mehr als 70% gesunken, liegen aber immer noch um mehr als das Doppelte über den Preisen von vor 2020. Das heißt, dass auch wenn es eine kurzfristige Preiskorrektur gegeben hat, sich alle Marktteilnehmer auf ein dauerhaft höheres Gesamtkostenniveau einstellen werden müssen, und das gilt auch für Lebensmittelkosten. Aus meiner Sicht ist die damit reduzierte Erschwinglichkeit ein Hauptgrund für das erwartete Schrumpfen der Nachfrage. Aber auch das Angebotswachstum verlangsamt sich, da das Rohstoffangebot angesichts fehlender Ersatzinvestitionen ebenfalls limitiert ist, und das verarbeitende Gewerbe und der Dienstleistungssektor der Wirtschaft ihre Produktion nach unten anpassen, um die Rentabilität zu erhalten.

Vor diesem Hintergrund wird wohl auch von vielen Beobachtern unterschätzt, wie sehr der jüngste Inflationsschub die Mentalität aller Wirtschaftsakteure verändert hat und immer noch verändert. Dies liegt daran, dass der Kaufkraftverlust inzwischen auch für die privaten Haushalte klar und offensichtlich geworden ist, während der Unternehmenssektor mit dem zweiseitigen Schwert nachlassender Nachfrage bei gleichzeitig steigendem Kostendruck kämpft.

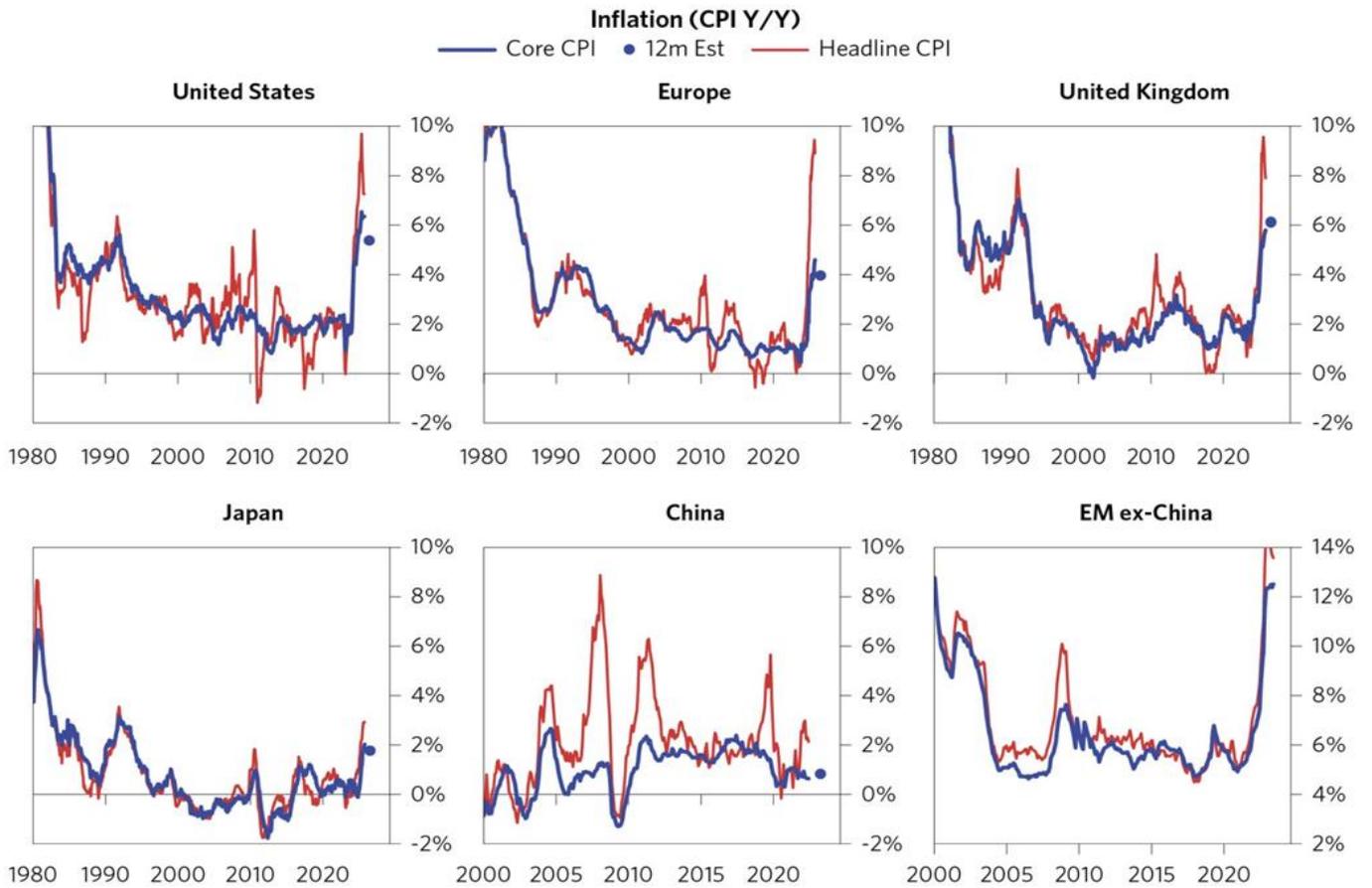
Zudem sind wir geopolitisch in eine neue Ära des Wettbewerbs statt der Zusammenarbeit eingetreten, mit dem offensichtlichen Potenzial für Konflikte und, wie die Situation in der Ukraine zeigt, sogar Krieg. Dies bedeutet das Ende einer fast [ricardianischen](#) Ära, die von komparativen Kostenvorteilen aufgrund der modernen globalen *just-in-time*-Logistikketten profitierte. Nun führt jedoch die Erkenntnis, dass wir uns angesichts des zunehmenden geopolitischen Wettbewerbs und der Beschränkungen im internationalen Handel nicht mehr auf den ungehinderten Zugang zu kritischen Inputs für unsere lokalen Volkswirtschaften verlassen können, zunehmend zu Onshoring- oder Friendshoring-Bemühungen, die diese Inputs verteuern werden. In Verbindung mit dem strukturellen Trend einer (alternden) Demografie ist es daher kaum verwunderlich, wenn die 12-Monats-Prognose der Kerninflationen recht stabil bleibt.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

