

2025 / 02

Seasonal Reflections

Chaos-Tage

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

die Jahreszeit hat schon wieder gewechselt und der Frühling Einzug gehalten. Damit geht wie in jedem Jahr eine spektakuläre Blüten- und Wachstumsexplosion einher, die das Bild unserer Welt nahezu täglich verändert... - Ähnlich rapide Veränderungen, die teils chaotisch anmuten, haben wir in den vergangenen Monaten an der geo-politischen Front erlebt, wo Trump 2.0 aber im Gegensatz zum jahreszeitlichen Trend für reichlich Eintrübungen gesorgt hat. Und diese haben zuletzt auch an den Finanzmärkten zunehmend ihre Spuren hinterlassen, und es wird augenscheinlich, dass wir in allen wichtigen Anlageklassen signifikante Trendwechsel erleben.

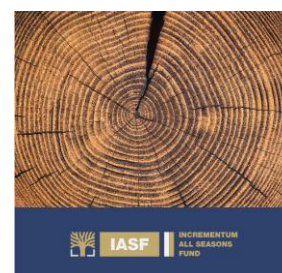


Frühlingsgarten, Schaan, 3.4.2025

Die Winterausgabe meiner *Seasonal Reflections* musste ich noch mit der Feststellung eröffnen, dass das Jahr 2024 für IASF-Investoren mehr Schatten als Licht brachte. Gleichzeitig ist wichtig zu sehen, dass auch dies ein wechselnder Zustand ist. Denn wenn wir auf den Jahresstart 2025 zurückblicken, dann sind wieder Aufhellungen zu erkennen über die ich in der Folge ebenfalls berichten werde.

Inhaltsverzeichnis (**Rote Passagen** sind aktive Weblinks und alle Übersetzungen meine):

- Bericht zur FONDS professionell 2025	S. 2
- FAQ zum IASF und zur Incrementum	S. 3
- Big Picture – Makroobservationen	S. 7
- Was bedeutet dies für die IASF-Positionierung	S. 18
- Portfolio Management-Update	S. 23
- Schlussbemerkungen	S. 30



Besuchsbericht und Gedanken zur FONDS professionell 2025

Am 29. und 30. Januar hatte ich das Vergnügen, zusammen mit meinen Fondsmanager-Kollegen Mark Valek, Christian Schärer und Ronni Stoeferle (v.l.) am [FONDS professionell](#) Kongress in Mannheim teilzunehmen. Mit über 200 Ausstellern aus der Finanzbranche, hauptsächlich Fondsgesellschaften, aber auch Versicherer und Datenanbieter, bietet der Kongress Besuchern die Gelegenheit sich einen Überblick über die Branche und die aktuell relevantesten Themen zu verschaffen, wie auch den direkten Kontakt mit uns Portfoliomanagern aufzunehmen.



Incrementum-Stand 158, am Morgen des 29.1.2025, unser Foto

Das meistdiskutierte Zitat aus der Vielzahl der Vorträge und Präsentationen am Kongress war wohl *„Die wirtschaftliche Lage in Deutschland ist schlechter als die Stimmung“*. Es stammte von *Veronika Grimm, Mitglied im Sachverständigenrat der Bundesregierung, im Gespräch mit Entertainer Harald Schmidt über die Situation der deutschen Wirtschaft und die Perspektiven für das Land* ([Kongress-News, 29.01.2025](#)), die diese Bewertung auf die Auswirkungen der Corona- und Energiekrise sowie den demographischen Wandel zurückführte. – Die Lösung? Mehr investieren plus Steuersenkungen – bei gleichzeitiger Einhaltung der Schuldenbremse...

Ich war bei diesem Gespräch nicht im Publikum und beziehe mich daher auf den Bericht des Veranstalters sowie das Feedback von Anwesenden. Dabei stellt sich mir die Frage, wie das alles finanziert werden soll. – Ob *„Mittel aus Reformen der sozialen Sicherungssysteme, etwa beim Arbeitslosengeld, dem Bürgergeld und der Rente“* ausreichen und politisch durchsetzbar sind, scheint doch höchst fraglich. Und so ist dann auch in der Zwischenzeit, noch unter der alten Regierung und mit Hilfe der neuen Koalitionspartner, ein massives ~~Schulden~~-Sondervermögen-finanziertes Investitionspaket verabschiedet worden, das zumindest kurzfristig wieder Wachstum und bessere Stimmung in Aussicht stellt.

Diese „Lösung“ überrascht wohl kaum und unterstreicht die Relevanz des folgenden Zitats des Credit Strategist, Michael Lewitt: *„Es ist unmöglich, das wachsende Ausmass der weltweiten Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors objektiv zu betrachten und zu einem anderen Schluss zu kommen als dem, dass (a) die gesamte Verschuldung niemals zurückgezahlt werden kann, (b) sie ein Hindernis für das Wirtschaftswachstum darstellt, (c) sie das Ergebnis von schlechtem Wirtschaftsmanagement und politischer Feigheit ist und (d), wenn sie andauert, zu Krisen, Katastrophen und unermesslichem Leid führen wird.“* ([The Coming Crisis](#), The Credit Strategist, April 2025)



Für mich als Fondsmanager bot der Besuch beim Fondskongress jedoch vor allem die Gelegenheit in den direkten Austausch mit IASF-Investoren, wie auch denen die es möglicherweise noch werden wollen, zu gehen, was ich grundsätzlich sehr schätze. Bevor ich jedoch weiter darüber berichte, bitte ich Sie wie üblich folgendes zu beachten:



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

FAQ zum IASF und zur Incrementum

Grundsätzlich stellt sich sicher die Frage, ob Grossveranstaltungen wie der Fondskongress eine effiziente Plattform für den Austausch mit unseren Investoren darstellen, eine Frage, die ich tendenziell eher mit Nein beantworten würde, wenn man Zeitaufwand und Kosten berücksichtigt. Dennoch gab es bei diesem Anlass, wie auch bei unserem IASF-Webinar vom 27. März Stellungnahmen und Feedback, welche ich unter der obigen Überschrift nochmals erörtern möchte.

Eine Frage, mit der ich schon im letzten Jahr immer wieder konfrontiert wurde, bezieht sich auf die „nicht zufriedenstellende *Fondsperformance*“, die mir z.B. so im Anschluss an das Webinar gestellt wurde, aber inhaltlich in ähnlicher Form auch während des Fondskongress.

Historische Wertentwicklung pro Kalenderjahr in % (per 18.05.2025)

Jahr	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD
2025	3.92	-1.60	2.90	-2.14	0.42								3.40
2024	-1.08	-3.16	5.95	5.32	2.29	-3.80	2.64	-3.59	1.07	-1.07	-3.11	-3.64	-2.84
2023	5.91	1.64	-0.28	-1.63	-4.54	-1.99	4.76	-0.09	3.85	-1.02	-2.90	1.29	4.53
2022	9.64	5.75	6.52	4.73	4.86	-8.52	3.44	1.18	-1.36	4.44	4.79	-1.61	37.95
2021	2.85	10.72	1.10	0.37	5.46	0.43	-5.28	-1.60	7.40	0.10	-4.81	-0.70	15.93
2020	-4.67	-3.13	-11.39	10.12	0.46	0.07	2.12	-0.70	-2.99	-3.50	11.65	3.10	-1.01
2019						-0.16	1.58	-2.56	2.54	-0.34	-1.21	4.73	4.49

Auflage: 06.06.2019

[Tagesaktuelles IASF-EUR-I-Factsheet der Fondsleitung](#)

Ich frage mich in diesem Zusammenhang häufig was wohl den Grad der Zufriedenheit hinsichtlich unserer Fondsperformance bestimmt und vermute, dass dieser wohl eher von relativen Vergleichen geprägt wird. So herrschte im Jahr 2022 ein hoher Grad an Zufriedenheit bei den Investoren, während das im vergangenen Jahr so gar nicht der Fall war. Dabei gerät jedoch oft in Vergessenheit, dass der IASF ein vermögensverwaltender Fonds mit einer sehr individuellen, aktiven und globalen Multi-Asset-Anlagestrategie ist - und damit ein „Absolute Return“-Mandat. Das führt zwangsläufig dazu, dass es Jahre gibt, in denen die Performance hinter einem reinen Aktien- oder Thème du jour-Fonds hinterherhinkt.

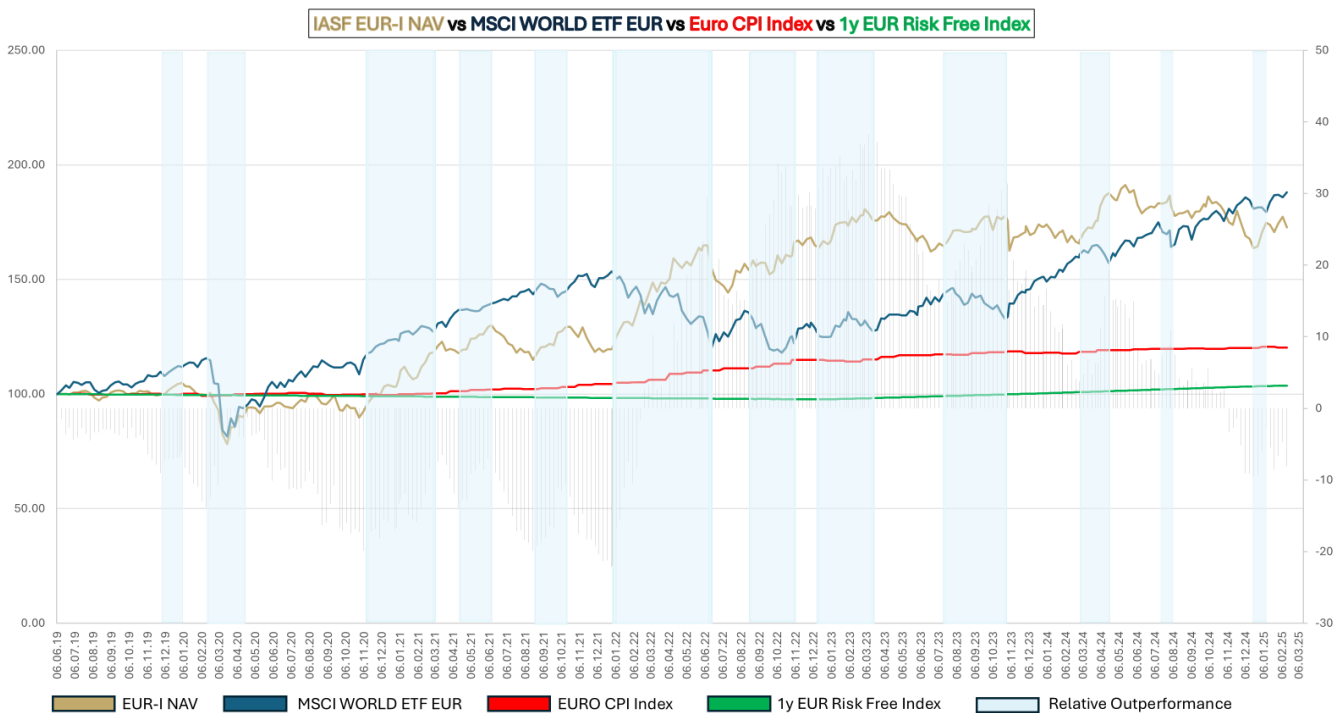




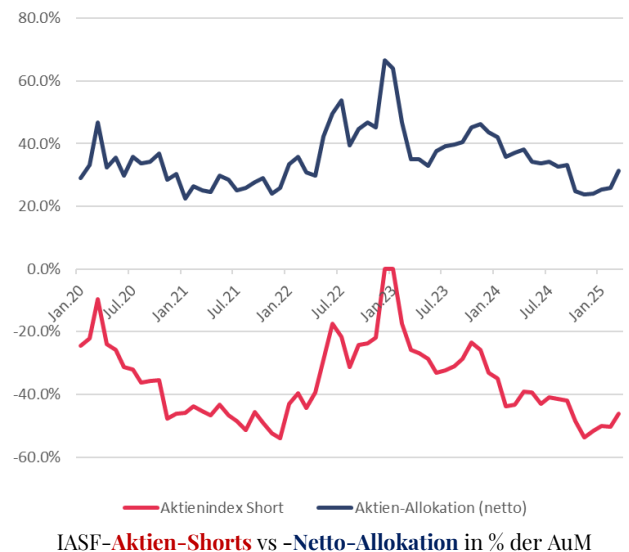
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Dies haben wir im jüngsten Webinar auch mittels des folgenden Charts zu verdeutlichen versucht, der die Entwicklung der **IASF-EUR-I-Anteilsklasse** im Vergleich mit dem **risikolosen Zinssatz** (unter Annahme einer Anlage in 1-jährigen deutschen Staatsanleihen, jeweils zu dem am Jahreswechsel gültigen Zinssatz), dem **Eurozonen CPI Index** sowie dem **iShares MSCI World EUR Hedged UCITS ETF (Acc)**, Ticker **IBCH**, zeigt. Er verdeutlicht, dass der IASF nicht nur eine risikolose Anlage geschlagen hat, sondern auch wie angestrebt eine weit über der Inflation liegende Entwicklung genommen und damit die angestrebte Kaufkraftsteigerung der angelegten Gelder klar erreicht hat.



Und selbst im Vergleich mit dem EUR-basierten MSCI World ETF kann sich das Ergebnis sehen lassen, auch wenn es zuletzt hinter diesen zurückgefallen ist. Dieses haben wir mit einer durchschnittlichen Netto-Aktienallokation von unter 40% seit Fondsauflegung erreicht, was wiederum dazu geführt hat, dass der IASF während Aktienmarktkorrekturen wesentlich geringere oder gar keine „Drawdowns“ erfuhr und sich so, wie die hellblau schraffierten Phasen im Chart zeigen, immer wieder Perioden der Outperformance im Vergleich zum MSCI World Index ergaben.



