

2025 / 03

## Seasonal Reflections

*Nichts passiert*

**Liebe Leserinnen und Leser,**

ich begann mit dem Schreiben dieser Sommerausgabe meiner „*Seasonal Reflections*“ am 24. Juni, eine Woche nach meiner Rückkehr aus dem Südtirol-Urlaub.

Meine Frau und ich verbrachten dort eine Ayurveda-Woche zur Erfrischung von Körper und Geist. In der zweiten Wochenhälfte, als das Wetter endlich sommerlich geworden war und wir uns (u.a.) an den Kaffee- und Zucker-Entzug gewöhnt hatten, unternahmen wir auch einige leichte Wanderungen. Dabei entstand dieses Foto im [Naturpark Rosengarten](#), einer spektakulär schönen Gegend, welches ich als passendes Sommerbild ausgesucht habe, da es mich einmal weg vom Schreibtisch zeigt.

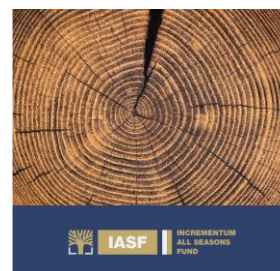


Rosengarten, Südtirol, HGS Foto

Inzwischen bin ich zurück und habe jede Menge Gedanken mit Ihnen zu teilen – viel Spass dabei!

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

- Nothing Ever Happens - Nie passiert irgendwas .....	S. 2
- Halbjährlicher IASF Management Report – 1H2025 ....	S. 6
- Was nun? .....	S. 16
- Schlussbemerkungen .....	S. 32

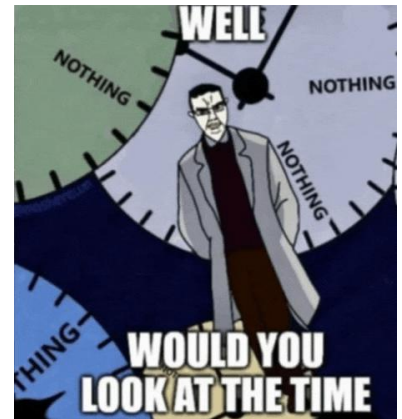




Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für ihre 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.

## Nichts passiert (Nothing Ever Happens)

Ich habe diesen Bericht **Nothing Ever Happens** (Nichts passiert) genannt, da es sich hierbei um eine Meme handelt, die in letzter Zeit an den US-Aktienmärkten an Popularität gewonnen hat. Laut [Know Your Meme](#) ist „*Nothing Ever Happens*“ ein Schlagwort und Mantra, das zum Ausdruck bringen soll, dass in den letzten Jahrzehnten keine bedeutenden globalen Ereignisse von nennenswerter Tragweite stattgefunden haben und auch in Zukunft nicht stattfinden werden.“ – M.E. drückt dies den Zeitgeist und die „Buy-The-Dip“-Haltung an den Finanzmärkten aus, die sich so sehr von der Realität entfernt haben, dass Risikobetrachtungen kaum noch eine Rolle spielen. – Willkommen im Paradies!



Nothing Ever Happens Meme, [Tenor](#)

Es würde mich nicht überraschen, wenn diejenigen unter Ihnen, die über mehr als ein paar Jahre Anlageerfahrung verfügen, mein Staunen angesichts dieser Haltung teilen würden. Aber vielleicht ist meine eigene Skepsis diesbezüglich auch nur eine Begleiterscheinung meines fortschreitenden Alters. Dies zeigt sich auch in einem mir sofort in den Sinn gekommenen passenden Meme-Song. Er wurde 1989 von der schottischen Alternative-Rock-Band [Del Amitri](#) auf ihrem Album [Waking Hours](#) veröffentlicht, das einen [gleichnamigen Titel](#) als letzten Track enthielt, der auch ihr größter Hit war.

*And nothing ever happens, nothing happens at all  
The needle returns to the start of the song  
And we all sing along like before*

*And nothing ever happens, nothing happens at all  
They'll burn down the synagogues at six o'clock  
And we'll all go along like before*

*And we'll all be lonely tonight and lonely tomorrow*

*Und nichts passiert, nie passiert irgendwas  
Die Nadel springt zurück zum Start des Liedes  
und wir singen alle mit wie zuvor*

*Und nichts passiert, nie passiert irgendwas  
Sie brennen die Synagogen um 6 Uhr nieder  
und wir machen einfach weiter wie zuvor*

*Und wir werden heute Nacht und auch morgen einsam  
sein*





Dieser Refrain passt in vielerlei Hinsicht sowohl zur Meme wie auch zur vorherrschenden Marktstimmung. Letztendlich zeichnete er jedoch ein Bild einer anderen Zeit, in der die Gesellschaft (zu) gut geordnet war und das Leben dadurch vorhersehbar und eintönig erschien. Das entspricht nicht den **Tagen des Chaos**, die wir in jüngster Zeit erleben. Wäre ich ein Meme-Ersteller, würde ich als passendere Meme zur Beschreibung der aktuellen Lage eher **Nothing Ever Matters** (Alles egal) wählen.

Lassen wir doch kurz einmal die Ereignisse der letzten Monate Revue passieren:

Zunächst kam es zu einem von den USA ausgelösten Handelskrieg, bei dem praktisch allen Handelspartnern Strafzölle auferlegt wurden, die kurz darauf zumindest teilweise bis zum 9. Juli ausgesetzt wurden. Die Androhung dieser Zölle sollte die Handelspartner dazu zwingen entweder die Reindustrialisierung der USA zu unterstützen oder alternativ bei Beibehaltung der Zölle dazu beitragen, dringend benötigte Einnahmen zur Eindämmung der explodierenden Haushaltsdefizite zu generieren. Allerdings wurden seitdem (Stand: 24. Juni) nur wenige konkrete Handelsabkommen unterzeichnet.

Dabei gibt es auch echte Kriege, wobei der jüngste am 13. Juni begann, als Israel Überraschungsangriffe auf iranische Nuklear- und Militäreinrichtungen, Infrastruktur und hochrangige Führer startete. Der Iran reagierte wie erwartet mit Gegenangriffen, bei denen er Israels Raketenabwehrsystem „Iron Dome“ testete und für unzureichend befand. Daraufhin unterstützten die USA Israel am 22. Juni mittels Bomber-Angriffen. Laut offiziellen Verlautbarungen des Weißen Hauses war dies unvermeidlich, da der Iran nur noch wenige Wochen, wenn nicht sogar Tage davon entfernt gewesen sei, eigene Atomwaffen zu bauen... - Das ultimative Ziel scheint dabei gewesen zu sein den Iran zu mehr Kompromissbereitschaft am Verhandlungstisch zu zwingen.

Unterdessen setzt Israel seinen Krieg gegen die Hamas im Gazastreifen fort, der bislang laut **offiziellen Angaben** knapp 60.000 Palästinensern das Leben gekostet hat und bislang 143.000 Verletzte registriert. Diese Zahlen können nicht das Leid der Menschen wiedergeben, die weiterhin in Gaza eingeschlossen sind, wo medizinische Einrichtungen unterausgestattet und unter den verbleibenden zwei Millionen Menschen zunehmend Hunger und größte Not herrscht. Unterdessen ist der Krieg zwischen Russland und der Ukraine, der nun schon seit vier Jahren andauert und eigentlich am ersten Tag der Amtszeit von Präsident Trump beendet sein sollte, zu bloßem Hintergrundrauschen geworden.

## **Nothing ever happens** oder **Nothing ever matters?**

Es fällt mir schwer hier neutral und wertfrei zu sein, wie auch die Meinung mancher Beobachter zu widerlegen, dass wir uns bereits im Dritten Weltkrieg befinden. Die Welt erlebt einen Regimewechsel und das neue ist noch im Fluss. Sicher ist hierbei, dass eine lange Phase internationaler Kooperation in eine Phase der Konfrontation übergegangen ist, in der etablierte Regeln über Bord geworfen und *Pacta Sunt Servanda* nicht länger gilt. Und doch haben die US- und die globalen Aktienmärkte, während ich diese Zeilen schreibe, erneut Allzeithochs erreicht, wobei der MSCI ACWI Index knapp 70% über seinem Tiefstand vom Oktober 2022 liegt.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



MSCI All Countries World Index (USD), Bloomberg, 25JUN2025

Trotz aller geopolitischen Spannungen, Kriege, steigender Schulden und Zinsen war es selten so einfach, an den Aktienmärkten Geld zu verdienen, auch wenn Anleiheinvestoren eine viel schwierigere Zeit hatten und im gleichen Zeitraum insgesamt real Geld verloren haben. Daher spiegelt „**Nothing Ever Happens**“ die Erfahrungen langfristiger Anleger an den US-Aktienmärkten sicher korrekt wider.