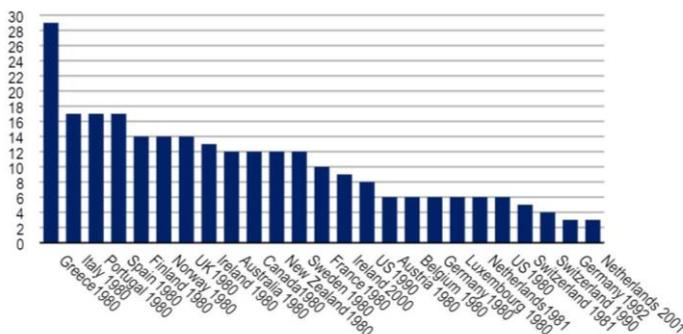


Bridgewater, 11Okt2022, @UrbanKaoboy, [Twitter](#), 28Okt2022

Hier ist es wohl auch wichtig festzuhalten, dass es historisch im Durchschnitt 10 Jahre benötigt hat, um die Inflation nach Überschreiten der 5%-Marke wieder auf 2% zurückzubringen, ein Niveau welches die Mehrzahl der Beobachter entgegen dieser Erkenntnis schon 2024 wieder erreicht sieht.

**Exhibit 1: Cases of inflation above 5% in advanced economies 1980-2020, years to decline to 2%**

Once inflation is above 5% in advanced economies, it takes on average 10 years to drop to 2%



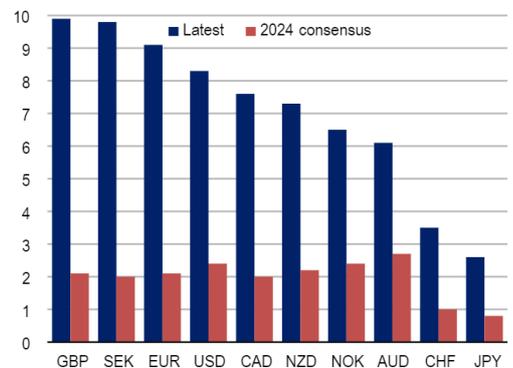
Source: IMF and BofA Global Research.

BofA GLOBAL RESEARCH

John Authers, [Bloomberg](#), 22SEP2022

**Exhibit 3: G10 latest and 2024 consensus inflation rates**

Consensus still expects inflation to drop to 2% by 2024



Source: Bloomberg and BofA Global Research.

BofA GLOBAL RESEARCH

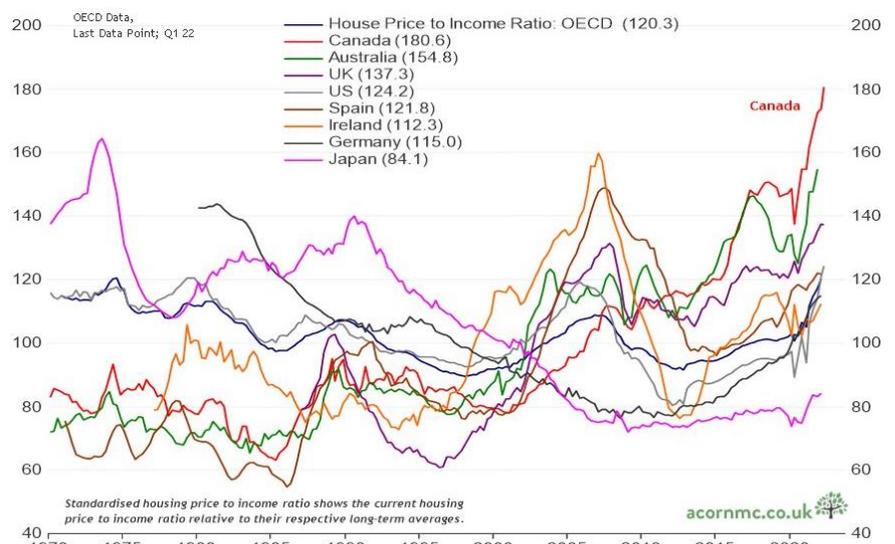


Ein wichtiger Grund für eine länger anhaltende höhere Inflation ist das Bestreben der privaten Haushalte (d.h. der Arbeitskräfte), ihr früheres Kaufkraftniveau wiederzuerlangen. Dies wird von den Regierungen zumindest in den westlichen Demokratien unterstützt werden, um in der Gunst der Wähler zu bleiben. Daher erwarten wir einen Rückgang der Inflationsraten im Jahr 2023, halten es aber für unwahrscheinlich, dass wir in absehbarer Zeit zu Inflationsraten von 2% oder weniger zurückkehren werden. Stattdessen gehen wir von Inflationsraten im Bereich von 4-6% aus, was im Vergleich zu den Zinserwartungen der Fed von etwa 5% lediglich den Kaufkraftverlust ausgleichen würde und daher bestenfalls als neutral angesehen werden kann. Noch schlimmer ist die Situation in Europa, wo der Inflationsdruck vor allem von der Energieseite und aufgrund des schwachen EUR viel höher ist, während die EZB die Zinsen weniger stark anhebt als die US-Notenbank.

Dennoch setzen die Anleger immer noch auf einen geldpolitischen Schwenk der Zentralbank, d.h. einen Wechsel von einer kontraktiven zu einer expansiven Politik. Dies entspricht dem Muster der jüngeren Vergangenheit: Straffung der Geldpolitik bei konjunktureller Erhitzung bis zu dem Punkt, an dem strukturelle Brüche im System sichtbar werden, gefolgt von einem geldpolitischen Schwenk. Aber diesmal lässt die US Fed wie auch andere Zentralbanken verlauten, dass sie die Zinserhöhungen lediglich aussetzen wollen, anstatt zu einem neuen Zinssenkungszyklus zurückzukehren.