IASF-Aktien-Shorts vs -Netto-Allokation in % der AuM

Ich habe dazu am 28. März noch folgendes als Erläuterung mit einer Investorin geteilt: *„Der IASF ist ein komplexes Gebilde, mit rund 100 Einzelanlagen, zusätzlichen Derivate-Positionen und verschiedenen Währungen. Wir versuchen dieses so zu steuern, dass wir mittel- bis langfristig für unsere Investoren Mehrwert schaffen, ohne dabei das Risiko einzugehen grössere Verluste hinnehmen zu müssen. Unser Anlageansatz hat daher in den Top-Börsenjahren nie die Sterne vom Himmel geholt, sondern v.a. in den schlechten Zeiten gegläntzt, was von langfristigen Anlegern, die ruhig schlafen möchten, normalerweise und manchmal auch nur in schlechten Marktphasen geschätzt wird. Auch wir, wie wohl jeder Portfolio Manager, unterliegen dabei Fehleinschätzungen, manchmal mehr und manchmal weniger, was zu unserem Job dazu gehört. Dennoch gehört der IASF in seiner Peer Group zu den besten Fonds, und wir werden alles dafür tun, dass dies auch weiterhin der Fall ist.“*

Diese **Resilienz in Krisenzeiten**, die wir auch im April wieder nachgewiesen haben, bildet aus unserer Sicht nicht nur das Fundament für eine zufriedenstellende langfristige Performance, sondern ist darüber hinaus auch ein typisches Charakteristikum aller Incrementum-Mandate.

Eine weitere häufig und so auch im Vorfeld des Webinars von einem Investor gestellte Frage bat um die *„Erläuterung der Wette mit den dauerhaften und hohen Short-Allokationen auf US-Indizes“*. Offensichtlich besteht diesbezüglich bei vielen Investoren immer noch der Eindruck, dass wir im IASF **grundsätzlich und permanent** (US-)Aktien-Index-Short-Positionen halten, was jedoch nicht korrekt ist.

Dieser Eindruck ist wohl v.a. der Tatsache geschuldet, dass wir seit Auflegung des Fonds 2019 und wie der Chart der IASF-Brutto- und Netto-Aktienallokation auf der vorigen Seite belegt, lediglich zweimal (im März 2020 sowie zum Jahreswechsel 2022/23) für jeweils kurze Zeit **keine** Aktienindex-Short Futures Positionen zu Absicherungszwecken hielten. Dies lag allerdings daran, dass die US-Aktienmärkte unserer Einschätzung nach schon 2019 fundamental stark überteuert waren, und wir mangels perfekter Voraussicht früher mit deutlicheren Marktkorrekturen gerechnet hatten, gegen die wir uns so zu schützen suchten. Dieser Absicherungseffekt griff jedoch nur einmal nachhaltig, nämlich im Jahr 2022, als wir die erste halbherzige Korrektur des seit 2009 anhaltenden langfristigen Aktien-Bullmarktes erlebten...

Die Zeit wird zeigen, ob sich diese unsere Einschätzung vom überteuerten US-Aktienmarkt und dessen erheblichen Korrekturpotentials als richtig erweist. Aber grundsätzlich haben unsere Short-Aktien-Futures-Positionen immer einen Aktienrisiko-mindernden Charakter, da sie unsere Netto-Aktienallokation und damit das mit der Aktienanlage verbundene Marktrisiko entsprechend reduzieren. Dabei können wir selbstverständlich nie Netto-Short sein (was schon das UCITS-Reglement untersagt), und haben bislang auch noch nie eine Netto-Aktien-Allokation gehalten, die unter 20% lag.



Ich sehe ein, dass dieser Ansatz in der Rückschau auf steigende Märkte wenig populär ist, aber sein Wert hat sich nicht nur 2022 gezeigt, und als Portfolio Manager bin ich geprägt von der Erfahrung, dass es in Extremphasen des Marktzyklus wichtiger ist das Abwärtspotential zu begrenzen als permanent das maximale Aufwärtspotential auszureizen. Grundsätzlich gilt es dabei zu berücksichtigen, dass Short-Positionen auch ein antizyklisches Element beinhalten. So gewinnen sie in einem stark steigenden Markt nicht nur automatisch an Gewicht und halten damit das Absicherungsniveau relativ stabil, sondern sie binden auch Cash für „Margin“-Leistungen, was antizyklische Verkäufe in steigende Märkte verlangt, während in fallenden Märkten Cash aus „Margin“-Zahlungen freigesetzt wird. Klar ist uns aber auch, dass besonders in inflationären Zeiten Aktienmärkte langfristig nominal an Wert gewinnen, **weshalb eine permanente Beibehaltung von Short Positionen wenig Sinn macht und auch nicht vorgesehen ist.**

Die heutige Anlegergeneration ist m.E. jedoch stark durch eine Aktienmarktentwicklung geprägt, die sich durch einen 15-jährigen Aufschwung ohne signifikante Korrektur auszeichnet.



S&P 500 (Log Chart), seit Anfang der 90er Jahre (mit Korrekturen über 25%), [investing.com](https://www.investing.com), 13.3.2025

Damit hat sich seit der Globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, in der Aktienanleger mehr als 50%ige Wertverluste hinnehmen mussten, jede Marktkorrektur als eine Chance für preiswertere Aktienzukäufe erwiesen, was in Verbindung mit zweistelligen annualisierten Wertzuwächsen die Märkte von der Dominanz der Aktienanlage geschürt hat. So stieg der MSCI World Index von seinen Tiefs im März 2009 bis zum Hoch im Februar dieses Jahres um nahezu das sechsfache Niveau (ca. 13% annualisiert), während der S&P 500 gar um das 9.4-fache ansteigen konnte (ca. 16% annualisiert), getragen von einer ungewöhnlichen Kombination aus historisch niedrigen Zinsen (und damit Opportunitätskosten) sowie deutlich gestiegenen Bewertungen.



Historisch gibt es für ein solches Mass an langfristigen globalen Kursgewinnen ohne nennenswerte Korrekturen m.E. keine Präzedenzfälle. Es ist somit kaum verwunderlich, dass die grosse Mehrzahl der Anleger bei der Abwägung von Chance und Risiko einer Aktienanlage letzteres kaum noch gewichtet. Schliesslich hat sie die Erfahrung gelehrt, dass das Risiko, welches sich in der Möglichkeit von scharfen Kursverlusten zeigt, letztlich auch nur eine Chance ist, nämlich eine Chance zuzukaufen. Das wird im Amerikanischen passend mit der Empfehlung bzw Aufforderung „Buy The Dip“ (oder BT(F)D) zum Ausdruck gebracht, die die Haltung der heutigen Anlegergeneration passend beschreibt.

Aber da die Finanzmärkte erfahrungsgemäss zyklischen Schwankungen unterliegen, können wir es mit unserer Verantwortung als Vermögensverwalter, dem Sie ihr Erspartes anvertraut haben, nicht vereinbaren ungesichert in und durch eine Phase erhöhter geo-politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit zu gehen, in der die Bewertungen extrem sind und sich der Marktzyklus klar am oberen Ende seines Trendkanals befindet.

Und damit möchte ich dieses Kapitel abschliessen und werde auf aktuelle portfolio-taktische Überlegungen weiter unten eingehen.

Big Picture - Makroobservationen

Trump 2.0 ist klar das beherrschende Thema der ersten Jahreshälfte 2025.

Man kann zur Person des US-Präsidenten stehen, wie man will, aber dass er und sein Kabinett die Welt auf eine Achterbahnfahrt mitgenommen haben, steht wohl ausser Frage. Ehrlich gesagt, kann ich wenig Neues zur Diskussion beitragen, ob die US-Regierung mit ihrer Politik einen klaren Plan verfolgt und wie sinnvoll dieser bzw. dessen Umsetzung ist. Aber ich kann meinen Eindruck als Europäer wie als Investor hinsichtlich des Geschehens der vergangenen Monate mit Ihnen teilen, was helfen mag zu verstehen, wie ich als Portfolio Manager mit der momentanen Situation umgehe.



Trump Achterbahn, [investing.com](https://www.investing.com), 6.5.2025

Donald Trump versucht seinen Wählern, den US-Bürgern sowie dem Rest der Welt zu verkaufen, dass die USA ein Opfer sind: Ein Opfer der Europäer, die sich jahrelang „umsonst“ unter dem Sicherheitsschirm der USA versteckt, und diese im Handel immer wieder durch bürokratische Beschränkungen unfair behandelt haben. Und ein Opfer Chinas, das durch unfaire Handelspolitik und auf Kosten der USA zur führenden Exportnation der Welt aufgestiegen ist und dabei Millionen von US-Arbeitsplätzen vernichtet hat. Das ist in meinen Augen eine sehr einseitige Einschätzung.

Als ich 1995 nach Hong Kong zog, um dort in der Folge mehr als 10 Jahre zu leben und zu arbeiten, war die Stadt noch britische Kronkolonie und das Tor zu China. Mein Bild von der Entwicklung der Handelsbeziehungen zwischen den führenden Nationen des Westens und den aufstrebenden Nationen Asiens und v.a. Chinas ist daher stark von meinen Erfahrungen in dieser Zeit geprägt. Sie begründen sich auf dem Austausch mit HNI-Kunden in Hong Kong und Asien, mit meiner späteren Frau Alexandra (sie kam 1996 nach Hong Kong und arbeitete einige Jahre für das Einkaufsbüro eines grossen deutschen Handelskonzerns), sowie vielen Freunden und Bekannten, die teils für Handelsunternehmen arbeiteten oder Repräsentanten internationaler Unternehmen waren, welche in Hong Kong / China Fuss zu fassen suchten.

In den 90er Jahren war Hong Kong der Platz, an dem sich die Vertreter von West und Ost trafen. Erstere kamen mit dem Ziel nach Asien preisgünstigere Produkte zu beschaffen, um so Margenvorteile gegenüber ihren heimischen Konkurrenten zu erlangen, oder aber um vor Ort für die asiatischen Wachstumsmärkte zu produzieren. Letztere suchten sich neue grosse Export-Märkte zu erschliessen und Arbeit für mehr als eine Milliarde Menschen zu schaffen, in dem man den vom Westen angebotenen Direkt-Investitionen Tür und Tor öffnete und Industrieansiedlungen förderte.



Hong Kong – Blick vom Victoria Peak

Persönlich habe ich dieses Verhältnis immer als ein von gegenseitigem Nutzen geprägtes erlebt. Der Westen hatte die Technologie und das Kapital, Asien bot billige Arbeitskräfte und staatliche Investitionshilfen und Subventionen. Die Vertreter der Ersteren erwiesen sich dabei nicht selten wie moderne Kolonialisten, letztere liessen ihre Arbeiter 12 Stunden- / -7-Tage-Wochen arbeiten und nahmen dazu auch eine drastische Umweltverschmutzung in Kauf. US- und europäische Expats in Hong Kong, die meist führende Managementpositionen innehatten, wohnten in den wohlhabendsten und teuersten Ecken der Stadt, schickten ihre Kinder auf internationale Schulen und verbrachten ihre Freizeit in den privaten und nur Mitgliedern vorbehaltenen exklusiven Clubs mit ihren Top-Dining, Sport- und Gesellschafts-Fazilitäten.

Ich erinnere mich gern an diese Zeit. Als Deutscher war ich von den heimischen Chinesen gut angesehen. Deutsche Industrie und Wirtschaftsstärke, aber auch kulturelle und gesellschaftliche Errungenschaften, galten als beispielhaft und nachahmenswert. Wir hatten vielfachen und regelmässigen Kontakt mit der einheimischen Bevölkerung, nicht nur mit Taxifahrern, wie der vorbeischauende Tourist, sondern beim Einkaufen, im Umgang mit Handwerkern, im Kindergarten / in der Schule und am Arbeitsplatz. Dabei habe ich die Chinesen überwiegend als pragmatisch, arbeits- und lernwillig, sowie zuverlässig und wertschätzend im Umgang mit ihren langfristigen Geschäftspartnern erlebt. Viele Expats hatten wiederum grosse Mühe mit der kulturellen Andersartigkeit der heimischen Bevölkerung und liessen nicht selten den nötigen Respekt oder gar eine Bereitschaft zur Anpassung an die lokalen Verhältnisse vermissen. – Damals erschienen mir aus meiner subjektiven Sicht die Opfer daher eher auf der heimischen, also asiatischen Seite zu stehen, wobei am Ende beide Seiten (komparative) Vorteile erlangten, was ja den freien Handel grundsätzlich auszeichnet.



Aus meiner Sicht sind die von der Trump-Regierung angesprochenen Probleme hausgemacht. Westliche Unternehmen haben ihre heimische Industriebasis aus Gewinnmaximierungsüberlegungen aufgegeben. Die westlichen Nationen haben durch die damit verbundene Produktionsauslagerung über Jahrzehnte von einem deflationären Trend profitiert, der den Kostendruck im immer wichtiger werdenden Dienstleistungsgeschäft und die Ineffizienzen eines stark wachsenden Staatsanteils und seiner wuchernden Bürokratie lange verdeckt hat. Die [Ricardo'sche These vom Nutzen komparativer Kostenvorteile](#) war schlicht zu verführerisch, solange man sich sowohl was das nötige Kapital als auch den technischen Vorsprung angeht, am Gestaltungshebel wähnte. Aber Wettbewerb wird dann unangenehmer, wenn die Konkurrenz aufholt und beginnt mit gleich langen Spiessen zu kämpfen, während die eigene Innovationsfähigkeit und der damit verbundene Wohlstand erodiert.