(Un-)Glücklicherweise (je nach Sichtweise) bin ich schon lange genug im Geschäft, um zu wissen, dass solche grundlegenden Veränderungen schlussendlich immer **eine Rolle spielen (Nothing ever matters - until it does!)**. Aus Marktsicht ist das dann der Fall, wenn Preise auf gute und schlechte Nachrichten wieder gleichermaßen reagieren. In der jüngeren Vergangenheit haben die US-Aktienmärkte stattdessen ein asymmetrisches Risikoprofil ausgewiesen, bei dem schlechte Nachrichten nur zu mäßigen Korrekturen führten, während deren Aufhebung oder gute Nachrichten für unverhältnismäßig stärkere Anstiege sorgten. Dies prägt insgesamt die Zeit nach der globalen Finanzkrise, hat sich aber in jüngster Zeit noch verstärkt. Dabei scheinen Fundamentaldaten eine immer geringere Rolle bei der Bestimmung der Aktienkurse zu spielen, was mit rekordhohen Bewertungen einhergeht.

**Nothing Ever Matters** gilt m.E. auch für politische Entwicklungen, insbesondere in den USA. In meiner Analyse versuche ich die Politik objektiv zu beurteilen, aber das fällt angesichts des offensichtlichen Mangels an Ehrlichkeit, Integrität und Souveränität der Trump Regierung, einschließlich der Maßregelung und Einschüchterung selbst langjähriger internationaler Verbündeter, zunehmend schwer. Die offensichtliche Selbstbereicherung, Korruption und Betrügereien eines Präsidenten, der offen persönliche Geschenke von ausländischen Mächten im Wert von Hunderten von Millionen Dollar annimmt, hochkarätige Geschäftsabschlüsse für das Familienunternehmen tätigt und seine Anhängerschaft mit dem Verkauf von goldenen Bibeln bis Kryptowährungen ausbeutet, würde ich in diktatorischen Bananenrepubliken erwarten, aber nicht in dem Land dass sich als Vorbild westlicher Demokratie und Freiheit sieht.



Dies alles erfolgt unter ständiger Berufung auf christliche Werte, die sogar Pharisäer erröten lassen würde. Dabei unterstützt man Kriege, deportiert (gering bezahlte) Einwohner ausländischer Herkunft ohne ordentliche Verfahren, und erklärt alles für Fake News, was nicht ins eigene Wunschbild oder Lügengebilde passt. Kritischer Diskurs wird dabei durch Selbstbeweihräucherung ersetzt und der Politikfokus scheint einzig auf dem Vorteil der eigenen Sippe und deren Speichelleckern zu liegen. All das erscheint mir zutiefst heuchlerisch und unanständig. Wo sind die christlichen Werte im gelebten MAGA (Make America Great Again), das als Inbegriff von „[Alle für einen - und mehr für mich](#)“ erscheint?

Wenn man sich die westlichen Demokratien anschaut, dann bieten die USA m.E. eine neue Dimension des moralischen Verfalls. Zumindest zeigen europäische Politiker den Willen sich um das Wohl des Volkes zu kümmern, auch wenn es meist an Kompetenz und / oder Charakter zu mangeln scheint. Derweil wirkt China's Staatspräsident Xi, der als letzter einer Reihe von Vorgängern eine unglaubliche Modernisierung des Landes vorangetrieben und eine Milliarde Menschen aus der Armut in die Mittelschicht geführt hat, wenn auch unter starker Einschränkung der individuellen Freiheit der Bürger, wie ein echter Staatsmann. Auf dem Papier ist auch in den USA der Lebensstandard gestiegen, aber davon hat ein kleiner Teil der Bevölkerung überproportional profitiert, während alle anderen zurückblieben. Warum sonst hätte die Lebenshaltungskostenkrise / Inflation die Liste der Sorgen der US-Bürger vor den letzten Wahlen angeführt?

Mark Twain hat einmal festgestellt: *„Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.“* – Daher befürchte ich, dass MAGA ähnliche Wurzeln haben könnte wie „Deutschland wieder den Deutschen“, obwohl ich aufrichtig hoffe, dass diese Befürchtungen unbegründet sind. Aber eine politische (und auch sonstige) Führungsrolle bringt nicht nur Vorteile mit sich, sondern auch Verantwortung. Die derzeitige US-Regierung scheint mir vor allem an Ersterem interessiert zu sein, aber nicht mehr bereit, Letzteres zu akzeptieren.

Und das hat Konsequenzen. Um aus einer aktuellen Ausgabe des [Asia Sentinel](#) zu zitieren: *„Globale Macht ist nicht mehr das, was sie einmal war. Es geht weniger um Dominanz als um Legitimität. Die globale Führungsrolle der USA beruhte nicht nur auf wirtschaftlicher und militärischer Stärke, sondern auch auf der Überzeugung, dass sie für etwas Besseres standen – Freiheit, Rechtsstaatlichkeit und Chancen. Diese Überzeugung ist brüchig geworden.“* (Die G7 ohne Amerika, [Asia Sentinel](#), 24. Juni 2025)

Die aktuelle Weltlage entspricht den Voraussetzungen für ein „fourth turning“, das auf einer von William Strauss und Neil Howe entwickelten Theorie beruht. Diese geht davon aus, dass die Geschichte einem zyklischen Muster aus vier Generationen archetypischer Phasen (Aufstieg, Erwachen, Zerfall, Krise) folgt. Der Zyklus gipfelt in der genannten „vierten Wende“ (Krise): *„Dies ist eine Ära der Zerstörung, oft begleitet von Krieg oder Revolution, in der das institutionelle Leben zerstört und als Reaktion auf eine wahrgenommene Bedrohung für das Überleben der Nation wieder aufgebaut wird.“* ([Wikipedia](#)) – Klingt das nicht wie eine recht treffende Beschreibung dessen, was wir gerade erleben?





Die vorherige *vierte Wende* umfasste die Weltwirtschaftskrise und den Zweiten Weltkrieg. Ehrlich gesagt können wir nur hoffen, dass sich unsere Zivilisation so weit entwickelt hat, dass wir das Leid und den Schmerz vermeiden können, die diese Ereignisse mit sich brachten, während sich der aktuelle Generationszyklus seinem Ende nähert, welches Strauss/Howe für etwa 2033 erwarten...

Ich bin daher überzeugt, dass **Nothing Ever Happens** eine völlig unpassende Beschreibung der Welt im Allgemeinen ist, auch wenn dies an den Finanz- und Aktienmärkten so scheinen mag. Die Frage ist, wann sich dies auch auf die Finanz- und insbesondere die Aktienmärkte auswirken wird. Wenn das Schlimmste, was uns in den nächsten acht Jahren bevorsteht, eine weitere Finanzkrise ist, können wir uns meiner Meinung nach glücklich schätzen.

## Halbjährlicher IASF Management Report – 1H2025

Alle sechs Monate sind wir als Fondsmanager gesetzlich dazu verpflichtet, einen Bericht über die Portfolioverwaltung für das abgelaufene Halbjahr zu erstellen. Dieser wird in den entsprechenden (Halb-)Jahresbericht unserer Fondsverwaltungsgesellschaft, der **IFM AG**, aufgenommen, der in der Regel etwa zwei Monate nach Ablauf des Halbjahres bzw. des Geschäftsjahres veröffentlicht wird. Da ich bezweifle, dass viele Anleger diesen Bericht tatsächlich lesen (die aktuellen Berichte finden Sie immer unter „Download“ auf der [IASF-Website](#)), habe ich im letzten Jahr begonnen, diesen Bericht zeitnaher in einem eigenen SR-Kapitel zu veröffentlichen:

*Die erste Jahreshälfte 2025 erwies sich als turbulent und geprägt vom Beginn der zweiten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump, der mit seiner Handels- und Zollpolitik den Rest der Welt vor sich hertrieb und mit seiner Unberechenbarkeit für ein erhöhtes Mass an Unsicherheit sorgte. Darüber hinaus wurde auch ein neuer Kriegsherd entfacht, als Israel im Juni den Iran attackierte, ein Konflikt, der innerhalb von 2 Wochen durch den Beitritt der USA und deren Unterstützung mittels Bomberangriffe in einem Waffenstillstand mündete, dessen Nachhaltigkeit abzuwarten bleibt.*