Ich persönlich bezweifle nicht, dass sie genau das versuchen werden. Aber wenn uns die Vergangenheit etwas gelehrt hat, dann, dass das Maß an Kontrolle, welches die Zentralbanken (ebenso wie andere politische Akteure) über das komplexe System Wirtschaft haben, geringer ist als sie glauben. Dabei ist der Cocktail aus hohen Nominalzinsen in unseren stark verschuldeten Volkswirtschaften in Verbindung mit einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum ein perfektes Rezept für eine ernsthafte Krise. Und ich bezweifle, dass die Anleger ein solches Szenario eingepreist haben...

Ein Blick auf die Immobilienmärkte z.B. zeigt, wie die langanhaltende Phase der Null-Zins-Politik die Hauspreise weit über die Wachstumsrate der Einkommen hinaus in die Höhe getrieben hat. Dies wiederum hat zu einem Einbruch der Erschwinglichkeit geführt, der sich in einem weltweit stark gestiegenen Verhältnis zwischen Hauspreisen und Einkommen ausdrückt.

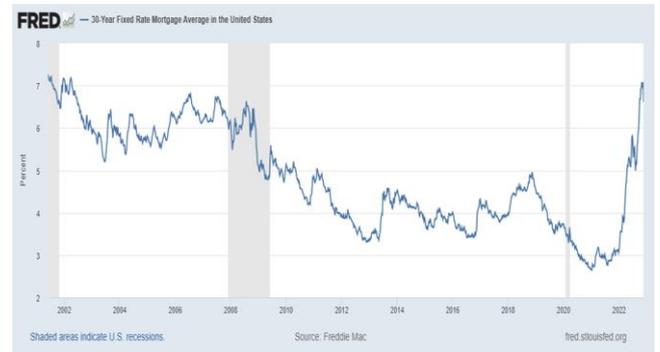


Immobilienpreise relativ zu verfüg. Einkommen, @RichardDias\_CFA, [Twitter](#), 11OKT2022



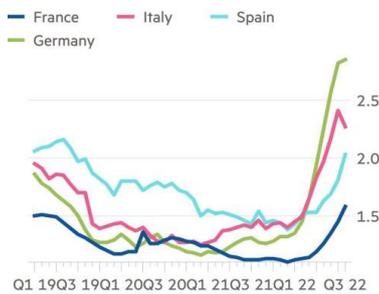


Diese gesunkene Erschwinglichkeit wird durch steigende Kreditkosten noch verstärkt. So sind z.B. die 30-jährigen Festhypothekenzinsen in den USA von 2,8% Anfang 2021 auf inzwischen fast 7% gestiegen. Die weite Verbreitung dieser Finanzierungsart schützt zwar bestehende Kreditnehmer vor steigenden Zinsen, aber für neue Käufer wird die Erschwinglichkeit weiter reduziert.



Durchschnittl. 30-j. Hypothekenzinsen USA, [FRED - St. Louis Fed](#)

Cost of borrowing for households for house purchase (moving average)



Source: European Central Bank © FT

[Financial Times](#), 3NOV2022

Die Situation in Europa ist ähnlich. Auch auf dem Kontinent herrschen meist längerfristige Finanzierungsvereinbarungen vor, die die Kreditnehmer bis zu einem gewissen Grad vor plötzlichen Zinserhöhungen schützen. Am meisten werden wohl Immobilienbesitzer in Großbritannien leiden, da die Hypothekenzinsen dort überwiegend variabel sind, was selbst für bestehende Eigentümer die Wohnkosten sofort in die Höhe treibt. Doch unabhängig davon, ob die Anpassung kurz-, oder eher mittel- bis langfristig erfolgt, ist es offensichtlich, dass die ansteigenden Hypothekenzinsen die Mittel für andere Ausgaben einschränken.

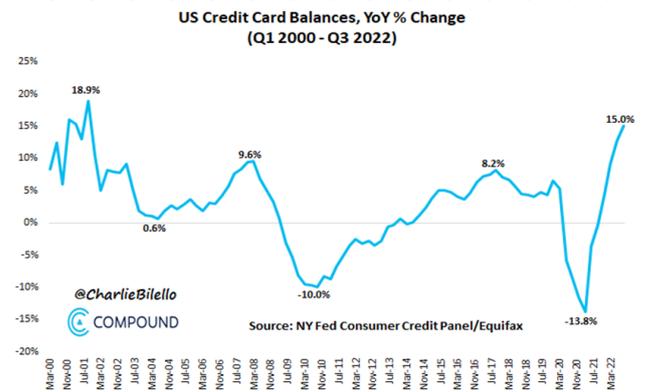
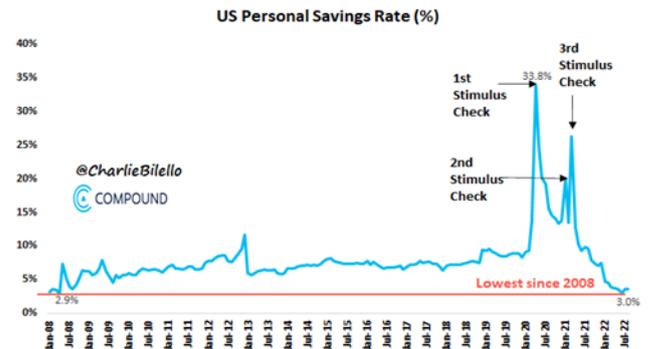
Wenn wir an Wohnkosten, Lebensmittel oder Energie denken, sind dies Kategorien, die Ökonomen zu den nicht-diskretionären Ausgaben zählen. Natürlich können wir bei den Lebensmittelkosten sparen, indem wir unsere Ernährung oder die Lebensmittelqualität ändern, aber wir müssen trotzdem essen. Ebenso müssen wir unsere Hypotheken bedienen oder Miete zahlen, um eine Zwangsvollstreckung oder das Risiko einer Zwangsräumung zu vermeiden.