Was man zudem – und gerade auf US-Seite – ebenfalls gern vergisst ist, dass die Handels-(bzw. Leistungs-)bilanz nur eine Seite der Medaille ist, und dass deren Defizite mit Überschüssen in der internationalen Kapitalbilanz einhergehen. Mit anderen Worten, der Westen hat die billigen Importe aus China und anderen Niedriglohnländern mit Devisen, und hier hauptsächlich der Weltleitwährung USD bezahlt. Diese westlichen Devisen flossen in die Überschussländer wie China, wodurch sich dort wachsende Devisenreserven bildeten. Diese wiederum flossen lange Zeit von den Export-Nationen zurück in die Ursprungsländer, wo sie zur Finanzierung der ausufernden westlichen Staatsdefizite, aber auch zur Alimentierung westlicher Aktien- und Immobilienmärkte dienten. Diesem Arrangement unterlag das gegenseitige Verständnis von freiem Handel und Kapitalverkehr.

Im IASF Webinar Ende März haben wir dies für die USA mit Hilfe des untenstehenden Charts von [MI2 Partners](#) illustriert:

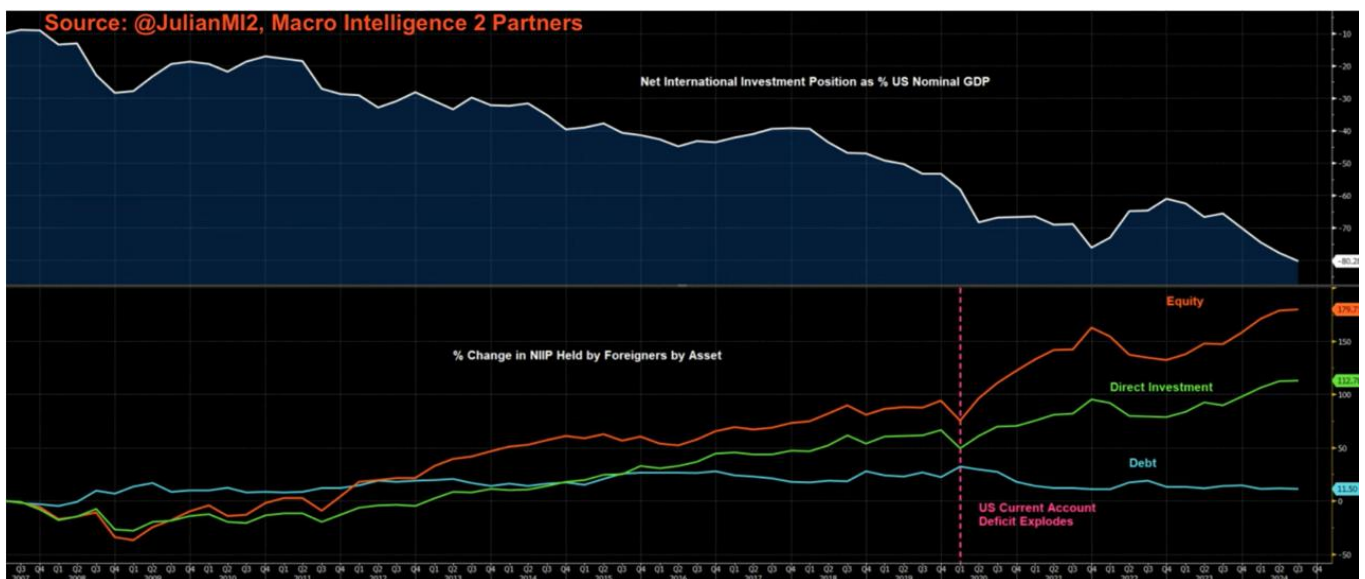


Chart oben: Net International Investment Position in % des US BSP; Chart unten: % Aufteilung der NIIIP nach Assetklassen, d.h. Staatsanleihen, Direktinvestitionen, Aktien. Quelle: MI2 Partners Julian Bridgen, [YouTube](#), 10.3.2025



So hat sich die Net International Investment Position der USA seit der Globalen Finanzkrise von -10% auf -80% (oder -23.4 Bio. USD) des BSP verschlechtert. Und wie die untere Hälfte des Charts zeigt, flossen die entsprechenden ausländischen Investments seit Covid hauptsächlich in US-Aktien und - Direktinvestments, was aus unserer Sicht auch die „exzeptionelle“ Gewichtung von US-Aktien in internationalen Investmentportfolios erklärt.

Und dazu hat auch lange Asien einen erheblichen Beitrag geleistet. China und Asien wiederum haben auf der realwirtschaftlichen Seite den Zugang zu modernen Fertigungstechniken im Speziellen und überlegener Technologie im Allgemeinen dazu genutzt, den eigenen Wissensrückstand zu verringern und inzwischen weitestgehend auszugleichen.

Wo ist da die Ausbeutung?

Dieselbe Frage kann man im Verhältnis zu Europa stellen. Denn auch die Europäer haben, wie der Chart unten zeigt, ihre Leistungsbilanzüberschüsse mit den USA in US-Anlagen reinvestiert und damit für steigende Vermögenspreise und niedrigere Zinsen in den Vereinigten Staaten gesorgt. Insbesondere europäische institutionelle Anleger, und hier v.a. die grossen Pensionskassen, haben dabei u.a. signifikante Allokationen zu US-domizilierten Private Equity & Debt Funds aufgebaut, deren mangelnde Liquidität und Transparenz in nicht allzu ferner Zukunft wohl noch für Ernüchterung und Bedauern sorgen werden.

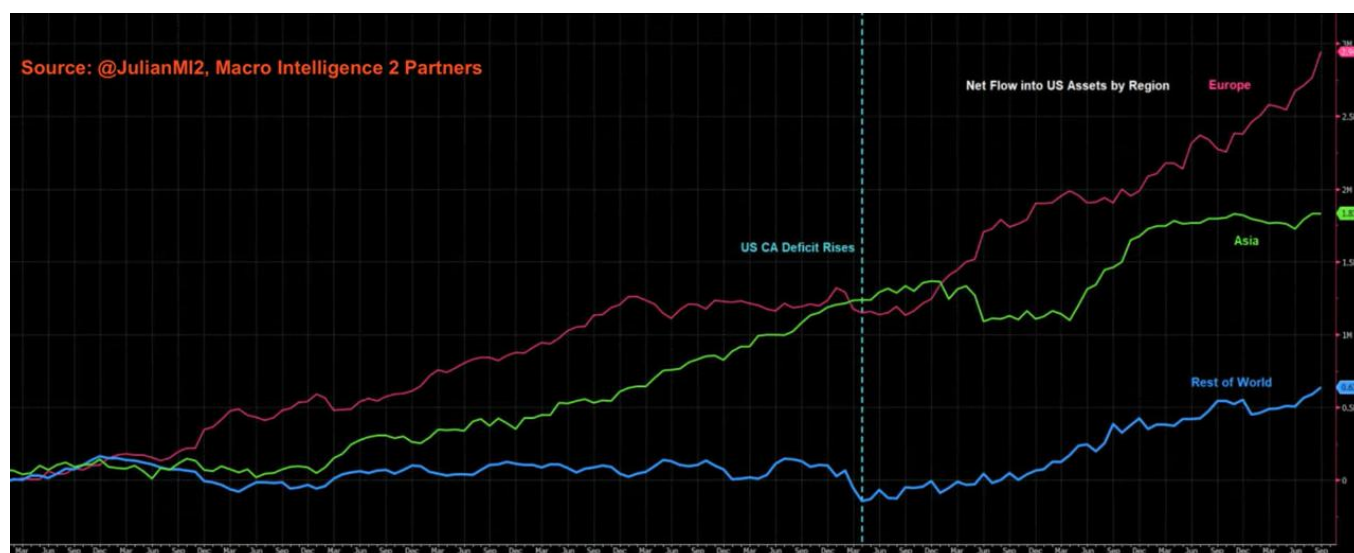


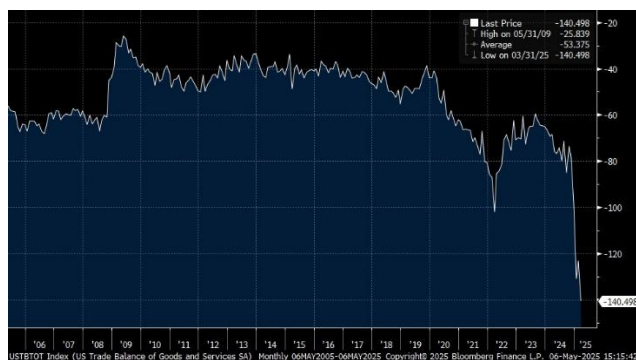
Chart: Ausländische Netto-Zuflüsse in US-Anlagen aus Europa, Asien, und dem Rest der Welt,

Quelle: MI2 Partners Julian Bridgen, [YouTube](#), 10.3.2025

Natürlich hat Europa es versäumt mehr in seine eigene äussere Sicherheit zu investieren, aber es hat dies auch getan, weil es sich auf die Schutzversprechen von unter Führung der USA stehenden Organisationen wie der NATO verlassen hat. Zudem hat man sich dem Hegemonie-Anspruch der USA unterworfen, was für die herrschende politische Klasse bequem war, aber auch die eigene politische Unabhängigkeit und Selbstständigkeit zunehmend untergraben hat. Und die wuchernde Bürokratie und der damit verbundene Regulierungswahn richten sich in erster Linie auf den Binnenmarkt und scheinen mehr und mehr zur Selbstverwirklichung einer politischen Klasse zu dienen, die noch nie im freien Wettbewerb ihr Brot verdienen musste. Würden sie zur Marktabschottung dienen, hätte man den US-amerikanischen „Big Tech“-Oligopolisten wohl längst das Spielfeld eingeschränkt.

Oder um es mit den Worten meines geschätzten Kollegen Dr. Stefan M. Kremeth aus seinem [Stefan's Weekly](#) vom 25. April zu sagen: „*Es scheint mir, dass es ein wachsendes und weit verbreitetes Gefühl gibt, dass viele Politiker eine beunruhigende Neigung zeigen, dass ihr herausragendes Talent darin besteht, ihre flüchtigen (und oft vorübergehenden) Ideen zu priorisieren, anstatt sich auf die Entwicklung sinnvollerer und dauerhafterer politischer Initiativen zu konzentrieren.*“ – Dem ist nichts hinzuzufügen, und dies gilt nicht nur für europäische Politiker...

Was wir unter Trump 2.0 erleben, ist der Versuch Jahrzehnte der Globalisierung teilweise rückabzuwickeln. Dabei wird so getan, als wenn dies einfach und schnell erreicht werden kann, was jedoch nicht berücksichtigt, dass es Dekaden dauerte, die zurzeit bestehenden Produktionszentren und Lieferketten zu etablieren, was wiederum Abhängigkeiten geschaffen hat, von denen nicht nur eine Seite betroffen ist.



US-Handelsbilanz, nominal, bis März 2025, Bloomberg

Und nirgends sind diese Abhängigkeiten stärker ausgeprägt als zwischen den USA und China, wo das Handelsbilanzdefizit im März 2025 ein monatliches Rekordminus von 140 Mrd. USD erreichte. Das Ausmass des Defizits war sicher auch dem Vorziehen von Importen im Hinblick auf die bevorstehenden angekündigten neuen Einfuhrzölle geschuldet, aber die längerfristige Trendentwicklung ist eindeutig.

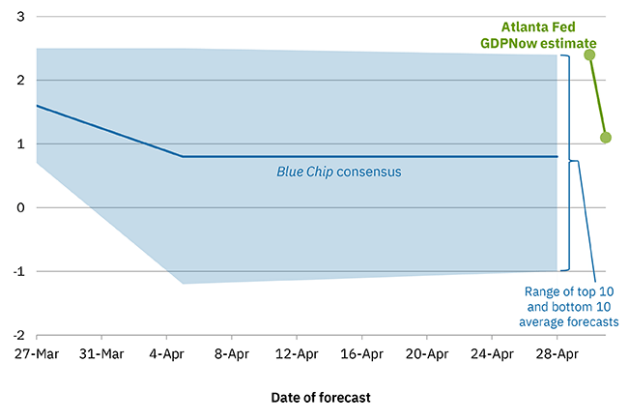
Dem versucht die US-Regierung nun mit seiner Zollpolitik entgegenzuwirken. Für einen Einblick in die Komplexität, die dies mit sich bringt, empfehle ich einen Artikel von [Bloomberg](#). Darin wird die Ladung eines am 24. April im Hafen von Long Beach eingelaufenen Containerschiffs analysiert, welches bei einem Ladungswert von 564 Mio. USD mit Zollkosten von 417 Mio. belegt wurde, die zu nicht unerheblichen Teilen an den Endverbraucher weitergegeben werden. Kein Wunder, dass der Hafenbetreiber kurzfristig einen Rückgang der Zahl der einlaufenden Schiffe von 40% erwartet...



Die Administration dieser Zollpolitik und das Eintreiben der damit verbundenen Steuern Zölle wird aufgrund der wechselnden Sätze und zahlreicher Ausnahmen, sowie aufgrund ständiger Anpassungen zudem mit nicht unerheblichen Kosten verbunden sein.