*Wirtschaftlich prägt die expansive Fiskalpolitik weiterhin das makroökonomische Bild. So wurde in Deutschland im März durch eine Grundgesetzänderung das „Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität“ geschaffen, welches ein zusätzliches Ausgabevolumen von 500 Mrd. EUR über eine Laufzeit von 12 Jahren bereitstellt. Weitere 100 Mrd. EUR wurden für den Verteidigungshaushalt und Ausbau der Bundeswehr zur Verfügung gestellt. In den USA steht zur Jahresmitte Präsident Trumps „One Big Beautiful Bill“ vor der Verabschiedung, die nicht nur die Steuersenkungen aus Trumps erster Amtszeit permanent machen soll, sondern weitere Steuererleichterungen mit erhöhten Ausgaben und Kürzungen sozialer Programme kombiniert und die Staatsverschuldung in den nächsten 10 Jahren um 3,3 Bio. USD zu erhöhen verspricht. Und in China wurde im März die Haushaltsdefizitquote von 3 auf 4% des BIP erhöht, was eine zusätzliche Verschuldung von knapp 12 Bio. CNY (1,4 Bio. EUR) ermöglicht.*





*Das sind fiskalische Impulse, die das sich verlangsamende Wirtschaftswachstum stützen sollen, aber durch weitere Schuldenerhöhung finanziert werden müssen. Zusammen mit den weltweit steigenden Importzöllen und Handelsbeschränkungen hat dies inflationäre Auswirkungen.*

*Das alles hat die Finanzmärkte im ersten Halbjahr stark beeinflusst. Die Erstkündigung von weltweiten Strafzöllen am 2. April, dem sogenannten „Liberation Day“, sorgte für eine scharfe Korrektur an den globalen Aktienmärkten, der ausgelöst durch eine dreimonatige Aussetzung ebendieser Zölle, eine ebenso rapide Erholung folgte, die zu guter Letzt in neuen Rekordhochs mündete. So konnte der MSCI World Index (in USD) im ersten Halbjahr mit einem guten Ergebnis (+8.6%) abschließen. Auffällig war in diesem Zusammenhang jedoch, dass die langjährige Übergewichtung von US-Anlagen nicht länger unumstritten ist. Dies zeigt sich sowohl an der Outperformance der europäischen Aktienmärkte sowie der Emerging Markets, wie vor allem auch an der ausgeprägten USD-Schwäche. So verlor der USD-Index (DXY) im ersten Halbjahr unter Führung des EUR (+14% gegen USD) knapp 11%. Und obwohl 10-jährige US-Staatsanleihen zur Jahresmitte bei 4.23% Rendite 35 BP niedriger schlossen als zu Jahresbeginn, erfolgte dies zum Preis einer weiter hohen kurzfristigen Verzinsung. Während nämlich z.B. die EZB im ersten Halbjahr ihren Einlagenzinssatz um weitere 100 BP auf zuletzt 2% senkte, blieb die Fed Funds Target Rate – sehr zum Ärger der Trump Administration – unverändert bei 4.5%. Wenn man berücksichtigt, dass die USA den Grossteil ihrer Schulden am kurzen Ende refinanziert, ist dies ein nicht zu unterschätzender Belastungsfaktor für den Staatshaushalt. Erwähnenswert ist hier auch noch, dass die Bank of Japan die einzige G7-Zentralbank war, die im ersten Halbjahr ihren Referenzzinssatz um 25 BP auf 0.5% erhöhte. Dies scheint angesichts einer jährlichen Inflationsrate von 3.5% noch immer viel zu niedrig und bietet einen Vorgeschmack auf das Dilemma, welches alle G7-Zentralbanken in der näheren Zukunft beschäftigen wird, nämlich wie man die zu hohe Inflation wirksam bekämpfen kann, ohne gleichzeitig die Staatshaushalte in den Ruin zu treiben.*

*Wir sind davon überzeugt, dass ein steigender Staatsanteil zwar kurzfristige Multiplikatoreffekte hat und damit das Wachstum stützt, langfristig aber durch die damit zusammenhängende zunehmende Überschuldung einen wachstumsdämpfenden Effekt hat, während die Inflation das politisch opportune Mittel zum Zweck der realen Senkung der Schuldenlast darstellt. Ein entsprechend stagflationäres Umfeld wird auch durch die demographische Entwicklung in den Industrieländern unterstützt, in denen ein wachsender Anteil an Pensionären nicht mehr im Arbeitsmarkt zur Verfügung steht und die mit dem Alter abnehmende Konsumneigung durch Auflösung ihrer Ersparnisse finanziert. Die sich beschleunigende Deglobalisierung mit zunehmenden Handelshemmnissen und Zöllen, aber auch einer wachsenden Kriegsbereitschaft und Militarisierung, sind ebenfalls inhärent inflationär.*





Der politische Wille sich diesen Trends effektiv mittels Umschuldung und Rationalisierung des Staatsapparates entgegenzustellen ist nirgendwo auszumachen. Dies hat die mit grossen Fanfaren eingeführte US DOGE (Department of Government Efficiency = Abteilung für Regierungseffizienz) in den vergangenen Monaten belegt, die neben ausgeprägtem Chaos und vielen Schlagzeilen nur einen Bruchteil der ursprünglich erwarteten Einsparungen erzielt hat, und deren enthusiastische Leitfigur Elon Musk den Kampf für eine effizientere Bürokratie inzwischen schon wieder aufgegeben hat. Stattdessen gehen wir weiter davon aus, dass die Politik diesen Trends mit Abwertungswettläufen und Schuldenmonetisierung, gekoppelt mit finanziellen Repressionsmassnahmen, begegnen wird. Der damit einhergehende Narrativwechsel an den Märkten hat schon begonnen, erlebt allerdings wie im ersten Halbjahr immer wieder Rückschläge und wird bis zur vollen Ausprägung Jahre in Anspruch nehmen.

Der IASF ist vor dem geschilderten Hintergrund als globaler Strategiefonds und Absolute-Return-Mandat aufgelegt worden. Mit unserer Benchmark-unabhängigen Anlagestrategie begegnen wir dem geschilderten Szenario mit einer diversifizierten Währungsallokation sowie der Vermeidung von G7-Staatsanleihen, deren Position teilweise durch einen erhöhten Gold- und Edelmetallanteil ersetzt wird. Auf der Aktienseite richtet sich unser Fokus auf Anlagethemen, von denen wir uns unter dem o.g. Szenario und auf längere Sicht Rückenwind erwarten. Dies sind v.a. Substanz-, Rohstoff- sowie Value-Aktien, mit einem erhöhten internationalen Fokus. Gleichzeitig haben uns die historisch ausserordentlich hohen Bewertungen, insbesondere an den US-Aktienmärkten, dazu veranlasst, einen grossen Teil unseres Aktienengagements durch Short-Positionen in US-Index Futures (Nasdaq 100 und S&P 500) abzusichern. Taktisch halten wir dies für eine angemessene Allokation, um langfristig die Kaufkraft der im IASF veranlagten Gelder zu erhöhen, ohne dabei zyklische Verlustrisiken aufgrund breiterer Aktienmarktkorrekturen in Kauf zu nehmen.

Das hat im ersten Halbjahr ordentlich funktioniert, auch wenn es immer mal wieder zu Rückschlägen kommt, wenn der Markt zurück in die alten und bewährten Muster fällt.

Wie der nebenstehende Chart zeigt, war dies insbesondere in der ersten April- sowie in der zweiten Junihälfte der Fall. Im ersten Fall führte die gesunkene Risikoneigung zu heftigen Abverkäufen konjunktursensibler Aktien, im letzteren Fall kam es zu Rückschlägen bei den Edelmetallpreisen und -produzenten, wie auch den Energieproduzenten und in der Schifffahrt, während zusätzlich unsere Short Positionen in US-Aktien Index Futures belasteten.