Da die nominalen Einkommen langsamer steigen als die Inflation, bedeutet dies, dass wir unsere diskretionären Ausgaben einschränken müssen. – Brauchen wir wirklich Netflix, Disney+, Hulu, Sky oder einen der anderen zahlreichen Streaming-Dienste, oder reicht einer nicht aus? – Müssen wir so oft in Urlaub fahren oder auswärts essen gehen, oder sollten wir lieber zu Hause bleiben / essen? – Brauchen wir wirklich mehr neue Kleider oder den neuen Fernseher, das neue Smartphone oder das neue Auto, wenn das alte noch gut funktioniert?



Haushalte können den Kaufkraftverlust abfedern, indem sie auf Ersparnisse zurückgreifen oder ihre Schulden erhöhen, was bereits geschieht, wie die Diagramme auf der rechten Seite zeigen.

Ein nachhaltigerer Weg, dem erlebten Kaufkraftverlust zu begegnen, ist jedoch die Forderung nach höheren Löhnen und Arbeitsentgelten. Dies führt zu der gefürchteten Lohn-Preis-Spirale, die die Zentralbanken zu verhindern suchen, indem sie die Zinsen länger hochhalten, mit dem impliziten Ziel, die Gesamtnachfrage so weit zu senken, dass der herrschende Preisdruck nachlässt. Und dies wiederum führt genau zu dem Stagflations-szenario (wirtschaftliche **Stagnation** gekoppelt mit **Inflation**), über das ich in den letzten Ausgaben der SR schon geschrieben habe.



US-Sparquote (oben) – US Kreditkartenschulden (unten)  
Charlie Bilello, 21NOV2022



Ich könnte so fortfahren, möchte aber nicht, dass dies zu negativ klingt. Letzten Endes erfordern veränderte Umstände wie immer einen Anpassungsprozess, der bereits begonnen hat und wohl irreversibel ist, und ich bin optimistisch, dass die Menschheit das Beste daraus machen wird. Aber ich bezweifle ebenfalls nicht, dass wir die Gürtel werden enger schnallen müssen, und dies eine längere Periode mit geringem bis negativem Realwachstum nach sich ziehen wird. Ebenso ist zu erwarten, dass dieser Prozess in den entwickelten Volkswirtschaften mit einer Umverteilung vom Faktor Kapital zum Faktor Arbeit einhergehen wird, was meiner Meinung nach das kommende Jahrzehnt an den Finanzmärkten für die Anleger weitaus schwieriger machen wird als das vergangene.

Und so finde ich es angesichts unserer hochgradig fremdfinanzierten Volkswirtschaften sowie unseres Finanzsystems schwer verständlich, wie entspannt die Anleger in Bezug auf die steigenden Kapitalkosten sind. Die Auswirkungen von Niedrig-, Null- oder sogar Negativzinsen auf die Bewertungen von Finanzanlagen in der Vergangenheit dürfen einfach nicht unterschätzt werden. Wie Michael Lewitt in seinem Credit Strategist Blog kürzlich feststellte:



*“Niedrige Zinssätze senkten den IQ zusammen mit dem Wert der Finanzinstrumente, die sie ausschweifend machten, was die Menschen dazu veranlasste, wertlose SPACS und Kryptowährungen, stark überbewertete IPOs, noch stärker überbewertete Aktien nach deren Börsengang und ungeheuerlich überbewertete Kreditinstrumente aller Art zu kaufen. Jetzt werden die Kosten des Geldes von den Zentralbanken angepasst, weil sie die Kontrolle über die Inflation verloren haben (sie haben die Kontrolle über die Inflation – insbesondere die Inflation der Finanzwerte – schon vor langer Zeit verloren).*”

*Die Anleger müssen sich erst noch an die Kosten des Geldes gewöhnen, die nicht auf Null (oder unter Null) zurückgehen werden, es sei denn, es kommt zu einer weiteren Finanzkrise (was, wenn man sich die Staatsfinanzen ansieht, durchaus möglich ist, aber das ist ein Thema für einen anderen Tag). Vorerst werden die Zinssätze deutlich über Null bleiben, und das bedeutet, dass alle Annahmen, die öffentliche und private Akteure dazu veranlasst haben, Billionen von Dollar zu leihen, auf den Prüfstand gestellt werden (und die Kreditnehmer werden bei diesen Tests durchfallen).”*

**Warren Buffett** hat dies mit Weisheit und Witz bekanntlich so formuliert: *“Erst mit der Ebbe stellt man fest, wer nackt geschwommen ist.”* – Der Absturz unrentabler Tech-Aktien, den die Anleger des ARK Innovation ETF von Cathy Wood zu verkraften hatten, der Zusammenbruch hochfliegender Meme-Aktien oder die jüngsten Probleme im Krypto-Land zeigen, dass seine Aussage so zutreffend ist wie eh und je.



ARK Innovation ETF, NYSE, [investing.com](https://www.investing.com)

Dies war das Ergebnis von 30 Billionen USD QE (= Quantitative Easing, die Bezeichnung für die Programme der Zentralbanken zum Aufkauf von "Vermögenswerten", wobei es sich bei den fraglichen "Vermögenswerten" meist um Anleihen handelte, die in Wirklichkeit Verbindlichkeiten sind): Risikolose "Vermögenswerte" wurden von den globalen Zentralbanken ohne Rücksicht auf Preis und Rendite aufgekauft, so dass die Verkäufer dieser Anleihen über frisches Geld verfügten, das sie in risikoreichere Anlagen investieren konnten, die zumindest eine reale Rendite versprachen, bei doch sicherlich überschaubaren Risiken.

Und wozu hat das geführt?





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Alternative Asset Holdings of World's Largest Investors



Source: Documents from funds within top 15 by assets that disclose holdings, as ranked by Thinking Ahead Institute.  
 Notes: All disclosures from 2022 except most recent CIC and ADIA data from end of 2020. ADIA data from 2009 in place of 2008. Chart excludes Federal Retirement Thrift, which held no alternatives, and five others that do not disclose.