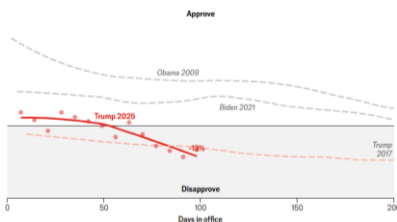
Darüber hinaus schafft diese Politik auch auf allen Seiten ein hohes Mass an Unsicherheit. Das kann kurzfristig durch eine in Antizipation der neuen Einfuhrzölle vorgenommene erhöhte Lagerhaltung aufgefangen werden, riskiert jedoch im Jahresverlauf neben steigenden Konsumgüterpreisen auch leere Regale, da es in vielen Produktkategorien schwer werden wird überhaupt Ersatz zu finden. Dies drückt sich auch im Wachstumstrend aus. So liegt die GDP-Now-Schätzung der Atlanta Fed vom 6.5. fürs 2. Quartal inzwischen nur noch bei 1.1%.

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q2
Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

Atlanta Fed GDP Now Schätzung, 6.5.2025



Approve = Zustimmung; Disapprove = Ablehnung, [The Economist](#), 29.4.2025

Eine damit drohende Kombination aus sinkendem Wachstum und hartnäckig hoher (und steigender?) Inflation, ein Phänomen das auch als Stagflation bekannt ist, scheint kein gutes Rezept für einen Präsidenten zu sein, der nach den ersten 100 Tagen im Amt laut Umfragen des [Economist](#) bereits die niedrigsten Zustimmungsraten verglichen mit seinen Vorgängern (inkl. seiner eigenen ersten Amtszeit) aufweist.

Für China wiederum bedeutet der Handelskrieg einen massiven Nachfrageeinbruch beim wichtigsten Exportkunden und damit ebenfalls eine grosse Herausforderung. Dennoch scheint das Land gut vorbereitet und in der Lage zu sein, diesen durch die Stimulierung der Inlandsnachfrage auszugleichen. Chinas private Haushalte sind für ihre hohe Sparquote bekannt, und mit Haushaltsersparnissen in Höhe von 150 Bio. CNY (nahezu 50% des BSP) ist das Potential einen Exportrückgang durch steigenden inländischen Konsum auszugleichen sicher gegeben.

Aus Sicht der Chinesen, die ein hohes Mass an Nationalstolz haben, wird China nahezu 25 Jahre nach seinem Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 nun von den USA für seine unfaire Handelspolitik aufs Korn genommen. Dies deshalb, weil die USA im vergangenen Jahr Waren im Wert von 463 Mrd. USD aus China importierten, während sie selbst nur Waren im Wert von 144 Mrd. USD dorthin exportierten. Daraus resultierte ein massives Defizit von 319 Mrd. USD, was die Begründung für Präsident Trumps Handelskrieg ist.

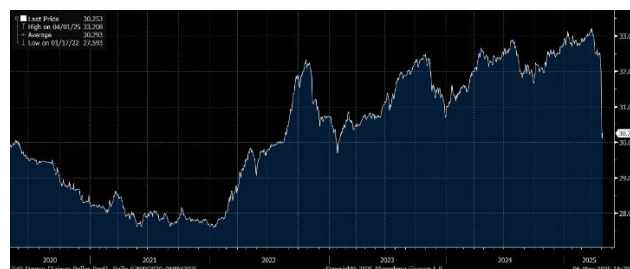
Dabei wird jedoch nicht berücksichtigt, dass die USA ein reiches Land sind, dessen Verbraucher (ähnlich den Europäern) eine Wahl haben, wo und von wem sie ihre Produkte kaufen. Es berücksichtigt auch nicht, dass die US-Produktion in den letzten 40 Jahren bewusst ausgelagert wurde, um Kostenvorteile zu nutzen. Die nun im Ausland produzierten Waren müssen daher re-importiert werden, was zu den nun beklagten Handelsdefiziten führt.

Die Konsequenzen des Handelskrieges der USA mit China beschrieb [Bloomberg](#) in einem Kommentar vom 28. April treffend wie folgt: *„Nichts veranlasst China so sehr zum Schulterchluss wie Angriffe aus den USA, und wenig erschreckt die amerikanischen Verbraucher so sehr wie die Drohung, den Zugang zu billigen Waren zu verlieren. Wenn dieser Handelskrieg die USA in eine Rezession stürzt, wird er den Wunsch nach günstigen Preisen nur noch mehr fördern, während er wenig dazu beiträgt, die Investitionen der Unternehmen oder die Produktion wieder anzukurbeln.“*

Wenn ich mir also die Frage stelle, wer mit dieser Ausgangslage besser umgehen kann, d.h. die damit verbundenen Anpassungsschmerzen besser aushält, dann setze ich auf China. Die Botschaft nach innen ist jedenfalls klar: *„Die Erhebung von Zöllen durch die Trump-Administration, um China zu erpressen und zu strangulieren, ist ein Akt von beispielloser Aggression und Brutalität. Er stellt eine extreme Provokation gegen Chinas nationale Souveränität und Würde dar. Wir haben keinen Zentimeter Spielraum für einen Rückzug und nicht den geringsten Grund, uns zu fügen.“* (Beijing Daily, Mai 2025, gemäss [Frontline China Report](#) vom 7. Mai 2025)

Die Trump Regierung läuft dagegen Gefahr nicht nur die eigene Bevölkerung zunehmend gegen sich aufzubringen, sondern auch die „[Bond Vigilantes](#)“ aus der Deckung zu locken. - Und damit sind wir wieder bei der Kapitalbilanz der USA und der Feststellung, dass ein erheblicher Teil der US-Staatsverschuldung, aber auch des US-Aktienmarktes, der eine wichtige Stütze des amerikanischen Konsums sowie der Steuereinnahmen ist, von ausländischen Investoren gehalten wird. Und dass eben diese auf die recht unverhohlenen angestrebte Schwächung des USD nicht begeistert reagieren, wurde in den vergangenen Tagen am Beispiel des TWD (Taiwan Dollar) deutlich.

Zu Beginn des Monats ging nämlich ein Zittern durch die globalen Finanzmärkte, da der TWD innerhalb eines Tages (5. Mai) mehr als 5% gegenüber dem USD an Wert gewann und damit seit Anfang April 10% anstieg. Der Grund waren (panikartige) USD-Verkäufe und Währungsabsicherungen der grossen taiwanesischen Versicherungen und Pensionskassen.

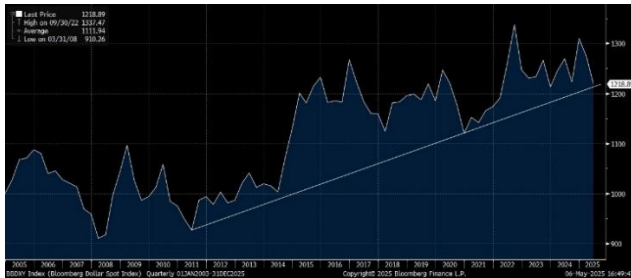


TWD vs USD, seit 2020, 6.5.2025, Bloomberg



Diese wurden von Gerüchten ausgelöst, dass die taiwanische Zentralbank eine TWD-Aufwertung zulassen würde, um dem Land bessere Karten in den Verhandlungen mit der US-Regierung zu verschaffen. Das mag durchaus zutreffen, da die USA als Schutzmacht Taiwans angesehen werden können, und eine solche Währungsaufwertung ein Teil des Preises der Beibehaltung des Status Quo sein könnte, auch wenn dies für eine Export-Nation wie Taiwan ebenfalls negative Konsequenzen hat. Diese lassen sich leicht am Jammern der europäischen Wirtschaft nach der jüngsten EUR-Stärke ablesen.

Was für mich jedoch wichtiger ist, ist die Signalwirkung an den Rest der Welt. Denn es gibt viele weitere Länder, die nicht nur im öffentlichen, sondern auch im privaten Sektor massive Positionen ungesicherter USD-Anlagen halten.



Bloomberg Dollar Spot Index, 6.5.2025, Quelle: Bloomberg

Und mit jeder neuen Sanktionsrunde und Zollverschärfung steigt so weltweit die Dringlichkeit, sich der Risiken eines auf Basis der Kaufkraftparitäten überbewerteten USD zu entledigen und Alternativen zu finden, was wohl auch die wichtigste Erklärung für den jüngsten rasanten Goldpreisanstieg ist.

Die Gefahr, dass diese praktisch über Nacht grossen Abwertungsrisiken ausgesetzt sein könnten, wird daher bei anstehenden Anlage-Komitee-Zusammenkünften sicher eine grosse Rolle spielen. Daher würde es uns nicht wundern, wenn die jüngste USD-Schwäche im Jahresverlauf weiter an Dynamik gewänne.



OECD Kaufkraft Paritäten, 6.5.2025, Bloomberg

Insgesamt ergeben sich u.E.n. erhebliche Widersprüche aus der unter Trump 2.0 eingeschlagenen US-Politik. Auf der einen Seite will man die Handelsbilanzdefizite abbauen, aber gleichzeitig den Fluss von ausländischem Kapital zur Finanzierung der inländischen Schulden und Investitionen aufrechterhalten. Zudem wünscht man sich einen schwächeren USD zur Verbesserung der internationalen Wettbewerbsposition, will dabei jedoch keinesfalls das exorbitante Privileg die Weltleit- und Reservewährung USD herauszugeben aufgeben. Weitere Widersprüche liegen auf der Zeitachse, da Importe heute praktisch gestoppt werden, die zum Ausgleich vorgesehenen ausländischen Produktionsstätten auf US-amerikanischem Boden aber gleichzeitig Jahre brauchen werden, um fertiggestellt zu werden – wenn sie sich überhaupt anlocken lassen. Persönlich habe ich grosse Zweifel, dass die damit verbundene Quadratur des Kreises gelingen wird.

Aus all dem erwächst das Risiko, dass der nun vorherrschende und von den USA vorangetriebene globale Isolationismus – der in den Bereichen Handel, Verteidigung, Kapital, Technologie und auch Ressourcen zunimmt – das Potenzial hat, den bereits zu beobachtenden Nachfragerückgang nach US-Staatsschulden wie auch sonstigen Vermögenswerten zu beschleunigen. Denn werden ausländische Anleger willens sein weiterhin US-Staatsanleihen zu niedrigen realen Zinssätzen zu kaufen, und die schon übergewichteten Aktienpositionen noch weiter zu erhöhen, wenn der Wirtschaft aufgrund der zunehmenden Unsicherheit eine Rezession droht, die Inflation zollbedingt gleichzeitig ansteigt und der USD schwächelt? – Wir halten dies für unwahrscheinlich. Daher bezweifeln wir die Fähigkeit der US-Regierung die Finanzierung ihrer enormen Defizite im freien Markt weiterhin zu niedrigen Kreditkosten zu gewährleisten, was sowohl die Stärke der US-Wirtschaft wie auch die Rentabilität der US-Unternehmen, negativ beeinflussen könnte und so auch die vorherrschende Bewertung der US-Vermögenspreise in Frage stellt.

Natürlich gibt es da immer noch die US-Zentralbank, die durch erneute Käufe von amerikanischen Staatsanleihen einen unerwünschten Zinsanstieg unterbinden kann (und wohl letztlich auch wird), was jedoch zu noch stärkerem Druck auf den Aussenwert des USD führen würde, da es die Zweifel an der Kreditwürdigkeit der USA erhöhen würde. Für uns gibt es daher keine Zweifel daran, dass die Rotation aus US-Anlagen gerade erst begonnen hat und in der Zukunft noch für reichlich Turbulenzen sorgen wird.

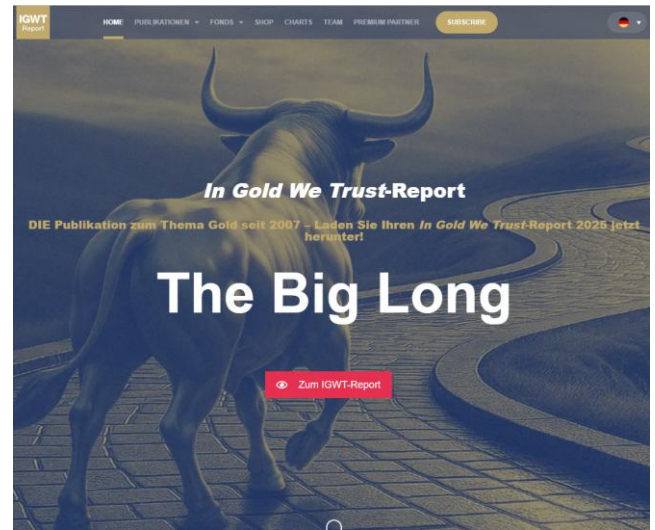
Denn eines sollte inzwischen hinreichend klar sein: MAGA (Make America Great Again) geschieht nicht in Isolation, sondern hat globale Auswirkungen. Wohlstandsgewinne für die USA sind kurzfristig und bei einem bestehenden ökonomischen Kuchen nur durch Wohlstandsverluste bei den übrigen Nationen zu erreichen. Werden diese sich also zurücklehnen und sagen, ok, lasst uns die USA großartig (und reich) machen, auch wenn dies auf unsere Kosten geschieht?

Und wenn wir uns den ökonomischen Kuchen anschauen, dann ist dieser in der Phase der Globalisierung und internationalen Kooperation letztlich zugunsten aller stark gewachsen. In der nun folgenden Phase der Deglobalisierung und internationalen Konfrontation besteht das Risiko u.E. vor allem darin, dass dieser Kuchen längerfristig wieder kleiner wird und damit die Gewinne einer Nation zu grösseren Verlusten der anderen führen. Werden die USA aus dieser Konfrontation als klare Sieger hervorgehen, und damit die vorherrschenden Premium-Bewertungen rechtfertigen? – Wir sehen das insgesamt als unwahrscheinlich an.