Ifm.li. [IASF-EUR-I-NAV-Entwicklung](#), 1. Halbjahr 2025

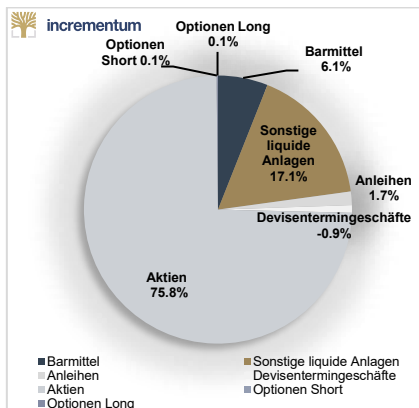






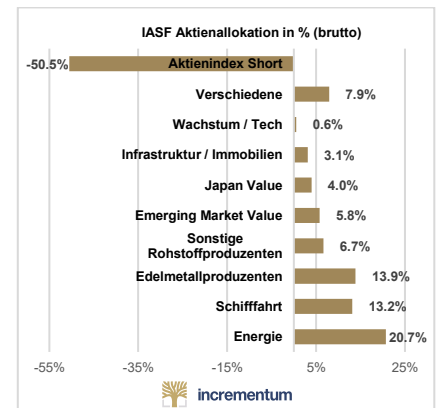
*Dieser Prozess belegt, dass der von uns erwartete Regimewechsel noch in den Kinderschuhen steckt, verdeutlicht damit aber auch das langfristige Potential, welches dieser für vorausschauende Anleger mit sich bringt.*

*Zur Jahresmitte war der IASF zu drei Vierteln (und ohne Berücksichtigung der Short Futures Positionen) in Aktien investiert. Unter Berücksichtigung der 50%igen Short-Position lag die Netto-Aktien-Allokation allerdings nur bei 25%.*



IASF-Gesamtallokation, 30JUN25

*Unsere Anlagethemen wurden angeführt von ENERGIE, EDELMETALLPRODUZENTEN und SCHIFFFAHRT, die insgesamt 63% unseres aus 90 Einzelpositionen bestehenden Aktienportfolios ausmachten, was unseren Überzeugungsgrad für diese Themen widerspiegelt.*



IASF-Aktien-Allokation, 30JUN25

*Die von uns definierten Aktienanlagethemen ergeben sich aus unseren Top-Down-Makro-Betrachtungen, über die wir in unserem Investorenbrief „Seasonal Reflections“ regelmässig berichten, während deren Bestückung auf Basis unserer Bottom-Up-Analyse erfolgt. Wir investieren wo immer möglich direkt und in Einzelanlagen, von denen wir erwarten, dass sie vom Markt unterbewertet sind und eine unseren Erwartungen entsprechende mittel- bis langfristige Realrendite abwerfen. Ausnahmen machen wir da, wo wir keine Wahl haben, wie z.B. bei den mit physischen Edelmetallen hinterlegten ETCs, da Bullion-Anlagen im UCITS-Fonds nicht zulässig sind. Ein weiterer möglicher Grund für ein Fondsinvestment ist das Angebot einer damit erzielbaren hinreichenden Diversifikation in Spezialgebieten, wie wir sie mit dem gelegentlichen Einsatz von Länder-ETFs, wie z.B. dem sich zurzeit im Portfolio befindlichen iShares Brazil ETF, oder auch mit dem Engagement im Uranium Resources Fund (URF) der Incrementum AG, vornehmen. Letzterer bildet die Ausnahme von der Regel, da wir als Incrementum AG grundsätzlich nicht in eigene Produkte investieren. Eine Ausnahme davon wird nur unter der Bedingung gewährt, dass die im Anlagefonds (hier URF) anfallende Management-Gebühr für die im investierten Fonds (hier IASF) gehaltenen Anteile vollständig in diesen rückvergütet wird.*

*Wie haben nun unsere Aktienanlagethemen im ersten Halbjahr abgeschlossen?*



Unser ENERGIE-Thema (21% der AuM) litt unter den fallenden Öl-(-10%), Gas- (-7%) und Kohlepreisen (-24%), während der Uranpreis im ersten Halbjahr um ca. 10% ansteigen konnte. Unsere Allokation innerhalb des Themas lag zur Jahresmitte bei 8% Öl- und Energie-Services, 6% Öl- und Gasproduzenten (inkl. Raffinerien), 5% Uransektor und knapp 2% Kohleproduzenten, umfasste 22 Einzelpositionen und lieferte einen durchschnittlichen Halbjahres-Total Return (in lokaler Währung) von -7% ab. Dieses Thema wird trotz seiner kritischen Bedeutung für jede moderne Volkswirtschaft und deren Wachstum von den Investoren weitgehend vernachlässigt, ist in den Marktindices historisch tief gewichtet (3.5% im MSCI World Index) und zusätzlich in der Mehrzahl der Aktienportfolios untergewichtet. Ein Grund dafür ist, dass der Investorenfokus bei der Beurteilung des Sektors vor allem auf der Nachfrageentwicklung liegt, die zu stagnieren scheint, in der Vergangenheit aber auch regelmässig unterschätzt wurde. Dabei spielt die Angebotsseite eine mindestens ebenso wichtige Rolle für die langfristige Preisbildung. Schliesslich handelt es sich hier um eine extrahierende Industrie mit hohem Ersatzinvestitionsbedarf, der schon seit Jahren nicht hinreichend erbracht wird, da die Unternehmen Cashflows und Erträge vor allem über den Grad der Ersatzinvestitionen steuern. So befinden sich die inflations-adjustierten Explorationsausgaben in der Öl- und Gasindustrie zurzeit auf dem niedrigsten Niveau seit 1956. Eine alte Börsenregel im Rohstoffbereich lautet: Die Kur für niedrige Preise sind noch niedrigere Preise. Das diese weiterhin und auch in diesem Sektor Gültigkeit hat wird sich in den kommenden Jahren zeigen.

Wie so etwas aussieht, zeigt ein Blick auf unsere EDELMETALLPRODUZENTEN (14% Allokation), die ordentlich Rückenwind von den steigenden Edelmetallpreisen erhielten und im ersten Halbjahr im Durchschnitt um 50% zulegten. Unsere Allokation in diesem Thema bestand zur Jahresmitte aus insgesamt 14 Einzelanlagen, die zu 11% den (meist) Senior-Produzenten, 2% den Royalty-/Streaming-Gesellschaften sowie 1% den Explorationgesellschaften zuzuordnen waren. Wir haben diesen Anstieg im Jahresverlauf zu Gewinnmitnahmen genutzt, da wir die Gesamtallokation zu Edelmetallen, inkl. deren Produzenten, nicht über ein Drittel der Portfolio-Assets ansteigen lassen wollen, um so – trotz unserer extrem hohen Überzeugung für dieses Thema – kein zu grosses Klumpenrisiko einzugehen.

Nicht erst seit dem Verlust des letzten 3-fachen A-Rating für US-Staatsanleihen sehen wir Gold zunehmend in die Rolle des risikofreien Reserve-Assets schlüpfen, was nicht nur durch die Tatsache unterstrichen wird, dass globale Zentralbanken als preisunelastische Käufer im Markt sind und ca. ein Drittel der Jahresproduktion absorbieren. Dieser Trend hat sich spätestens mit der Einfrierung der russischen Devisenreserven Mitte 2022 fest etabliert. Gestützt wird die Gold- und Edelmetallnachfrage natürlich auch durch den wachsenden Vertrauensverlust in Fiat Währungen, zu dem die deutliche Abwertung der Weltreservewährung USD im ersten Halbjahr zusätzlich beigetragen hat. Und wir sehen jede Menge Gründe dafür, dass sich auch private Investoren wieder vermehrt von einem Voltaire zugeschriebenen Zitat leiten lassen, welches lautet: Papiergeld tendiert immer zu seinem intrinsischen Wert und dieser ist Null!