Bloomberg

[Bloomberg](#), 14OKT2022

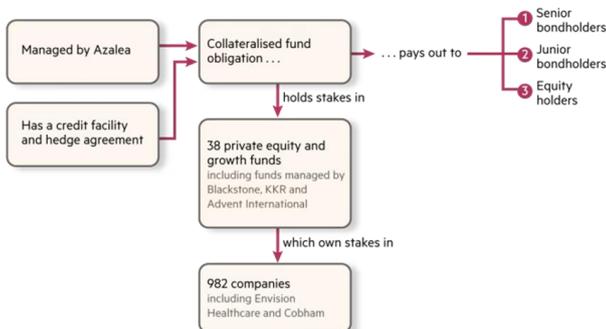
Ein Blick auf die Grafik auf der linken Seite zeigt die Allokation der weltweit größten Investoren, d.h. Staatsfonds und Pensionskassen, in alternative Anlagen (vor allem Private Equity & Credit, Hedgefonds, usw.). Diese gelten als sophisticated Investoren, die in ihren Auswahl- und Allokationsteams zahlreiche Finanzexperten und Manager beschäftigen, und alle haben ihre Allokation in alternative Anlagen erhöht, einige wie Kanadas CPPIB sogar um 50%.

Und jetzt, mit der beginnenden Ebbe, wird das wahre Ausmaß der Unanständigkeit allmählich offenbart. Ein Blick auf die Liste der großen Investmentfirmen, die das kürzlich implodierte Krypto-Imperium FTX finanziert haben, gibt einen Vorgeschmack. Wenn Unternehmen wie Sequoia Capital, Tiger Global, SoftBank, Temasek Holdings, BlackRock oder Thoma Bravo, die Hunderte von Milliarden AuM verwalten, ihre Investitionen gründlich geprüft hätten, wie konnten sie dann nicht misstrauisch werden, sondern stattdessen Hunderte von Millionen an Investorengeldern verlieren?

Und wie reagiert die Branche – kaum unvorhersehbar – darauf? – In Anlehnung an die Lehman Finanzkrise erwarte ich im kommenden Jahr die Enthüllung von Verlusten im Bereich Private Equity / Credit. Ein kürzlich erschienener FT-Artikel mit dem Titel "[Wie Private Equity sich selbst verbrieft hat](#)" könnte ein Vorbote dazu sein. Darin wird beschrieben, wie die Branche mit großem Nachdruck versucht, PE-Fonds in so genannten CFO (Collateralized Fund Obligations) zu bündeln, die *"in gewisser Weise eine Private-Equity-Variante von "Collateralized Debt Obligations" sind, den Bündeln von hypothekarisch gesicherten Wertpapieren, die erst ins öffentliche Bewusstsein gelangten, als sie während der Finanzkrise 2008 Verwüstung anrichteten."*

### Inside a collateralised fund obligation

The structure run by Azalea, a unit of Singapore's Temasek



Sources: company bond prospectus, May 2022; FT research © FT

This is a simplified illustration of the structure

[Financial Times](#), 25NOV2022

Der Artikel über das, was ein Branchenkenner als *"den farbenfrohen Traummantel der Fondsfinanzierung"* bezeichnet hat hält fest: *"Die CFOs führen eine neue Ebene der Hebelwirkung in eine Privatkapitalbranche ein, die bereits auf Schulden aufgebaut ist."* Es handelt sich dabei um ein Portefeuille von PE-Fonds, die verbrieft und in verschiedene Tranchen mit unterschiedlicher Seniorität bezüglich ihres Anspruchs auf Cashflows aus den zugrundeliegenden Investitionen aufgeteilt sind.

Mit anderen Worten sind dies Finanzkonstrukte die im Wesentlichen wie ihre Vorgänger dabei helfen, Sch... zu Gold zu machen, da die vorrangigen Tranchen wenig überraschend A-Ratings erhalten.

Für Private-Equity-Gruppen ist dies nur eine weitere Möglichkeit, risikobehaftete Investitionen aus ihren Büchern zu bekommen und sich neue Mittel zu beschaffen. Schließlich heißt es in dem Bericht weiter: *"Die Bedingungen, die den Private Equity Boom angeheizt haben, haben sich umgekehrt. Buyout-Fonds sind seit mehreren Jahren auf Einkaufstour und haben eine Rekordzahl von Unternehmen zu horrenden Bewertungen gekauft, von denen einige nun vor einer ungewissen Zukunft stehen, da ein wirtschaftlicher Abschwung einsetzt und die Kreditkosten steigen."* – Grund genug, um sie loszuwerden...

Und wieder wenig überraschend: *"Bislang sind die CFOs von vielen behördlichen Prüfungen verschont geblieben, was zum Teil daran liegt, dass es sich um private Angebote handelt, bei denen kaum öffentliche Unterlagen eingereicht werden müssen."* – Meine Zweifel an der Qualität der Due-Diligence-Prüfung durch die Käufer dieser CFOs wird hier wohl kaum überraschen... – Und nachdem auch hieraus das ganze Ausmaß an Verlusten offensichtlich geworden sein wird, wird dies in einer weiteren Runde strenger Regulierung resultieren, die für die wahren Verursacher viel zu spät kommt, aber das Leben für den einfachen Vermögensverwalter, der mit solchen strukturierten Produkten nie etwas zu tun hat, schwieriger und teurer machen wird... – Aber auch das ist leider keine neue Erfahrung...

Die unbestrittene Tatsache ist, dass jede Periode des billigen Geldes ein Verhalten bewirkt, bei dem Investitionen hinsichtlich ihres relativen Wertes getätigt werden, untermauert durch rosige Aussichten, während man sich die Nase über das potenzielle Risiko zuhält.

Das Problem ist nur, dass das Geld nicht mehr billig ist!



Source: [Hedgeye](https://www.hedgeye.com/)



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Chart 7 Long term charts of tech...