Abschliessen möchte ich dieses Kapitel noch mit einem Hinweis auf das Anfang Mai (und im Vorgriff auf die am 15. Mai erfolgte Lancierung des neuen [In Gold We Trust-Reports](#) „*The Big Long*“) auf YouTube veröffentlichte Gespräch unseres Kollegen Ronni Stoferle mit Luke Gromen und Louis-Vincent Gave. Zusammen mit Nico Jilch führt er die Zuschauer durch eine hochinteressante Diskussion unter dem Titel [„From Trade Restructuring to Monetary Reset“](#), welche zusätzlichen Kontext zur Thematik der US-Zoll- und Handelspolitik sowie einer möglichen monetären Neuausrichtung gibt.

Viel Spass dabei!

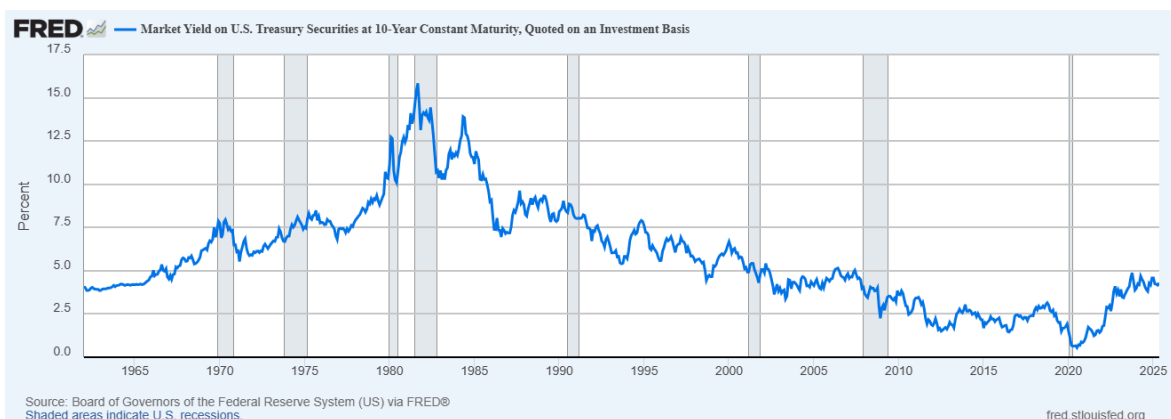




Was bedeutet dies für die IASF-Portfolio-Positionierung

Wir haben uns mit dem IASF das Ziel gesetzt, Ihr Kapital zu schützen und über den Börsenzyklus hinweg real zu vermehren, und die Tatsache, dass wir Co-Investoren im Fonds sind, bietet dafür nur noch zusätzliche Motivation.

Auf der [IASF-Homepage](#) stellen wir eine der grossen und für uns wichtigsten langfristigen ökonomischen Entwicklungen ganz oben an, nämlich den Verweis auf den langfristigen Schuldenzyklus. Anfang der 80er Jahre war es US Zentralbank Präsident [Paul A. Volcker](#), der durch seine aggressive Zinspolitik die damals herrschende Inflation in den Griff bekam.



Historische Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen, [FRED Economic Data](#), 7.5.2025

Dies war der Startschuss für eine 40-jährige Phase fallender Zinsen, in der Produktivitätsgewinne, aber vor allem auch der Effekt der zunehmenden Globalisierung via das Outsourcing heimischer Güterproduktion nach China und in andere Schwellenländer, für einen Dornröschenschlaf der Inflation sorgte. In der Tat wurde sie in manchen Kreisen schon totgesagt, eine Feststellung, die sich spätestens seit 2020 als voreilig und falsch herausgestellt hat.

Aber diese lange Phase niedriger Inflation führte zu immer tieferen Zinsen, und die damit verbundene steigende Erschwinglichkeit von Schulden (aufgrund der fallenden Zinslast) war letztlich verantwortlich dafür, dass die globale Verschuldung eine so rasante Entwicklung nahm.



[Bloomberg Businessweek](#):
Ist die Inflation tot? – 22.4.2019

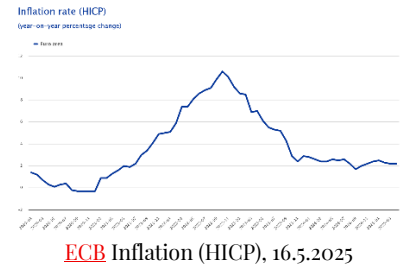




Incrementum All Seasons Fund

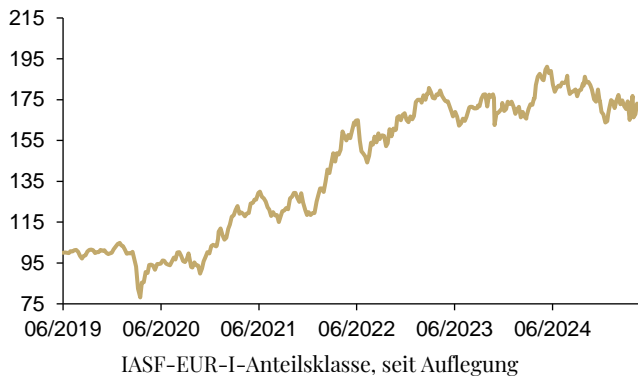
– in pursuit of real returns –

Dieser Langfrist-Trend wurde mit dem Inflationsschub von 2021/22 gebrochen. Zwar hat die Intensität der Geldentwertung zuletzt wieder etwas nachgelassen, aber auch vier Jahre später bewegt sich die Inflationsrate hartnäckig über der 2%-Marke, was weitere nennenswerte langfristige Zinsrückgänge unwahrscheinlich erscheinen lässt.



Gleichzeitig eilt die globale Verschuldung, von kurzfristigen Pausen abgesehen, von Rekord zu Rekord. Gemäss IWF-Zahlen kletterte sie ausserhalb des Finanzsektors 2023 auf USD 250 Billion, was 237% des globalen BSP entspricht. Das heisst ein ständig steigender Schuldenstock ist in den vergangenen Jahren mit einer Zinswende konfrontiert worden, die die Tragfähigkeit und letztlich Rückzahlung dieser Schulden zunehmend in Frage stellt.

Unsere Überzeugung ist, dass es keine Umstrukturierung dieser Schulden geben wird, sondern dass die Schuldenlast durch eine Kombination von höherer Inflation, in Verbindung mit finanzieller Repression und Umverteilungsmassnahmen langfristig abgebaut werden wird. Deshalb vermeiden wir Anlagen in längerfristigen Staatsanleihen, da diese in vergleichbaren Situationen in der Vergangenheit den grössten realen Vermögensschwund zu ertragen hatten. Stattdessen liegt unser Fokus auf Aktien. Hierbei haben wir uns für die Anlagethemen entschieden, die zurzeit das IASF-Portfolio dominieren, und bei denen Substanz, Realwerte und Value im Fokus stehen. Wir sind davon überzeugt, dass diese langfristig dabei helfen werden unsere Anlageziele mit dem Fonds zu erreichen.



Mir ist dabei bewusst, dass die Geduld mancher Anleger diesbezüglich schwindet, insbesondere da wir seit zwei Jahren performance-mässig auf der Stelle treten. Aber wir sind Investoren und keine Spekulanten. Und ein Investment beruht immer auf einer fundamentalen Einschätzung, auch wenn diese kurzfristig nicht immer vom Gesamtmarkt geteilt wird.

Aber meiner Erfahrung nach sind es gerade die Themen und Marktsegmente, die konträrer Natur sind, d.h. von der Mehrzahl der Investoren als unattraktiv angesehen werden, die langfristig die höchsten Gewinnpotentiale liefern. Deshalb sehen wir keinen Grund unsere Positionierung auf der Aktienseite signifikant zu verändern, auch wenn wir gelegentlich wieder mal mit dem Sprichwort „*Auch eine kaputte Uhr zeigt zweimal am Tag die richtige Zeit an*“ konfrontiert werden.



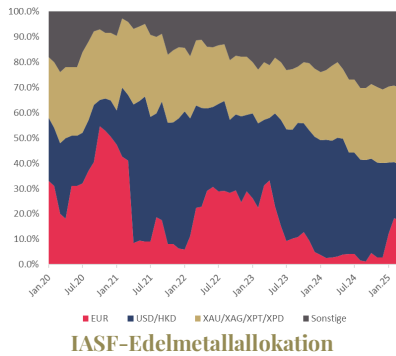


Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Investieren ist vor allem ein Prozess des korrekten Antizipierens und wie schon unterschiedliche Persönlichkeiten feststellten gilt dabei: „Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen.“ Man kann sich dieser Schwierigkeit zu entziehen suchen, indem man (quasi-)passiv (d.h. mit der Gieskanne) investiert, oder einfach vorherrschenden Preistrends folgt, und sich dabei von technischen oder quantitativen Signalen leiten lässt, aber das ist für uns nie ein funktionierender und damit erfolgreicher Ansatz gewesen.

Stattdessen haben wir über Jahrzehnte versucht fundamentale Entwicklungen mittel- bis langfristig korrekt zu antizipieren und uns deren Rückenwind bei der Auswahl unserer Anlagethemen zunutze zu machen. Das funktioniert wie alles im Leben nicht immer perfekt. Aber wenn man seinen Überzeugungen treu bleibt und sich von Misserfolgen nicht aus der Ruhe bringen lässt, dann wird man damit sein Ziel einer realen langfristigen Vermögensmehrung erreichen.



Dabei war es nicht immer das unumstrittene Thema von heute und damit eine leichte Entscheidung an dieser Allokation festzuhalten. Wie der nebenstehende Chart zeigt, durchlief dieses Anlagethema bisher drei gesonderte Phasen.

Dabei handeln wir nicht einfach nur konträr, sondern können Trends auch laufen lassen, solange wir die entsprechenden Bewertungen als attraktiv ansehen. So haben wir z.B. seit Auflegung des Fonds eine hohe Allokation in Edelmetallen gehalten, sowohl physisch wie auch mittels Edelmetallproduzenten. Wie der nebenstehende Chart zeigt, begannen wir das Portfolio mit einer diesbezüglichen Allokation von ca. 24%, die seitdem zwischen 20% und den zurzeit ausgewiesenen 30% geschwankt hat.



Von der Auflegung des Fonds Mitte 2019 an stieg der Goldpreis in einer ersten Phase um nahezu 50%, nur um in Phase 2 eine zweieinhalbjährige Konsolidierung durchzustehen, die von zwei ca. 20%igen Korrekturen geprägt war, und die erst ab dem 4. Quartal 2023 durch die dritte Phase mit dem jüngsten 75%igen Anstieg abgelöst wurde. Insgesamt ergab sich dabei über die vergangenen 6 Jahre dennoch mehr als eine Verdopplung des Goldpreises in USD (in EUR +150%).



Unsere während dieser Zeit zwischen 8 und 15% liegende Allokation zu Edelmetallproduzenten erlebte dabei eine noch extremere Entwicklung: So verdoppelte sich der *FTSE Goldminen (TR) Index* in Phase 1, um in der folgenden Korrekturphase einen 43%igen (im Tief gar mehr als 50%igen) Verlust zu erleiden. Diese wurde in Phase 3 durch einen erneuten 50%igen Anstieg abgelöst. Auch hier ergab dies insgesamt eine Verdopplung des Gesamtergebnisses, allerdings bei deutlich höherer Volatilität.

Wir haben dieses Thema nun seit sechs Jahren gespielt und dabei durch ein „Rebalancing“ unserer Gesamt- wie auch von Einzelpositionen in den Anstiegsphasen Gewinne mitgenommen, sowie in der Schwächephase wieder zugekauft. Denn wir haben nie die Erwartung oder gar den Anspruch an uns gehabt, die kurzfristigen Schwankungen auf diesem Weg korrekt zu antizipieren. Aber wir waren immer von der langfristigen Entwicklungsrichtung und den unterliegenden Bewertungen überzeugt, was uns dabei geholfen hat auch die zweieinhalbjährige scharfe Interim-Korrektur durchzustehen.

Und so befinden wir uns zurzeit wieder auf einem Hochpunkt der Entwicklung des Edelmetallthemas, während z.B. Energie zurzeit einen Tiefpunkt erreicht hat. Auch hier sind wir fest davon überzeugt, dass ein erneuter Anstieg folgen wird, der uns für das geduldige Warten in der jetzigen Konsolidierungsphase (und das damit verbundene „Rebalancing“) vollends kompensieren wird. Das mangelnde oder immer noch geringe Interesse an unseren Anlagethemen und die damit verbundene kritische Betrachtung und Bewertung steht dabei in extremem Kontrast zum Fokus der Anleger auf DIE Aktienerfolgsstory der vergangenen Jahre, nämlich den Technologiebereich unter Führung der Mag 7.

Ich habe auf diesen Seiten zur Genüge über die unserer Einschätzung nach ungerechtfertigt hohe Bewertung des Sektors und seiner führenden Aktien gesprochen. Dasselbe gilt auch für die Bewertungsunterschiede zwischen den amerikanischen und sonstigen globalen Aktienmärkten, die weiterhin frappierend sind. Dies im Zusammenhang mit der Tatsache, dass wir uns spät im ökonomischen Zyklus befinden, der zusammen mit der vorherrschenden handelspolitischen Unsicherheit eine Rezession im Jahresverlauf wahrscheinlicher macht, hat uns auch in der jüngsten Erholung an unseren US-Aktien-Shortpositionen festhalten lassen.