*Was Gold- und Edelmetallaktien wie auch deren Analysten angeht, so haben diese die jüngsten Edelmetallpreisanstiege bisher mit Skepsis verfolgt und kaum nachvollzogen, da die in den Schätzungen berücksichtigten zukünftigen Verkaufspreise im Schnitt 30%(!) unter den laufenden Marktpreisen liegen. Deshalb entwickeln sich die Aktien dieser Gesellschaften zu wahren Free-Cashflow-Monstern, deren Management Teams meist noch im letzten Bullmarkt gebrannte Kinder einer typischen spätzyklischen Euphoriephase waren. Deshalb rechnen wir im Jahresverlauf weiter mit zurückhaltenden Explorations-Investitionen und sehen den Kapitalallokations-Fokus neben opportunistischen M&A-Aktivitäten vor allem auf steigende Dividenden und Aktienrückkäufe gerichtet.*

*Unser dritt wichtigstes Aktienthema war die globale maritime SCHIFFFAHRT (13% Allokation). Dieses Thema hat klar Substanz-Charakter und hat sich in den vergangenen Jahren als wertvoller Inflationsschutz erwiesen. Zur Jahresmitte hielten wir 14 Einzelpositionen, die sich hauptsächlich aus Tanker- (8%) und Schüttgut-(Dry Bulk-, 5%) Gesellschaften zusammensetzten. Das stark zyklische Verhalten dieses Sektors bringt eine hohe Volatilität mit sich, wie wir im vergangenen Jahr wieder einmal erfahren mussten. Im ersten Halbjahr hat unser Schifffahrtsportfolio im Schnitt einen Total Return von 3% erwirtschaftet, der ausschliesslich der hohen laufenden Dividendenrendite (durchschnittlich 10%) zuzuschreiben ist. Das attraktive Risikoprofil spiegelt sich auch in den weiteren Bewertungen wider: So liegt das durchschnittliche KGV bei 8,5, unser Portfolio handelt zum Buchwert sowie einem ca. 25%igen Abschlag zum NAV, und das Net Debt / EBITDA von 1,75 weist auf historisch ungewöhnlich solide Bilanzen hin. Dabei treffen auch in den von uns favorisierten Sektoren eine erhöhte Nachfrage auf ein beschränktes Angebot, das sich an einer stark alternden Flotte und einem mageren Neubau-Auftragsbuch festmachen lässt. Daher gibt es zurzeit keinen Grund nicht an diesem Anlagethema festzuhalten.*

*Das viertgrösste Thema war VERSCHIEDENE (8% Allokation), ein Topf, in den opportunistische Anlagegelegenheiten fallen, die nicht in unsere Hauptthemen passen und der zur Jahresmitte 8 Einzeltitel beinhaltet. Die Hälfte davon sind britische Gesellschaften, die einen Tabak- sowie einen Spirituosenkonzern, einen Automobilzulieferer (der sich in einem fortgeschrittenen Übernahmeprozess befindet) sowie einem Industriekonzern, der ebenfalls im Automobilzulieferbereich, aber auch im Bereich Recycling tätig ist, umfassen. Dazu kommen drei US-Unternehmen, nämlich ein integrierter Stahlkonzern, ein internationaler Lebensmittelkonzern, ein Chemie-Unternehmen sowie ein deutscher Pharmakonzern. Dieses Portfolio lieferte im ersten Halbjahr einen durchschnittlichen Total Return von 10% ab und handelt bei einem KGV von 10, einer Dividendenrendite von 3,1% sowie 25% Prämie zum Buchwert.*



Die übrigen Themen sind weniger stark gewichtet. Hier haben insbesondere EMERGING MARKET VALUE (6% Allokation) unter Führung von Pico Far East (+43%) und Alibaba (+35%) sowie INFRASTRUKTUR/IMMOBILIEN (3% Allokation) unter Führung von IWG (+32%) und VGP (+25%), jeweils mit einem durchschnittlichen Wertzuwachs von 20% gegläntzt. Auch unsere SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN (7% Allokation) schnitten mit einem Total Return von 17% unter Führung der Düngemittelproduzenten Mosaic (+49%) und Nutrien (+33%) sehr gut ab. JAPAN VALUE (4% Allokation) musste dagegen im Durchschnitt Einbussen hinnehmen (-4%). Die beste Performance lieferte jedoch das Thema WACHSTUM / Tech (0.5% Allokation) ab, welches zur Jahresmitte 2 Positionen enthält, von denen Tobii im ersten Halbjahr 125% Wertgewinn abliefern konnte. Dazu ist zu sagen, dass wir diese Position schon seit einigen Jahren im Portfolio halten, von den Unternehmensergebnissen und der Aktienperformance jedoch lange enttäuscht wurden. Wir haben dennoch an diesem Titel festgehalten, da wir Potential in diesem Unternehmen und seiner Technologie (Eye Tracking) sehen. Unsere Geduld wurde in diesem Jahr damit belohnt, dass wir auf diese Position in lokaler Währung (SEK) nun endlich schwarze Zahlen schreiben. Manche mögen sagen, dass eine 0.25%ige Positionsgrösse es kaum wert ist, sich damit zu beschäftigen. Aber wir fühlen uns in unserer Entscheidung bestätigt, dem extremen Risikoprofil kleiner Wachstumswerte mit entsprechend moderaten Allokationen zu begegnen. Und nach dem Motto „Kleinvieh macht auch Mist“ freuen wir uns, dass unsere Geduld mit diesem Titel in diesem Jahr bislang ca. 0.15% zur Gesamtperformance des IASF beigetragen hat.

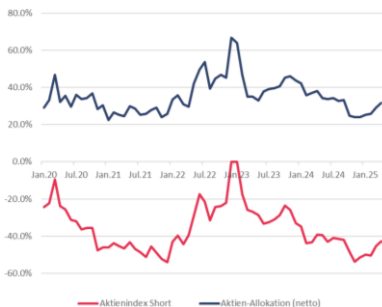
Wir hoffen, dass dies einen angemessenen Einblick in unsere Anlagestrategie und deren Umsetzung auf der Aktienseite erlaubt, mit deren Ergebnissen wir im ersten Halbjahr sehr zufrieden waren. Zu diesem Thema gehören allerdings auch noch einige Bemerkungen zu unseren US-Aktienindex-Shorts, die in den vergangenen zwei Jahren wenig zur Investorenfreude beigetragen haben.

Wir starteten das Jahr auf der Short-Seite mit einer Gesamt-Short-Position von knapp 52%, die sich zu 56% aus Nasdaq 100, 32% aus S&P 500 sowie zu 12% aus DAX-Futures zusammensetzte. Letztere Position schlossen wir im März, nachdem der DAX aufgrund des damals verabschiedeten rekordhohen Sonderhaushalts mit aggressiven Anlegerkäufen nach oben getrieben wurde. Für uns ist es tatsächlich ein Rätsel wie die fundamentalen Probleme Deutschlands, insbesondere was die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes angeht, von den Anlegern so sehr ignoriert werden kann. Aber mit der Erkenntnis, dass passive Anlageströme das Marktgeschehen bestimmen und die globalen Finanzströme wohl wieder nach einer grösseren internationalen Diversifikation streben werden, schien uns das Risiko diese Position beizubehalten zu gross, auch wenn der DAX mit einer P/E von 18, dem 2-fachen des Buchwertes und einer Dividendenrendite von 2.5% wohl kaum als günstig bewertet angesehen werden kann. Der mit dem Schliessen dieser Position realisierte Verlust hat das Halbjahresergebnis des IASF um gut 1% belastet.



Damit bleiben unsere Short-Positionen im Nasdaq 100 (NDX) sowie im S&P 500 (SPX), die beide von den Mag7, also den führenden US-Mega-Cap-Tech-Aktien (jeweils zu 62% und 32%) dominiert werden. Um unsere Short-Positionen mit der DAX-Auflösung nahe einem Gesamtmarkthoch nicht zu reduzieren, stockten wir die S&P 500 Shorts im März noch einmal um ca. 20% auf. Nach dem Liberation Day-Crash Anfang April reduzierten wir unsere NDX- und SPX-Position jeweils um knapp ein Viertel, nur um sie wenige Tage später nach einer mehr als 10%igen Rally grösstenteils wieder auf das ursprüngliche Gewicht aufzustocken, ein Manöver, das letztlich Margin-Ersparnisse mit sich brachte, die den DAX Future Verlust im Berichtszeitraum etwa ausglich. Damit haben die Aktien-Short-Positionen im ersten Halbjahr insgesamt einen negativen Portfolio-Ergebnisbeitrag von ca. 3% geleistet.

Am Ende ist dies der Preis unserer Risikomanagement-Strategie, die uns vor den negativen Auswirkungen grösserer Marktkorrekturen schützen, sowie auch von der von uns erwarteten Sektor-Rotation aus Long Duration- / Momentum-Anlagen in Substanz- und Value-Anlagen profitieren soll. In der Rückschau war dies fraglos ein kostspieliges Unterfangen. Aber wie mancher sich vielleicht über die Kosten einer Feuerversicherung für sein Haus aufregt, um bei Eintritt eines katastrophalen Feuers festzustellen, dass ihm diese die Existenz gesichert hat, so sehen wir dies auch mit den Kosten unserer Short-Futures Positionen.