Tech vs S&P 500 price relative



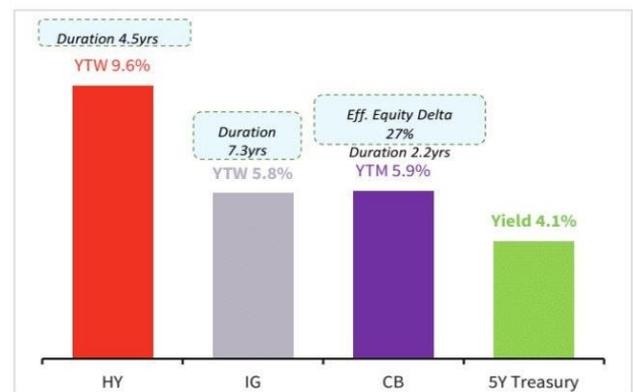
Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, Global Financial Data  
BofA GLOBAL RESEARCH

The Macro Tourist Private Twitter Feed Recap, 20OKT2022

In diesem Zusammenhang bleibt festzuhalten, dass TINA (There Is No Alternative (zu Aktien und alternativen Anlagen)) bis auf Weiteres vom Dienst suspendiert wurde. Denn zum ersten Mal seit einer gefühlten Ewigkeit bieten Anleihen zumindest im USD-Bereich eine risiko-ärmere liquide Anlagealternative, was – verbunden mit der Erwartung nachlassenden Inflationsdrucks – zur jüngsten Konsolidierung des Renditeniveaus geführt hat. Dies gilt auch für EUR-Anleihen und –Festgelder, die zumindest wieder positive Renditen offerieren.

Aber liegt das Schlimmste nicht schon hinter uns? – Sicher, alles ist möglich, und in diesem Zyklus sind viele Dinge geschehen, die ich für unmöglich gehalten hatte. Aber ich halte es für unwahrscheinlich und würde keinesfalls mein eigenes oder das hart verdiente Geld unserer Anleger auf ein solches Szenario setzen. Stattdessen erwarte ich, dass der Rotationsprozess von Tech / Wachstum / Immateriellen zu Substanz / Value / Materiellen Anlagen anhält, und diese Erwartung bestimmt auch weiterhin die Allokation und Portfolio-positionierung des **IASF**.

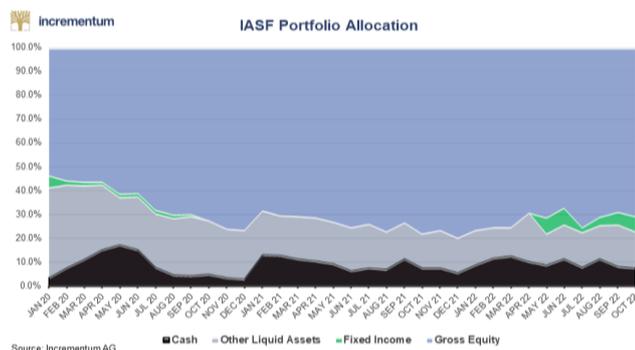
FIGURE 12. There are credible alternatives to equities



YTM for CB is defined as Max(CY, YTP, YTM). Values as of 10/12/2022  
Source: Bloomberg, Barclays Research

The Macro Tourist Private Twitter Feed Recap, 19OKT2022

Und so hat auch der **IASF** begonnen, eine bislang noch kleine Position in USD-Anleihen aufzubauen, deren Renditeniveau u.M.n. in den kommenden Jahren über der Inflationsrate liegen wird. Der Großteil unserer Portfolioallokation besteht jedoch weiterhin aus Aktien, und hier wiederum aus Themen und Einzelwerten, die attraktiv bewertet sind.

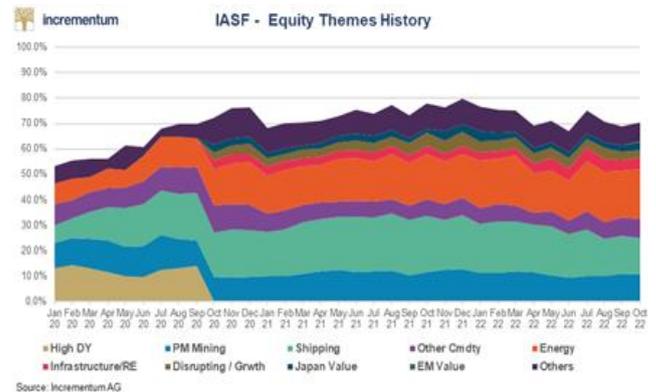




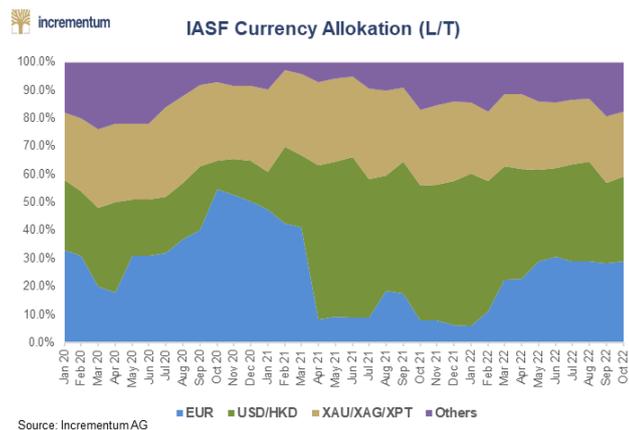
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Unsere Aktienthemen werden weiterhin von **ENERGIE** und **SCHIFFFAHRT** angeführt, wo wir mittelfristig weiter makro-ökonomischen Rückenwind sehen, auch wenn die Allokationen aufgrund von Gewinnmitnahmen zuletzt reduziert wurden. **EDELMETALLPRODUZENTEN** sind weiterhin Bestandteil der Allokation, da wir steigende Edelmetallpreise erwarten, die der Hauptantriebsfaktor für den Sektor sind.



**SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** umfasst hauptsächlich diversifizierte Unternehmen mit Schwerpunkt auf Kupfer sowie Düngemittelproduzenten. **VERSCHIEDENE** ist ein Sammelsurium von "Bottom-up"-Selektionen, die nicht ohne weiteres in die großen Themenkörbe passen, aber aus unserer Sicht „Value“ bieten, also eine attraktive Kombination von Wertsteigerungspotenzial und Dividenden. Auch das Thema **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** hat inzwischen die 5%-Schwelle überschritten.