Dass unsere Einschätzung zur (Über-) Bewertung amerikanischer Aktien auch vom grössten Investor aller Zeiten geteilt wird, zeigt nicht nur der Buffett-Indikator für die USA, der den Gesamtwert aller börsennotierten Unternehmen ins Verhältnis zum BIP des Landes setzt, und der sich mal wieder auf einem neuen Rekordhoch befindet. Diese kommt auch durch die rapide wachsende Cash-Position Berkshire Hathaways zum Ausdruck, welche sich seit Ende 2023 auf nun 334 Mrd. USD verdoppelt hat.



Buffett-Indikator: Current Market Valuation





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Gibt es irgendjemand der daran zweifelt, dass Warren Buffett attraktiv bewertete Aktienanlagen immer einer „unproduktiven“ Cash-Position vorziehen würde?

Die Vergangenheit lehrt uns, dass sich keine Anlageklasse und kein Marktsegment immer nur in eine Richtung bewegt. Und so wird es auch in diesem Zyklus Rotationen geben, die mittel- bis langfristig die zurzeit vom Markt favorisierten Themen ablösen werden. Schaut man sich z.B. die wertvollsten Unternehmen von heute im historischen Kontext an, dann wird deutlich, dass nur wenige ihre Top-Position für eine Dekade oder länger beibehalten können. Das lässt erwarten, dass ein Gardewechsel bei den höchstkapitalisierten Gesellschaften ansteht. Und die zukünftigen Top-Unternehmen werden sich dabei wohl auch wieder vermehrt aus Sektoren rekrutieren, die im Bereich Sachwerte, Rohstoffe und Kapitalgüter tätig sind, oder aus Regionen ausserhalb der USA stammen.

Ten Most Valuable Companies in the World at the Beginning of Each Decade

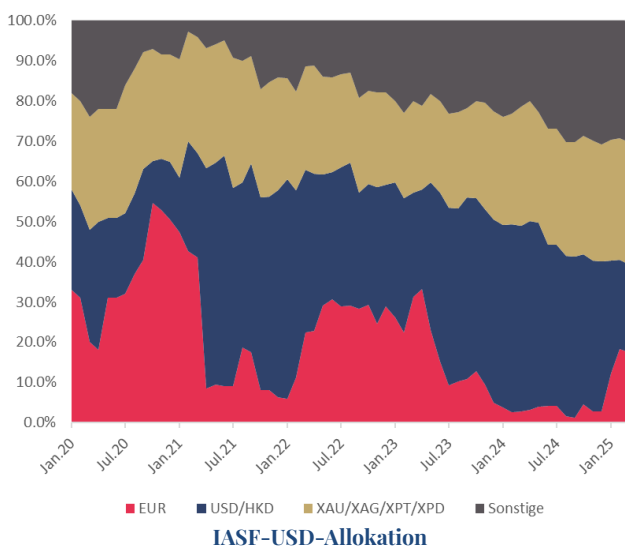
	1980	1990	2000
1	IBM	Nippon T&T	Microsoft
2	AT&T	Bank of Tokyo-Mitsubishi	General Electric
3	Exxon	Industrial Bank of Japan	NTT DoCoMo
4	Standard Oil	Sumitomo Mitsui Banking	Cisco
5	Schlumberger	Toyota	Wal-Mart
6	Shell	Fuji Bank	Intel
7	Mobil	Dai-ichi Kangyo Bank	Nippon T&T
8	Atlantic Richfield	IBM	Exxon Mobil
9	General Electric	UFJ Bank	Lucent Technologies
10	Eastman Kodak	Exxon	Deutsche Telekom

	2010	2020	2024 (June 30)
1	PetroChina	Apple	Microsoft
2	Exxon Mobil	Microsoft	Apple
3	Microsoft	Alphabet	Nvidia
4	ICBC	Amazon	Alphabet
5	Wal-Mart	Facebook	Amazon
6	China Construction Bank	Alibaba	Meta
7	BHP Billiton	Berkshire Hathaway	TSMC
8	HSBC	Tencent	Berkshire Hathaway
9	Petrobras	JP Morgan Chase	Eli Lilly
10	Apple	Visa	Broadcom

Key: United States (blue), Japanese or Australian (red), Chinese/EM (yellow), European (green)

Die 10 wertvollsten Unternehmen weltweit, [Trader Ferg](#), 9.5.2025

Diese Führungswechsel nehmen aber – wie die obenstehende Übersicht zeigt – durchaus viel Zeit in Anspruch. – Daher braucht es beim Investieren vor allem auch Geduld!



Das betrifft auch unsere inzwischen skeptische Haltung zum USD, der lange die dominierende Fremdwährung im IASF darstellte. Hier erwarten wir eine sich verringernde internationale Bedeutung der Weltleitwährung sowie eine verstärkte Währungs-Diversifikation mit erhöhtem Heim-Fokus in internationalen Anlageportefeuilles. Dass auch dieser Prozess wie so oft in Finanzmärkten in Schüben und nicht geradlinig und stetig erfolgt, dürfte an dieser Stelle wohl niemand mehr überraschen.

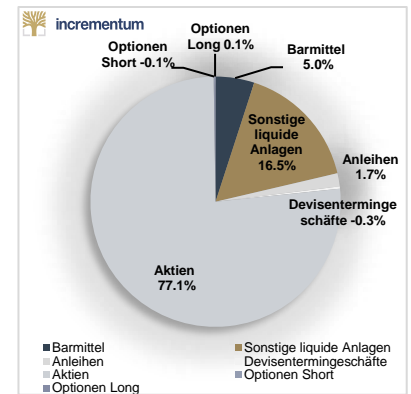




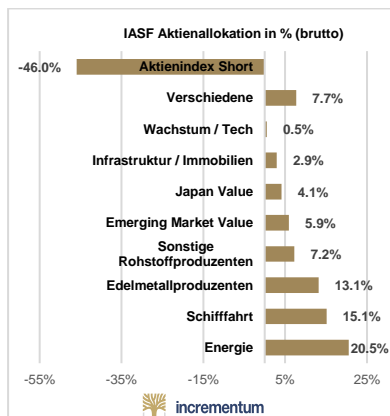
Portfolio Management Update

In diesem Abschnitt möchte ich konkreter auf die Entwicklung des laufenden Jahres eingehen. Unserer Analyse liegt dabei die IASF-Portfolioallokation und deren Ergebnisse vom 16. Mai zugrunde, die im nebenstehenden Chart dargestellt sind.

Die EUR-I-Anteilsklasse des IASF wurde am 16.5.2025 mit einem NAV von EUR 173.72 bewertet, was einem Jahresgewinn von 3.41% entsprach. Dieses Ergebnis wurde mit einer Brutto-Aktien-Allokation von rund drei Vierteln der AuM erzielt, während unsere Anleihen-Allokation bei lediglich 2% liegt. Letztere besteht aus vier High-Yield-USD-Unternehmensanleihen mit einer durchschnittlichen Rendite von 11.5% sowie einer Duration von 2.4 Jahren.



IASF-Portfolioallokation, 16.5.2025



IASF-Aktienthemen, 16.5.2025

Werfen wir nun einen Blick auf die Hauptanlagethemen des IASF, die seit einiger Zeit vom Thema **ENERGIE** (20%) angeführt werden. Dieses setzt sich zusammen aus Öl- und Gasproduzenten (ca. 6% Allokation), Energie-Service Unternehmen (ca. 8%), Uran-Anlagen (ca. 5%) sowie Kohleproduzenten (ca. 2%). Insgesamt ist dies ein hochinteressantes Thema, über dessen langfristige fundamentale Treiber ich nicht nur im vergangenen IASF-Webinar schon ausführlich berichtet habe, welches sich in der Anlegergunst jedoch mit einer ausgedehnten Flaute konfrontiert sieht, und sowohl im vergangenen (-10%) wie auch im laufenden Jahr (-11%) ein Verlustbringer innerhalb des Portfolios gewesen ist.

Das dieses Thema nicht in der Gunst der Investoren steht, zeigt schon die Tatsache, dass der Energie-Sektor als einer von 11 S&P 500-Sektoren zurzeit nur noch ein Gewicht von ca. 3% hat, nachdem der Sektor 2008 noch 16% des Index ausmachte. Nur Utilities (Versorger), Real Estate (Immobilien) und Materials (Rohstoffe) haben ein noch geringeres Gewicht, und alle vier gemeinsam machen weniger als 10% des Index aus, während Info Tech (Technologie) allein ein Drittel des Index ausmacht.

Dabei bildet Energie die Basis einer jeden modernen Volkswirtschaft und der Energiehunger der Welt wächst ständig, nicht zuletzt auf dem Rücken der Künstlichen Intelligenz. Der Sektor hat insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energieträger und vor allem in den OECD-Staaten massive Subventionen erhalten und dort auch ein hohes Wachstum erfahren, welches jedoch letztlich die Nachfrage nach konventionellen (d.h. fossilen Brennstoffen und Uran) nicht kompensieren kann, die vorrangig aus den Nicht-OECD-Staaten kommt.



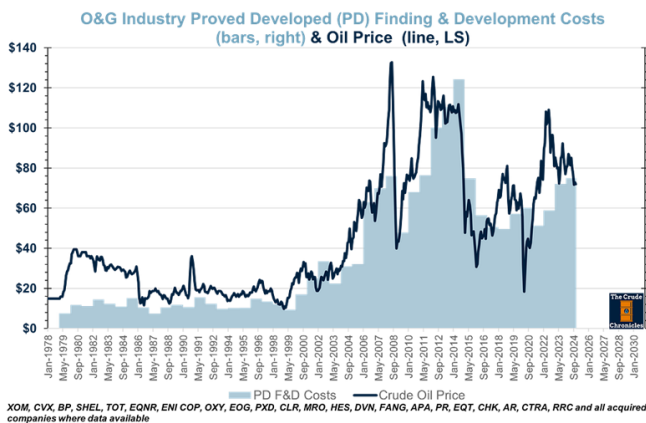


Beim Angebot war es vor allem die US-Schieferöl-Produktion, die in der vergangenen Dekade um ca. 75% gewachsen ist und damit für das Hauptwachstum des globalen Ölangebotes verantwortlich war. Allerdings deutet zurzeit viel auf eine Trendwende hin, da Neu- bzw Ersatzinvestitionen bei den momentanen Preisen nicht hinreichend rentabel sind.

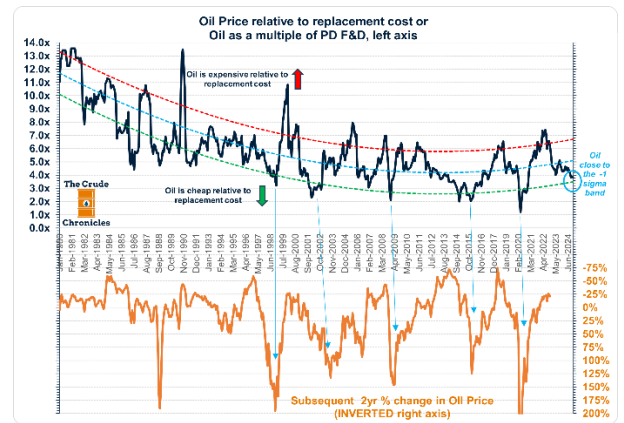


US Shale Oil and Gas Production (USPSTTPO), Bloomberg

Im Bereich der Rohstoffproduktion gilt bekanntlich, dass die Kur für tiefe Preise tiefere Preise ist. Und in diesem Zusammenhang sind u.E.n. die folgenden Charts von besonderer Bedeutung:



Kosten des marginalen Barrel der Öl- und Gasindustrie im Vergleich zum Ölpreis - Quelle: The Crude Chronicles, 10.2.2025



Oben: Ölpreis relativ zu den Wiederbeschaffungskosten
Unten: nachfolgende 2-Jahres-Ölpreisentwicklung

Der Chart links zeigt dabei in der taubengrauen Fläche die marginalen Entwicklungs- und Produktionskosten der US-Ölindustrie, die nach Schätzungen von The Crude Chronicles, bei ca. 70 USD liegen. Umfragen der Dallas-Fed ergaben zuletzt einen für Neuinvestitionen nötigen Mindestpreis von 65 USD. Kein Wunder also, dass die Investitionstätigkeit der Branche in den USA und gemäss der 1. Quartals-Berichte deutlich zurückgefahren wird. Weniger Investition bedeutet dabei weniger zukünftige Produktion und damit zukünftig höhere Preise (s. Chart rechts).

Natürlich wird nicht nur in den USA Öl produziert, und die jüngst bekannt gegebenen OPEC+-Produktionsausweitungen waren offensichtlich nicht hilfreich für die kurzfristige Preisentwicklung. Hier läuft nicht nur die Produktion in Russland und im Iran zur Finanzierung von Krieg und Regime auf Hochtouren. Dennoch gilt es sich immer wieder vor Augen zu führen, dass es sich um eine extrahierende Industrie handelt, d.h. Öl und Gas werden aus der Erde gefördert und dann zur Energiegewinnung gebraucht. Dies erfordert eine anhaltende Reinvestition in den Ersatz geförderter Mengen, von denen wir überzeugt sind, dass diese mittel- bis langfristig deutlich steigen müssen, um die heutige Produktion längerfristig gewährleisten zu können.