IASF-Aktien-Index-Short vs -Netto-Allokation, 30JUN25

Bei rekordhohen Marktbewertungen und exzessiver Spekulation nichts zu tun ist keine Alternative für uns. Die Absicherung über Optionsstrategien kann eine Alternative darstellen, ist aber auf lange Sicht gesehen ebenfalls sehr teuer und wesentlich aufwendiger zu handhaben. Daher bleibt dies für uns ein alternativloser Ansatz, dessen Wert sich erst dann vollends darstellen wird, wenn wir das nächste Mal alle Short Positionen abgebaut haben werden.

Kommen wir nun zurück zu den weiteren Ergebnisbeiträgen innerhalb des Portfolios:

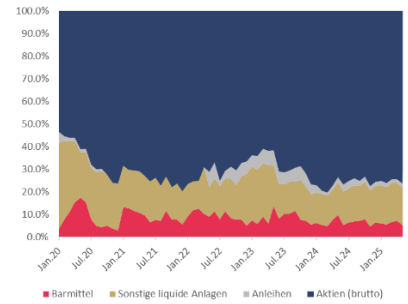
Der IASF ist ein globaler Strategiefonds, der alle im UCITS-Mantel zugelassenen Assetklassen abdeckt, und das inkludiert Anleihen. Wie jedoch oben schon berichtet, sind Staatsanleihen für uns auf absehbare Zeit kein sinnvolles Anlagemedium. Unternehmensanleihen dagegen können interessant sein. Leider drückt sich die erhöhte Risikoneigung der Anleger nicht nur in Rekordbewertungen am Aktienmarkt, sondern auch in sehr tiefen Risikomargen (Credit Spreads) bei Unternehmensanleihen aus.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Als Ergebnis halten wir zurzeit lediglich vier Anleihepositionen, die knapp 2% des Portfolios ausmachen. Es handelt sich dabei ausschliesslich um USD-Funk-Anleihen mit einer modifizierten Duration von 2.5 Jahren und einer Durchschnittsrendite von knapp 11%, deren Emittenten dem ENERGIE- und SCHIFFFAHRTs-Themen zuzuordnen sind. Die historisch höchste Bond-Allokation lag im Juni 2022 bei 7%, was jedoch nicht bedeutet, dass wir bei entsprechenden Gelegenheiten nicht auch deutlich höhere Quoten in Erwägung ziehen würden.



Historische Asset-Allokation des IASF, 30JUN25

Incrementum All Seasons Fund	
Währungsallokation	in %
USD/HKD	19.2%
GBP	5.6%
EUR	19.7%
CHF/NOK/SEK	3.3%
AUD/CAD	1.1%
JPY	19.9%
XAU/XAG/XPT/XPI	31.1%

IASF-Währungs-Allokation, 30JUN25

Ein weiterer Ergebnistreiber war auch unsere Währungsallokation.

Wie die nebenstehende Tabelle zeigt, hatte der IASF zur Jahresmitte im Wesentlichen EUR, JPY, USD und -Edelmetall-Allokationen. Die Übersicht erstellen wir auf einer „Look-Through“-Basis, d.h. wir sehen bei Aktien die Bilanzwährung anstatt der Währung des Listings als fundamental relevant an.

Schliesslich betreibt z.B. die Shell Plc ein USD-Geschäft und bilanziert auch entsprechend, auch wenn es Aktien gibt die in UK (in GBP) oder in Kontinentaleuropa (in EUR) gelistet sind. Ähnliches gilt für unsere Schifffahrts-Unternehmen, die auch wenn sie in Norwegen ansässig und in NOK gelistet sind, letztlich ein USD-Geschäft betreiben. Und unter dieser Optik ordnen wir auch Edelmetallproduzenten den jeweils hauptsächlich produzierten Edelmetallen zu, da ihre Performance von deren Preisentwicklung stark beeinflusst wird.

Zweifelsohne haben wir einen nicht unerheblichen negativen Performance-Einfluss durch unsere USD-Allokation erfahren, da der USD im ersten Halbjahr knapp 14% gegenüber dem EUR als IASF-Investmentportfolio-Währung abgab. Auch die JPY-, wie auch die GBP-Allokation erwiesen sich als negativ, auch wenn sich die Abwertung mit ca. 4% als wesentlich moderater herausstellte. Da wir insbesondere den JPY weiterhin von einer gegenläufigen Zinsentwicklung unterstützt sehen und dieser fundamental weiterhin unterbewertet erscheint, sehen wir hier für die zweite Jahreshälfte wieder Aufwärtspotential. Unsere Edelmetallallokation hat sich dagegen als positiver Performance-Treiber gezeigt. So konnten unsere physisch unterlegten Gold-ETCs 11%, Silber 10%, Platin 50% und Palladium 8% (alle gegen EUR) zulegen. Über den Anstieg der Edelmetallproduzenten haben wir weiter oben schon berichtet. Insgesamt betrachtet hat unsere Edelmetallallokation einen erheblichen Beitrag dazu geleistet den negativen Ergebnisbeitrag aus unserer international diversifizierten Währungsallokation deutlich abzumildern.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



MSCI World Index (MXWO) – 1H 2025 – in EUR



MSCI World Index (MXWO) – 1H 2025 – in USD

Quelle: Bloomberg

Den ungewöhnlich heftigen negativen Effekt, den der schwache USD auf EUR-Portfolios hatte, kann man unschwer aus den beiden obenstehenden Graphiken ablesen, die den MSCI World Index links in EUR, rechts in USD, fürs erste Halbjahr darstellen. Während der Index in USD neue Höchststände erreichen konnte und das Halbjahr mit einem Plus von 8.6% abschloss, lieferte derselbe Index in EUR einen Verlust von 4.5%.

Diese erhebliche Diskrepanz ist nicht zu unterschätzen, da Analysen zeigen, dass ein Grossteil internationaler USD-Anlagen in der Vergangenheit aufgrund hoher Absicherungskosten (z.Zt. ca. 2.5% p.a.) ungesichert blieben. Ein weiterer Grund ist sicher auch, dass sich der USD seit 2008, als EUR/USD 1.60 erreichte, in einem langfristigen und vom scheinbaren US-Exzeptionalismus unterstützten Aufwärtstrend befand. Dieser wurde, wie der nebenstehende Chart zeigt, im 2. Quartal gebrochen, und wir erwarten, dass dies einen lang-anhaltenden USD-Kursverfall nach sich ziehen wird, was unsere USD-Hedges in Höhe von 31% der AuM rechtfertigt.



EUR/USD-Wechselkurs, letzte 20 Jahre, Quelle: Bloomberg



*Abschliessen möchten wir diesen Rechenschaftsbericht mit einem kurzen Blick auf die im Portfolio generierten Cashflows. So konnten wir im 1. Halbjahr 2025 Zins- und Dividendeneinnahmen von ca. EUR 2.7m (1.8% der durchschnittlichen AuM) erzielen, während die Einnahmen aus dem Verkauf von gedeckten Optionen bei ca. EUR 1.3m (0.9% der AuM) lagen.*

*Insgesamt sind wir mit dem 1. Halbjahr 2025 nicht unzufrieden, da es uns gelungen ist trotz der widrigen Umstände (fester EUR) ein zufriedenstellend positives und über der Inflation liegendes Ergebnis zu erzielen. Möglicherweise wurde dies nicht von allen Anlegern so empfunden, da wir im Berichtszeitraum Netto-Mittelabflüsse von EUR 2.3m (ca. 1.5% der AuM) hinnehmen mussten. Wir glauben jedoch, dass das 2. Halbjahr für die breiten Aktienmärkte deutlich schwieriger werden wird, was den Wert unseres Investment-Ansatzes wieder verdeutlichen wird, und sind deshalb optimistisch, dass wir dann auch wieder Net Asset Inflows sehen werden.*

*Für weitere und aktuellere Informationen möchten wir auf die schon genannten „Seasonal Reflections“ verweisen und die Gelegenheit nutzen unseren Anlegern an dieser Stelle für Ihr Vertrauen und Ihre Geduld zu danken.*

Das ist der endgültige Entwurf meines Managementkommentars zur Geschäftsentwicklung des IASF im ersten Halbjahr 2025, wie er auch im Halbjahresbericht veröffentlicht werden wird, und ich hoffe, dass er für Sie als Leser und gegebenenfalls Investor informativ war. Wie immer freuen wir uns über entsprechendes Feedback an [iasf-info@incrementum.li](mailto:iasf-info@incrementum.li).