**EDELMETALLPRODUZENTEN** waren nicht nur selten so günstig bewertet wie derzeit, sondern helfen uns auch bei der Diversifikation unserer Währungsallokation. Denn wir sehen Gold und Silber als monetäre Metalle an, und beziehen daher auch deren Produzenten in unsere **XAU/XAG/XPT (Gold/Silber/Platin)**-Allokation mit ein, die wie die Grafik zeigt ein nachhaltiger Bestandteil unserer Währungsallokation ist.

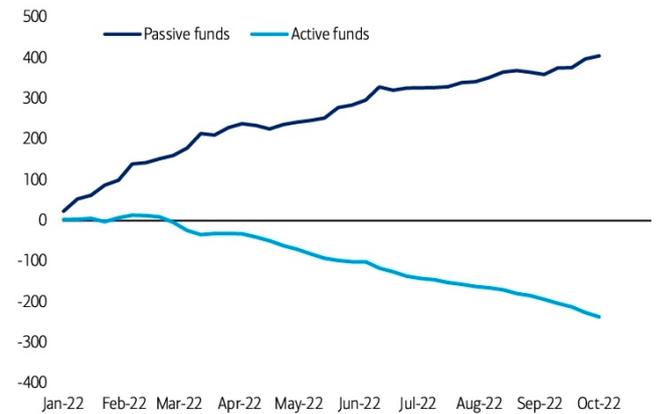


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Wir operieren nach wie vor in einer Welt, die von passiven Investitionen dominiert wird. Hier wollen wir eindeutig einen Unterschied machen. – Was zeichnet unseren aktiven Anlageansatz aus? Zum Beispiel die Tatsache, dass wir in unserer Vermögensallokation kaum Indexfonds verwenden, oder dass unsere Aktienallokation in keinsten Weise Index-nah gestaltet ist, oder dass wir unsere Fremdwährungsallokation durch FX-Overlays aktiv managen, oder einfach durch weit über 800 Einzeltransaktionen, die wir in diesem Jahr bisher registriert haben.

**Chart 14: Inflows to passive funds > outflows from active funds in '22**  
Cumulative flows to equities in 2022: active vs passive (\$bn)

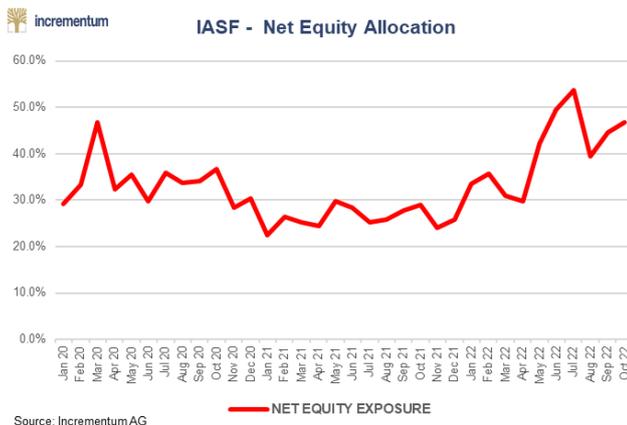


Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

BofA GLOBAL RESEARCH

@DylanLeClair\_, [Twitter](#), 8OCT2022

Ein weiterer Beleg für unser aktives PM ist unsere Netto-Aktienquote, die zwischen 20% und 60% geschwankt hat. Dies wurde einerseits durch die Chancen bestimmt, die wir in unseren (Long-)Aktienpositionen sahen, sowie durch das Ausmaß, in dem wir den Gesamtmarkt als überbewertet und damit die Notwendigkeit von Aktien-Index-Absicherungen sahen. Letztere sind dabei kein Dauerzustand, und wir hoffen, dass wir bald alle unsere Absicherungen auflösen können, wie wir es bereits einmal für einige Wochen im März 2020 getan haben.



Source: Incrementum AG

Aktiv haben wir auch die Ernte von Risikoprämien durch den Verkauf gedeckter Optionen betrieben. Die zuletzt gestiegene Volatilität hat dazu geführt, dass wir bis Ende Oktober ca. 7% der Gesamtperformance des Portefeuilles durch die Vereinnahmung von Optionsprämien erwirtschaftet haben, obwohl wir selten mehr als 10% der zugrunde liegenden Vermögenswerte im Risiko hatten. Diese aktive Strategie des Schreibens von gedeckten Optionen ist auch der Hauptgrund für die mehr als 800 Einzeltransaktionen, die wir in diesem Jahr bisher abgewickelt haben, da wir dieses Instrument häufig zum Rebalancing unserer Allokationen eingesetzt haben.

Und vor welchen Herausforderungen stehen wir nun, Ende November, da ich mit Hochdruck versuche, diesen Kommentar zu beenden? Zu bestimmen

- ob die Baisse an den Aktienmärkten vorbei ist (wir glauben, dass sie es nicht ist),

- ob der USD eine Trendwende erfahren hat und von hier aus in einen längerfristigen Bärenmarkt eintritt (wir glauben (noch) nicht),
- ob unsere aktuellen Anlagethemen noch genügend Rückenwind bieten, um die derzeitige Allokation zu rechtfertigen, und wie wir die neueren Themen mit wertsteigernden Titeln auffüllen können.

Ich hoffe, dass dieser letzte Teil des Berichts unseren Anlegern geholfen hat, besser zu verstehen, wie die außergewöhnlichen Ergebnisse dieses Jahres erzielt wurden, die, wie ich fürchte, kaum zu wiederholen sein werden – obwohl wir es sicherlich versuchen werden. Und denken Sie bitte bei allem, was ich in diesem Bericht kommentiert habe, daran:

**DIES IST KEINE ANLAGEBERATUNG!**

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

Zu guter Letzt möchte ich Sie noch auf ein [Interview](#) aufmerksam machen, welches Stanley Druckenmiller am 28. September 2022 auf CNBC gab, das wie immer absolut sehenswert ist.