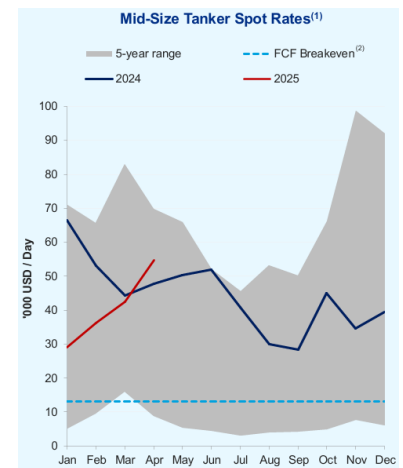


Unser **ENERGIE**-Thema setzt sich zurzeit aus 24 Einzelanlagen zusammen, die im Durchschnitt zu einem KGV von 12.5, dem 5.6-fachen EV/EBITDA sowie 124% des Buchwertes gehandelt werden und eine durchschnittliche Dividendenrendite von 3.4% aufweisen. Die grössten Positionen ausserhalb der beiden Uran-Anlagen des IASF (Uranium Resources Fund (2.9%) und Sprott Physical Uranium Trust (1.5%)) sind dabei Tourmaline Oil (1.3%), sowie Cenovus, HF Sinclair, Seadrill und Tidewater (je 1.2%). Die Top-Performer in diesem Jahr waren Technip Energies und EQT, die wir jedoch zuletzt abgebaut haben. Auf der Verlust-Seite belastete John Wood, die sich zurzeit einer Sonderwirtschaftsprüfung unterziehen und vom Handel derzeit temporär suspendiert sind.

Im Thema **SCHIFFFAHRT** (15% Allokation) haben wir im vergangenen Jahr ebenfalls die extreme Zyklizität des Sektors erfahren müssen, auch wenn unser Korb von 13 Positionen unter Führung von Frontline (2%) sowie Hafnia, Pacific Basin und International Seaways (je 1.8%) in diesem Jahr eine durchschnittliche Performance von 7% abgeliefert hat, angeführt von DHT (+24%) und Frontline (+23%). Wir sind hier ausschliesslich bei Tankern (9%) und Schüttgutfrachtern (Dry Bulk, 5%) investiert. Beide Sektoren verfügen über eine recht alte Flotte sowie ein historisch niedriges Orderbuch, was für ein beschränktes zukünftiges Angebot spricht.

Sicher haben beide Sektoren zuletzt eine relative Flaute bei den Frachtraten erlebt, was zur Folge hat, dass die Tankergesellschaften niedrigere Gewinne und die Dry Bulk-Firmen meist nur noch gerade so profitabel sind.

Dennoch spricht vieles dafür, dass die Nachfrage und damit die Raten im Jahresverlauf wieder anziehen werden, während die Bewertungen mit durchschnittlichen NAV-Abschlägen von 30% durchaus attraktiv sind, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass die Bilanzen unserer Portfolio-Holdings historisch wohl selten so solide waren wie heute. Ein herausstechendes Beispiel dafür ist Teekay Tankers (TNK), die gemäss ihres Q1-Berichtes knapp 20% des Unternehmenswertes in Net Cash & Investments halten. Der Wegfall von Kreditbelastungen zusammen mit einer alternden Flotte hat den Cash Break-Even von TNK auf 13.200 USD fallen lassen, während die entsprechenden Frachtraten inzwischen wieder über 50.000 USD klettern.



Tanker Frachtraten, [TNK 1Q Präsentation](#)

Unser **SCHIFFFAHRTS**-Buch ist zyklisch stark gedrückt und wird zurzeit mit einem durchschnittlichen KGV von 6.7, dem 5-fachen EV/EBITDA sowie zum aktuellen Buchwert (aber ca. 70% des NAV) bewertet und hat eine Dividendenrendite von 7.5%. Bei letzterer gehen wir davon aus, dass diese im Jahresverlauf möglicherweise noch etwas sinken kann, aber dennoch bleiben die anhaltend hohe Ausschüttung wie auch weit verbreitete Aktienrückkäufe für dieses Thema wichtige Argumente.

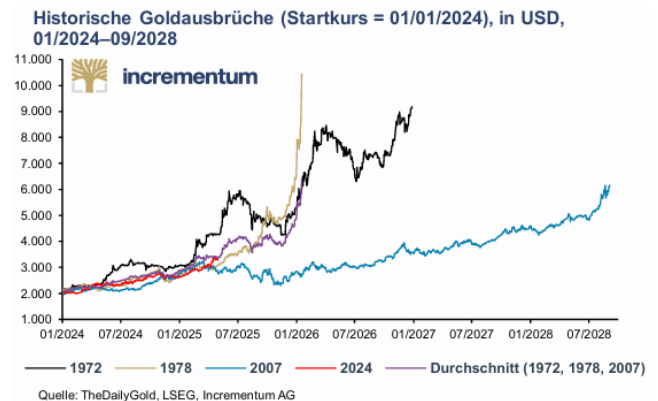




Das drittgrösste Thema sind die **EDELMETALLPRODUZENTEN** (13% Allokation), die in diesem Jahr unter Führung von Endeavour Mining (+50%) mit durchschnittlich 25% einen herausragenden Total Return abgeliefert haben. Hier haben wir den jüngsten Aufschwung (s. auch Chart auf S. 20) zu Gewinnmitnahmen genutzt, da wir unser Gesamtgewicht zu Edelmetallen nicht über 30% ansteigen lassen wollen.

Wir sind grundsätzlich davon überzeugt, dass der jüngste Goldpreisanstieg den wachsenden Zweifeln internationaler Anleger an der Neutralität und Kreditwürdigkeit amerikanischer Staatsanleihen zu verdanken ist. Dies hat sich in den vergangenen Jahren schon durch die verstärkten Zentralbankkäufe gezeigt.

Was zu einem vollwertigen Gold-Bullmarkt, dessen historische Präzedenzfälle im Chart rechts aufgezeigt sind, noch fehlt, ist eine entsprechende Partizipation des privaten Sektors, in dem vor allem grosse institutionelle Investoren noch über relativ moderate Gold-Allokationen verfügen. Ein weiterer Anstieg des Goldpreises sollte sich dabei auch positiv auf Silber, wie auch auf Platin oder Palladium auswirken.



[IGWT-Report Compact 2025](#), The Big Long, 15.5.2025

Für alle, die sich ausführlicher mit den Hintergründen des Anlagethemas Gold beschäftigen wollen, kann ich nur den jüngst erschienen ***In Gold We Trust***-Report der Incrementum AG empfehlen, der auf unserer Homepage [hier](#) auch in voller Länge (466 Seiten) und wie immer kostenfrei heruntergeladen werden kann.

Der IASF ist in **EDELMETALLPRODUZENTEN** seit Auflegung investiert, da wir die Attraktivität des Sektors als gehebeltes Engagement zu den unterliegenden Gold- und Silberpreisen früh erkannt haben. Als fundamental orientierte Investoren lieben wir Unternehmen deren Verkaufspreise schneller steigen als ihre Produktions- und Gestehungskosten. Und da hat sich insbesondere im Goldminensektor zuletzt eine Margen-Explosion ergeben, die u.E.n. noch nicht abgeschlossen ist. Die damit zusammenhängenden Free Cashflows finden wir ausgesprochen sexy, sind uns aber auch der Sprunghaftigkeit und Volatilität des Sektors bewusst, die letztlich Ausdruck, der bislang noch wenig begeisterten Anlegerschaft ist, die weiterhin mehr Freude an den Gewinnern der letzten Dekade hat.



SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN (7% Allokation) haben in diesem Jahr ebenfalls eine positive Performance (ca. 15%) ausgewiesen. Diese wurde v.a. durch unsere Düngemittelhersteller getragen (Mosaic +44%; Nutrien +31%), während Glencore (-24%) den einzigen Verlustbringer darstellt.

Letzteres ist für uns nur schwer nachvollziehbar, wenn man bedenkt, dass Glencore nicht nur traditionell ein führender Rohstoffhändler ist, der jährlich und recht stetig ca. 3 Mrd USD EBITDA erwirtschaftet, sondern auch einer der grössten Rohstoffproduzenten weltweit ist. Im Gegensatz zu seinen grossen Konkurrenten hat Glencore sich dabei entschieden an seinen Kohleminen festzuhalten, die nach der Akquisition des Kohlebereichs der Teck Resources 2022 zu einem der wichtigsten Geschäftsbereiche wurden, der im vergangenen Jahr trotz rückläufiger Kohlepreise knapp ein Drittel des EBITDA abwarf. Dieses Ergebnis lag nur knapp hinter dem Ergebnis der Industriemetallproduktion, wo sich Glencore auf Batteriemetalle fokussiert hat (v.a. Kupfer, aber auch Nickel, Zink und Cobalt). Der Produktionsbericht fürs 1. Quartal zeigte einen deutlichen Rückgang der Kupferförderung, der jedoch im Rahmen der Erwartungen lag und im 2. Halbjahr wieder ausgeglichen werden soll, weshalb das Unternehmen an seinen Jahresprognosen festgehalten hat.



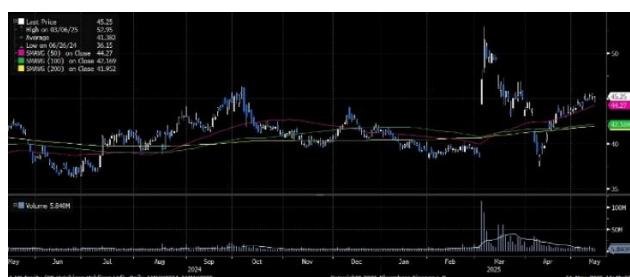
Glencore Chart der vergangenen 2 Jahre, Bloomberg

Unserer Einschätzung nach ist die Gesellschaft, nahe einem zyklischen Tief im Geschäftsverlauf, mit einem KGV von 16 sowie einem EV/EBITDA von 6 günstig bewertet. Die Aktie handelt zum Buchwert, wird durch laufende Rückkäufe gestützt, und offeriert eine Dividendenrendite von 3.3%, was die A3 / BBB+ Bilanz auf alle Fälle hergibt, und die in der oberen Hälfte des Zyklus (und bei unverändertem Aktienpreis) auch zweistellig werden kann.

Insgesamt sind wir mit der Entwicklung der 7 Titel in diesem Themenbereich, die durchschnittlich (und ohne Berücksichtigung der beachtlichen Sonderdividenden der OCI) ca. 3% Dividendenrendite abliefern, sehr zufrieden und erwarten hier langfristig weiteres Aufwärtspotential.



Weitere 6% der IASF-Allokation ist in **EM VALUE**-Aktien investiert, ein Thema welches sich unter Führung der CK Hutchison Holdings (1.4%) aus insgesamt 10 Einzelpositionen zusammensetzt. Angeführt von Alibaba's 58% Jahresplus, das wir zu Gewinnmitnahmen genutzt haben, die die Position auf knapp 1% haben schrumpfen lassen, haben unsere Anlagen hier im Durchschnitt 18% Jahres-Performance ausgewiesen. Die geringe Konzentration in diesem Thema ist der Tatsache geschuldet, dass wir in Emerging Markets höhere Risiken sehen und teils auch in Mid- und Small Caps investieren, in denen wir vorsichtiger allokierten. Dieser Anlagekorb wird mit dem 12.6-fachen KGV und 6.5-fachen EV/EBITDA gepreist, handelt zum Buchwert und offeriert uns als Anleger eine durchschnittliche Dividendenrendite von 5.6%.



CK Hutchison Holdings Chart, Bloomberg

Erwähnenswert ist hier der Fall der CK Hutchison Holdings, die einen überraschend volatilen Jahresauftakt hinter sich hat. CKHH ist ein Hong Kong Konglomerat, das v.a. in den Bereichen Häfen & Logistics, Retail, Infrastruktur, Telekommunikation, Real Estate und sonstigen Geschäftsbereichen tätig ist.

Die Gesellschaft, die mehrheitlich von der Li-Familie kontrolliert wird und eine Marktkapitalisierung von ca. 22 Mrd. USD aufweist, erwirtschaftete im vergangenen Jahr Umsätze von 61 Mrd. USD sowie einen Unternehmensgewinn von ca. 2.7 Mrd. USD (berichtet wird eigentlich in HKD, aber ich habe dies zur besseren Einordnung in USD umgerechnet). Sie geriet im März in die Schlagzeilen, als sie als weltweit grösster Eigentümer und Betreiber von Container-Häfen (inkl. zweier Häfen am Panama-Kanal) ein Kaufangebot für diese von einem BlackRock geführten Konsortium akzeptierte, welches Erlöse von 19 Mrd. USD (inkl. Rückführung von ca. 1 Mrd. USD Aktionärs-Darlehen) bedeuten würde.

Diese Transaktion wird von China heftig kritisiert und ob der Deal die nötigen staatlichen und regulatorischen Freigaben erhält, ist zum jetzigen Zeitpunkt noch offen. Aber er zeigt beispielhaft den Wertgehalt der Gesellschaft auf, die bei erfolgreicher Abwicklung mit einem Schlag mehr als 80% ihrer Marktkapitalisierung durch den Verkauf eines unter Gewinn- und Cashflow-Optik weit weniger gewichtigen Geschäftsbereichs verdienen kann. Die CKHH-Aktie handelt trotz des Anstiegs im laufenden Jahr weiterhin bei 32% des Buchwertes, einem KGV von 10, einer Dividendenrendite von netto 5%, und dies bei einer A2 / A Bilanz sowie einem geographischen Geschäft, das zwar in Hong Kong ansässig ist, aber hauptsächlich in Europa (u.a. 3 Group und britische Versorger) und Australien / Asien geführt wird und bleibt bis auf weiteres ein Kerninvestment in diesem Thema.

Die übrigen Themen haben im Jahresverlauf keinen nennenswert vom allgemeinen Ergebnis abweichenden Ertrag erwirtschaftet, und ich möchte daher auch im Hinblick auf die fortschreitende Länge dieses Berichts auf weitere Ausführungen diesbezüglich verzichten.