## Was nun?

Nachdem wir uns mit dem Rückblick auf die erste Jahreshälfte 2025 befasst haben, ist es an der Zeit, einen Blick auf die zweite Hälfte zu werfen. Bevor ich dies tue, möchte ich jedoch noch einmal auf die Ergebnisse des IASF für das erste Halbjahr zurückkommen, die möglicherweise etwas verbergen, was viele Anleger, insbesondere unsere europäischen, unterschätzt haben könnten. Schließlich liegt der Fokus meist auf unseren Aktienmarkt-Short-Positionen, die neben der Reduktion des Brutto-Aktienrisikos auch die Erwartung eines Narrativwechsels und damit verbundene Rotation innerhalb des Aktienmarktes widerspiegelt, welche bisher noch nicht eingetreten ist. Was allerdings sehr gut funktioniert hat ist, dass wir auch einen erheblichen Teil des USD-Wechselkursrisikos im Fonds abgesichert hatten. Und während uns Ersteres angesichts des schier unaufhaltsamen Bullenmarktes an den US-Aktienmärkten in den vergangenen zweieinhalb Jahren teuer zu stehen kam, hat Letzteres – obwohl ebenfalls kostspielig – den Anlegern unter dem Strich grosse Vorteile gebracht.



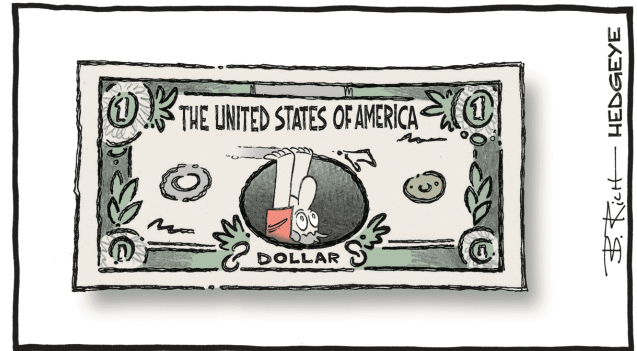




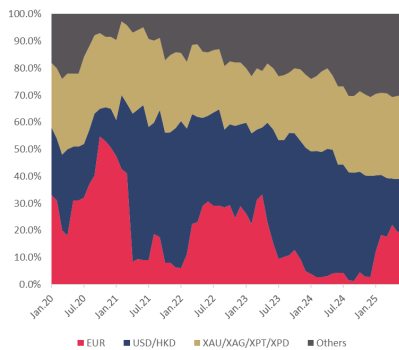
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Mir wurde dies bewusst, als ich ein Interview mit einem der führenden deutschen Fondsmanager hörte, der mit seinem Strategie-Fonds ein Vermögen verwaltet, das mehr als 100-mal so groß ist wie das des IASF, und in der ersten Jahreshälfte eine negative Rendite erzielt hat, weil er nur „15 bis 20%“ seiner USD-Allokation zum EUR abgesichert hatte („5 bis 6 % des verwalteten Vermögens“).



Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 17JUN25



Hist. IASF-Währungsallokation, 30JUN25

Neben der Wette auf den langfristigen Aufwärtstrend des USD (siehe Grafik auf Seite 15), war der Hauptgrund für die Nichtabsicherung eines größeren Teils ihres USD-Engagements schlichtweg der Kostenfaktor (derzeit ~2,5% p.a. des Basisbetrags). Die USD-Absicherung im IASF deckte dagegen 62% aller USD-Vermögenswerte auf „Look-Through“-Basis und fast 100% der auf USD lautenden Vermögenswerte des Fonds (Buchungswährung) ab. Mit anderen Worten: Ohne diese Absicherungen hätte der IASF im ersten Halbjahr 2025 ebenfalls ein negatives Ergebnis erzielt.

Wie die obige Grafik zeigt, haben wir seit Auflegung des Fonds eine recht konstante Allokation zu den Edelmetallen beibehalten, sind jedoch gegenüber den wichtigsten Fiat-Währungen, insbesondere dem US-Dollar, flexibler und opportunistischer aufgetreten, und dies wird auch in Zukunft so bleiben. Schließlich sind Wechselkurse ein wichtiger Performance- und Risikofaktor, und wir gehen davon aus, dass die Phase geringer Volatilität an den Devisenmärkten zu Ende ist. Daher werden wir versuchen, den Fonds auch in diesem Bereich vor Verlusten zu schützen, selbst wenn dies mit Kosten verbunden ist, aber auch Chancen auf der Wechselkursseite suchen, wenn dies opportun erscheint.

Apropos Absicherung gegen Kursverluste: Heute ist der 10. Juli, also der Tag, nachdem Nvidia als erstes Unternehmen überhaupt eine Marktkapitalisierung von 4 Bio. USD erreicht hat. Lassen Sie uns das einmal in Relation setzen. Laut Bloomberg beträgt die Marktkapitalisierung des Schweizer Aktienmarktes ca. 1,5 Bio. USD und die Deutschlands 3,1 Bio. USD und ist damit weniger wert als das Unternehmen Nvidia. Nur die gesamte Marktkapitalisierung Indiens (5,4 Bio.), Japans (6,9 Bio.) und Chinas (10,9 Bio.) übersteigt den „Wert“ von Nvidia. Natürlich ist der so ausgewiesene Wert von Nvidia nur ein Symptom einer Blase, die den US-Aktienmarkt zum dominierenden weltweit gemacht hat, der mittlerweile eine Gesamtmarktkapitalisierung von 54 Bio. USD aufweist, fünfmal so groß wie China, und in dem Nvidia allein 7,5% ausmacht.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



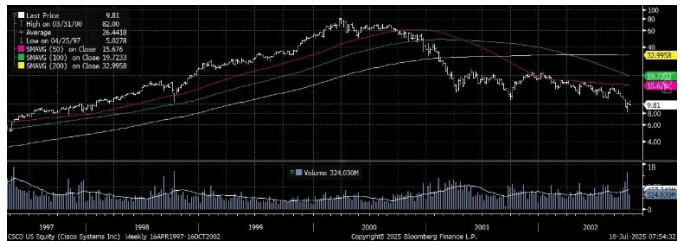
Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 22FEB24

Wie [Bill Fleckenstein](#) über Nacht kommentierte: *“Mehr Abstimmung, kein Abwägen”*, womit er sich auf ein Zitat von [Benjamin Graham](#), dem Urvater des Value Investing, bezog: *“In the short run, the market is a voting machine, but in the long run, it is a weighing machine.”* (Kurzfristig ist der Markt eine Abstimmungsmaschine, langfristig jedoch eine Waage.)

Ich bin mir natürlich bewusst, dass ich mich wie eine kaputte Schallplatte wiederhole, da sich die kurzfristige Entwicklung diesmal zunehmend die Dimensionen einer langfristigen annimmt. Aber ich bin weiterhin davon überzeugt, dass letztendlich das Abwägen das Abstimmen ablösen wird und die Anleger die Aktien von Nvidia (NVDA) für ihre außerordentlich hohen Bewertungen ähnlich abstrafen werden, wie die von Cisco (CSCO) Anfang der 2000er Jahre.



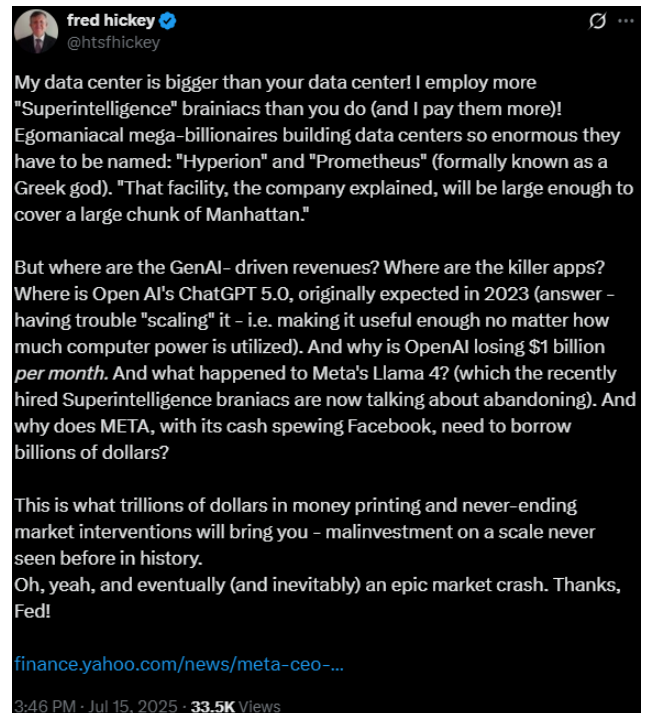
NVDA Log-Chart, vergangen 5 Jahre



Source: Bloomberg

CSCO Log-Chart, 1997-2002

Letztere kletterten zwischen April 1997 und März 2000 von 5 auf 82 USD (ein 16-facher Anstieg), fielen dann jedoch bis Oktober 2002 wieder auf ca 8 zurück und haben 25 Jahre später noch immer nicht das 2000er-Hoch wieder erreicht. Bislang ähnlich ist NVDA von 11 USD im Oktober 2022 auf derzeit 163 USD geklettert, was einem 15-fachen Anstieg in einem ähnlichen Zeitraum entspricht. Beide Unternehmen waren bzw. sind die dominierenden Ausrüster in einem neuen Mega-Tech-Investmenttrend mit extrem hohen Margen auf dem jeweiligen Höhepunkt. CSCO stürzte letztlich ab, als ein aggressiver Überinvestitionsboom zu Ende ging, und genau das wird NVDA wieder auf den Boden der Tatsachen zurückholen. Die Frage ist nur, wann oder besser noch, wie bald?