Und damit möchte ich diese Herbst-Ausgabe meiner Seasonal Reflections abschließen. Wie immer freue ich mich über jegliches Feedback [per E-Mail](#) und danke Ihnen allen für Ihr Interesse und unseren Investoren für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung. Und in Anbetracht der Jahreszeit wünsche ich Ihnen eine **schöne Vorweihnachtszeit, frohe Festtage und einen guten Start ins Jahr 2023!**

Herzliche Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

Hans G. Schiefen

=====

**Hans G. Schiefen**

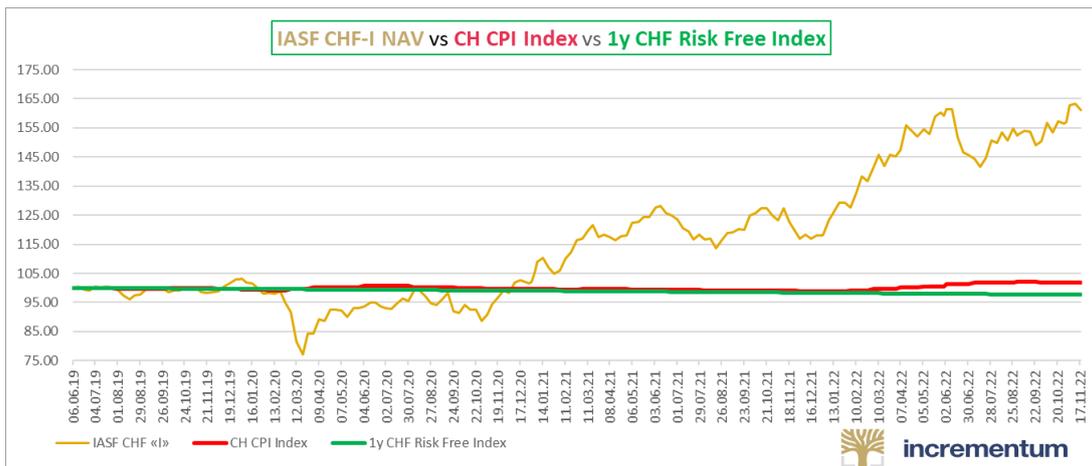
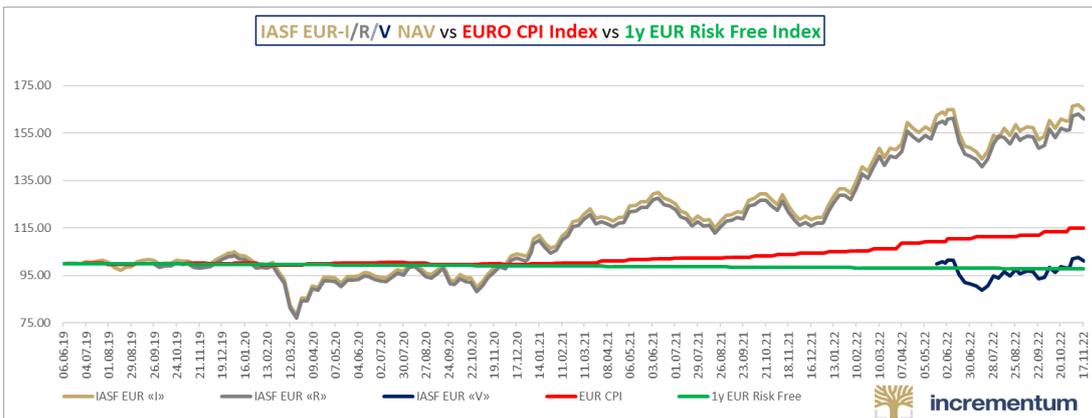
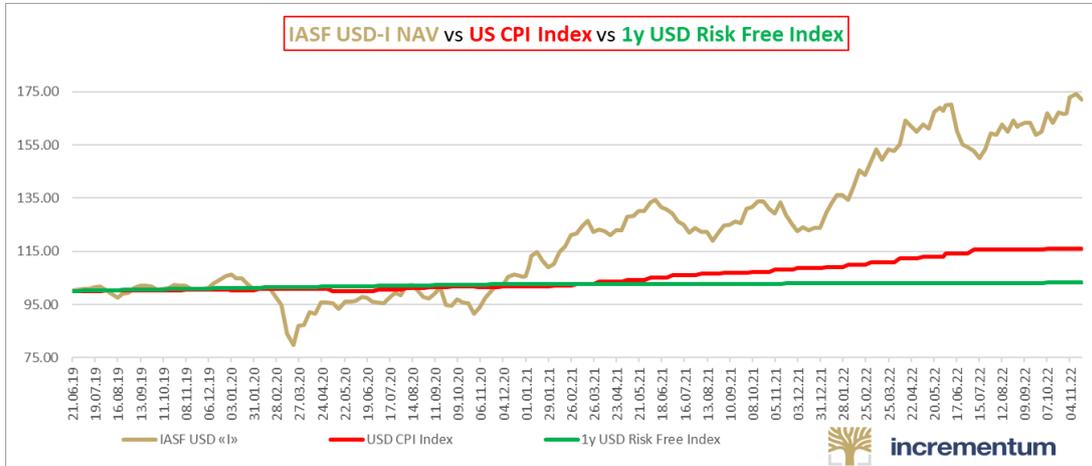
Partner & Fund Manager  
Incrementum AG  
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)  
Tel.: +423 237 26 67  
Mail: [hgs@incrementum.li](mailto:hgs@incrementum.li)  
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Appendix \*



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31AUG2022), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile) auf indexierter Basis.



## IASF – 8 Investment Lektionen des 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 Ertragserwartungen ausfallen (und umgekehrt), was dem Kern des Value Investing entspricht.
3. Kapitalerhalt ist die *Conditio Sine Qua Non*, und eine konsistente und langfristig ausgelegte Anlagestrategie ist wichtiger als das kurzfristige Verfolgen von Trends und Momentum.
4. Daher sollte man immer wissen wann man spekuliert oder wann man investiert.
5. Die grundlegendsten und effektivsten Instrumente des Risikomanagements sind eine gute Diversifikation sowie die Fähigkeit liquide Mittel halten zu können.
6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten, Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.
7. Beachte Anreize und Motivation: Wahre Interessenkongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg; 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](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.