Für unser Aktienrisiko relevant sind auch noch unsere Short-Positionen in Höhe von zurzeit 46% des IASF-Portfolios (s. zur historischen Entwicklung auch nochmal den Chart auf S. 4), die zwar die scharfe Korrektur im April abfedern halfen, aber inzwischen wieder einen marginal negativen Gesamteffekt auf die Jahresperformance haben, da beide Indices inzwischen wieder leichte Gewinne fürs laufende Jahr ausweisen.



Nasdaq 100 Index, Bloomberg



S&P 500 Index, Bloomberg

Erwähnenswert ist auch noch unsere Währungsallokation, die insgesamt wohl einen leicht negativen Einfluss auf das Gesamtergebnis gehabt hat. Dabei konnten die positiven Gold- und Silbereinflüsse die negativen Einflüsse von USD, CAD und GBP nicht vollständig kompensieren, während NOK, JPY, aber auch Platin und Palladium sich weitestgehend neutral zum EUR zeigten.

Insgesamt hat der Jahresverlauf bisher einen mässigen Anstieg des IASF-NAV gebracht, der mich dennoch nicht unzufrieden sein lässt. Meine Überzeugung, dass die US-Aktienmärkte historisch überbewertet sind, ist weiterhin sehr hoch. Allerdings ist auch nicht zu leugnen, dass die Mehrzahl der Marktteilnehmer die von uns aufgezeigten fundamentalen Einschätzungen und Entwicklungen nicht teilt, sondern es vorzieht auf die Fortsetzung bestehender Trends bei den Mag 7 zu setzen. Bestes Beispiel dafür ist wohl die Tesla-Aktie, die zuletzt eine ganze Breitseite von negativen Nachrichten hinnehmen musste, dessen ungeachtet aber zu einem erneuten Kurshöheflug angesetzt hat, welcher die Bewertung der Aktie auf ein sattes dreistelliges KGV getrieben hat, sowie auf Preis-zu-Buch- und Preis-zu-Umsatz-Quoten von 15 und 12. Aber vielleicht unterschätzen wir ja auch nur den Einfluss, den die Nähe von Elon Musk zu Präsident Trump auf diese Bewertungen hat...

Wie hat es doch Brett Donnelly in seinem [Spectra Markets](#) Kommentar vom 9. Mai so treffend gesagt: „Ich werde die zahllosen ethischen Fragen und Interessenkonflikte beiseitelassen, weil dieses Schiff schon zu dem Zeitpunkt ablegte, als \$TRUMPCOIN auf den Markt kam.“ – Wie weit man mit der augenscheinlichen Marktmanipulation und Korruptionsempfänglichkeit in diesem Jahr noch gehen wird, ist dabei leider für Aussenstehende nur schwer einzuschätzen. Dieser Aspekt kann daher aber auch nur begrenzt in unsere fundamentalen Betrachtungen mit einfließen.





SCHLUSSBEMERKUNGEN

Wenn ich die Welt am Wochenende des 17./18. Mai betrachte, dann hat sich einiges von dem, worüber ich auf den vorherigen Seiten geschrieben habe, schon wieder geändert, was den Eindruck von Chaos-Tagen nochmals verstärkt. Fakt ist, dass die Finanzmärkte schon lange nicht mehr so von politischen Schlagzeilen bestimmt wurden, wie das zurzeit der Fall ist, ein Zustand, der unserer Meinung nach wohl noch eine Weile anhalten dürfte.



Anlegen – Früher / Heute, Quelle: Unbestimmt

An den Aktienmärkten sind wir inzwischen wieder zurück auf dem Stand, der vor dem „Liberation Day“ herrschte, nur mit (mindestens) 10% höheren Einfuhrzöllen auf die meisten Nationen. Das genügt nicht um die Produktion zurück in die USA zu bringen, aber sehr wohl dazu die Konsumentenpreise anzuheben. Wobei auch der momentane Zustand nur maximal bis in die erste Hälfte Juli andauern soll... – Für mich resonierte dabei die ff Beobachtung in der Financial Times: „Wenn man darüber nachdenkt, ist es schon unglaublich, dass der Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika Dutzenden von Handelspartnern mit potenziell massiven Zöllen droht und die allgemeine Reaktion darauf „Was soll’s“ ist. In der Zwischenzeit begnügt er sich damit, im Nahen Osten herumzuwandern, und dabei offensichtlich gefälschte Ankündigungen über die Unterzeichnung von Verträgen im Wert von Milliarden und Abermilliarden Dollar zu machen und ein Flugzeug geschenkt zu bekommen, das er mit nach Hause nehmen kann, wie eine Partytüte von einem überkandidelten Kindergeburtstag.“ ([FT Trade Secrets](#), 19.5.2025)

An der Grundbotschaft und -Aussage, die ich auf den vorhergehenden Seiten dargelegt habe, ergibt sich dadurch jedoch keine Änderung. Trotz der jüngst wieder aufgeflammten Risikobereitschaft zeigt sich unter der Oberfläche ein instabiles Bild, das reichlich Raum für erneutes und tieferes Korrekturpotential an den Finanzmärkten lässt. Als Beispiel dafür dient die am Freitag bekannt gemachte Aberkennung des letzten AAA-Rating der USA, die tendenziell die Kreditkosten des Landes weiter erhöhen wird.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Und wenn man sich vor Augen hält, dass die US-Haushaltsdefizite in diesem Jahr erneut höher tendieren als in den Vorjahren, woran offensichtlich auch DOGE kurzfristig nichts Nennenswertes ändern wird, während im Kongress an Präsident Trump's „*Big & Beautiful Tax Bill*“ (sein Steuererleichterungs-Paket, das gemäss BofA eine Erhöhung des Defizits von 2.7 Bio. USD in der kommenden Dekade kostet) gearbeitet wird, dann könnte es tatsächlich der Anleihenmarkt sein, der für eine erneute Welle der Risikoaversion sorgt. Wird die USA möglicherweise einen [Liz Trust-Moment](#) erleben?

Wir halten dies jedenfalls nicht für ausgeschlossen und sehen daher keinen Grund an unserer teilweise „abgesicherten“ Aktienpositionierung etwas zu ändern, da wir nach zwei ausgezeichneten Börsenjahren, bei denen wir aufgrund unserer Short-Positionen weitestgehend auf der Stelle traten, nun nicht das offensichtlich weiterhin bestehende Abwärtsrisiko in Kauf nehmen wollen. Und auch auf der Währungsseite weisen die Zeichen auf einen schwächeren USD, während wir für den JPY und ganz besonders für Gold und seine Verwandten weiterhin klaren Rückenwind sehen.

Damit möchte ich die Frühlings-Ausgabe meiner Seasonal Reflections abschliessen. Ich hoffe, dass meine Ausführungen für Anleger, wie auch die, die es noch werden wollen, ein konsistentes Bild unserer Arbeit vermitteln, wie auch hinreichende Transparenz über den Investmentprozess und die diesem zugrundeliegenden Überlegungen schaffen. Wie immer freuen wir uns über Ihr Feedback [per E-Mail](#) und danken allen Leserinnen und Lesern für Ihr Interesse und unseren Investoren für die gezeigte Geduld und das mit ihrer Anlage verbundene Vertrauen.

Herzliche Grüsse aus Schaan, Liechtenstein!

Hans G. Schiefen

Partner & Fund Manager

Incrementum AG

Im alten Riet 153, 9494 Schaan (LI)

Tel.: +423 237 26 67

Mail: iasf-info@incrementum.li

Web: www.incrementum.li

Chart 14: The “Big Beautiful Bill” in numbers

Costs & Savings estimate of 2025 House reconciliation bill over the next 10 years



Source: BofA Global Investment Strategy, Committee For a Responsible Federal Budget

Big & Beautiful Tax Bill, [The MacroTourist](#) Private Feed, 19.5.2025

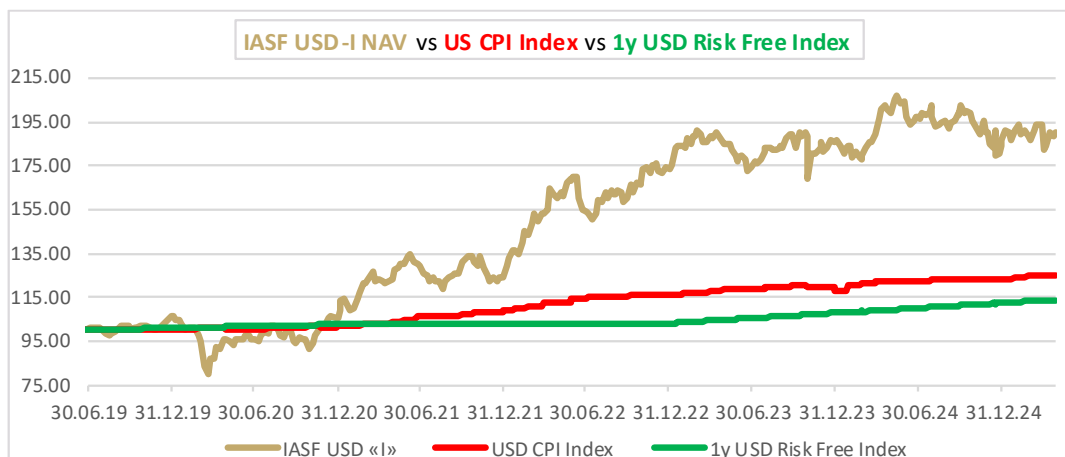
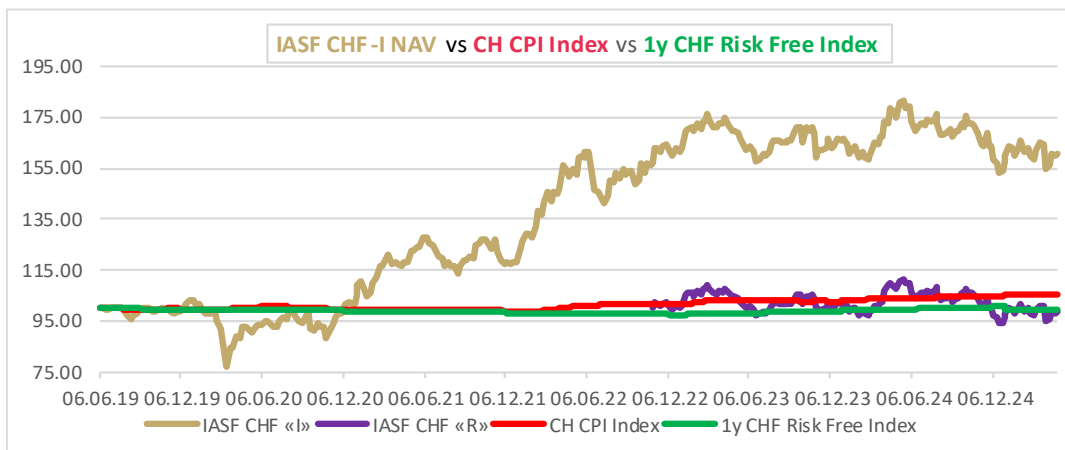
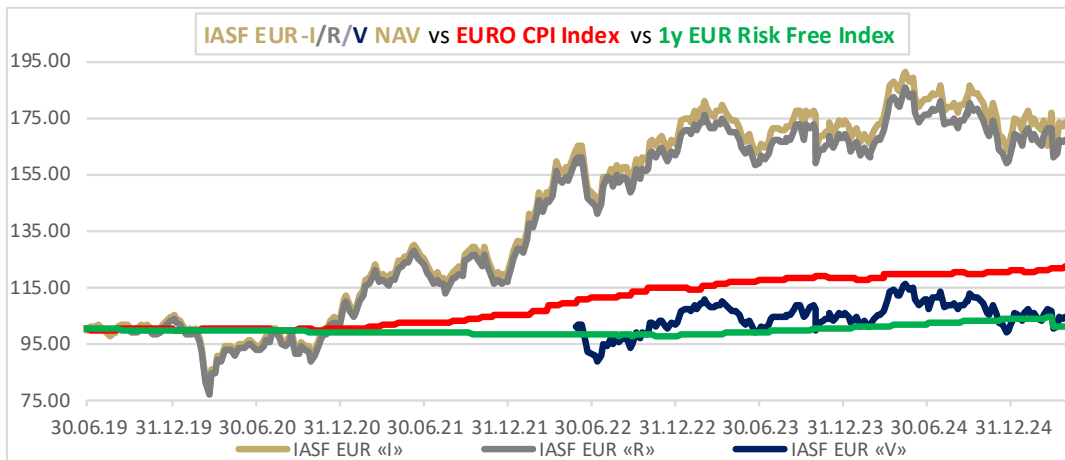




Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Anhang



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (**30APR2025**), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile, 2NOV2022 für CHF-R-Anteile) auf 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 Ertragsersparungen ausfallen (und umgekehrt), was dem Kern des Value Investing entspricht.
3. Kapitalerhalt ist die *Conditio Sine Qua Non*, und eine konsistente und langfristig ausgelegte Anlagestrategie ist wichtiger als das kurzfristige Verfolgen von Trends und Momentum.
4. Daher sollte man immer wissen wann man spekuliert oder wann man investiert.
5. Die grundlegendsten und effektivsten Instrumente des Risikomanagements sind eine gute Diversifikation sowie die Fähigkeit liquide Mittel halten zu können.
6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten, Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.
7. Beachte Anreize und Motivation: Wahre Interessenskongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg; Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexible, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.

Disclaimer

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

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

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

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