The High-Tech Strategist, Fred Hickey, [X](#), 15JUL25 (in Reaktion auf [News über weitere KI-Investments von Meta](#))



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Die aktuelle Stimmung wie auch fundamentale Entwicklungen zum KI-Ausbau der Hyperscaler sind in dem Tweet-Kommentar auf der vorherigen Seite rechts treffend zusammengefasst, den ich wie folgt übersetzen würde: „Mein Rechenzentrum ist größer als deins! Ich beschäftige mehr „Superintelligenz“-Genies als du und bezahle ihnen mehr! – Egozentrische Mega-Milliardäre bauen Rechenzentren, die so riesig sind, dass sie Namen brauchen wie „Hyperion“ und „Prometheus“ (offiziell als griechische Götter bekannt). „Diese Anlage“, erklärte das Unternehmen META, „wird nahezu so groß sein wie Manhattan.“

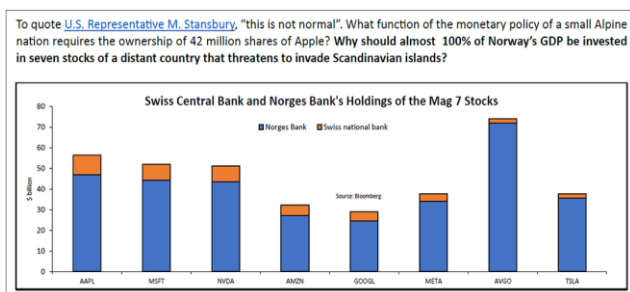
Aber wo sind die GenAI / KI-getriebenen Umsätze? Wo sind die Killer-Apps? Wo ist Open AI's ChatGPT 5.0, das ursprünglich für 2023 erwartet wurde (Antwort: Es gibt Probleme bei der „Skalierung“ – d.h. es muss noch so gestaltet werden, dass es unabhängig von der verwendeten Rechenleistung überhaupt ausreichend nützlich ist). Und warum verliert Open AI 1 Mrd. USD pro Monat? Und was ist mit Llama 4 von Meta passiert? (Die kürzlich eingestellten Superintelligenz-Genies sprechen jetzt davon, das Projekt aufzugeben.) Und warum muss META mit seinem Goldesel Facebook Milliarden von Dollar an Krediten aufnehmen?

Das ist es, was Billionen von Dollar an Gelddrucken und endlosen Marktinterventionen bringen – Fehlinvestitionen in einem Ausmaß, wie es die Geschichte noch nie gesehen hat. – Oh ja, und schließlich (und unvermeidlich) einen epischen Marktcrash. Danke, Federal Reserve!“

Unterdessen findet das Abstimmen statt des Abwägens auch auf dem breiteren Markt statt, der weiterhin von großkapitalisierten Technologiewerten dominiert wird, und die allgegenwärtigen Aktienpromoter finden immer neue Wege (s. rechts), um Investoren und Spekulanten anzulocken. Und dabei machen die Mag 7 doch schon ganze 62% des [Nasdaq 100](#) und 32% des fünfmal größeren [S&P 500 aus](#), was in jedem historischen Vergleich einen extrem hohen Indexkonzentrationsgrad darstellt. – Wo ist hier die Diversifikation?



Ein neuer Ort ihr Geld zu parken..., [CNBC's Jim Cramer](#), 14JUL25



[M'tourist Private Feed Recap](#), Substack, 3JUN25

(Welche Funktion der Geldpolitik eines kleinen Alpenstaates (CH) erfordert den Besitz von 42 Mio. Apple-Aktien? Was rechtfertigt die Anlage von fast 100% des norwegischen BIP in 7 Aktien eines Landes, das die skandinavischen Inseln zu erobern droht?)

Dies ist das Ergebnis von mehr als einem Jahrzehnt, in dem passive Anlageinstrumente und Fonds von den US-Märkten wie Fliegen von einem Misthaufen angezogen wurden. Die nebenstehende Graphik verdeutlicht das entsprechende Ausmass, wenn man sieht das nahezu 100% des norwegischen BIP in Mag 7 investiert sind? – Wow! Was für eine unglaubliche Statistik.





Ist das normal? – Wohl kaum, aber es ist letztlich das Ergebnis eines sich selbst verstärkenden Prozesses, der aus der globalen Finanzkrise hervorgegangen ist, als aggressive geldpolitische Impulse neu definiert und das Konzept der Anleihekäufe durch Zentralbanken wiederbelebt wurde, was zu jahrelangen Nullkapitalkosten im Rahmen der Nullzinspolitik (ZIRP) führte. Verstärkt wurde dies durch den Niedergang aktiver Investmentmanager zugunsten passiver Anlageinstrumente, wodurch das Abwägen weitgehend weggefallen ist und Preise nur noch per Abstimmung zustande kommen, und noch verlängert wurde es durch die Verlockung eines etablierten Trends und die Gier nach schnellem und leichtem Geld, die gegen Ende eines Zyklus immer die Stimmung dominiert.

Natürlich haben auch wir diese Entwicklung stark unterschätzt. Vielleicht, weil ich ein altmodischer Investor und Analyst bin, der seit mindestens einem halben Jahrzehnt daran glaubt, dass der gesunde Menschenverstand und Vorsicht über rücksichtsloses Spekulieren siegen wird. Oder um es mit einem ungenannten Freund von [David B. Iben](#), Co-CIO bei Kopernik Global Investors LLC, zitiert in dessen letzten [Investorenbrief](#) zu sagen: *„Erstens erscheint es mir einfach nicht richtig, dass Investieren der einzige Beruf auf der Welt sein soll, in dem man ohne Arbeit bessere Ergebnisse erzielen kann als jemand, der sein Leben diesem Beruf widmet. Zweitens widerspricht es meinem Verständnis von Kapitalismus, zu investieren, ohne die Fundamentaldaten der Unternehmen zu berücksichtigen, und Geld nur aufgrund von Popularität anzulegen.“*



Japans Topix Index seit 1980, Bloomberg, 30JUN25

Und es ist ja nicht so, als hätte es nicht schon große Bullenmärkte gegeben, die nahe ihrem Höhepunkt absolut unbezwingbar schienen. Wir erinnern uns nur nicht daran oder neigen dazu zu argumentieren, dass diesmal alles anders ist. Die Anleger sollten sich daher heute fragen: Ist es denkbar, dass die US-Aktienmärkte dem Muster der japanischen Märkte der 80er folgen könnten?

Ich halte das für eine sehr wichtige Frage. Schließlich habe ich in den späten 80er Jahren, als der Topix seinen Höchststand erreichte, schon verantwortlich investiert und die Marktentwicklung in den folgenden 35 Jahren professionell verfolgt, von denen die ersten 23(!) Jahre eine ständige Abstrafung für die „Buy-the-Dip“-Anleger waren. – Unvorstellbar?





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## Historische Wertentwicklung in % (per 30.06.2025)

Per Ende	Fonds
2025	-0.84%
MTD	
YTD	3.76%
2024	-2.84%
2023	4.53%
2022	37.95%
2021	15.93%
Seit Lancierung	74.31%
Seit Lancierung (annualisiert)	9.58%

Auflage: 06.06.2019

Historische Performance der IASF-EUR-I-Anteilsklasse, 30JUN25

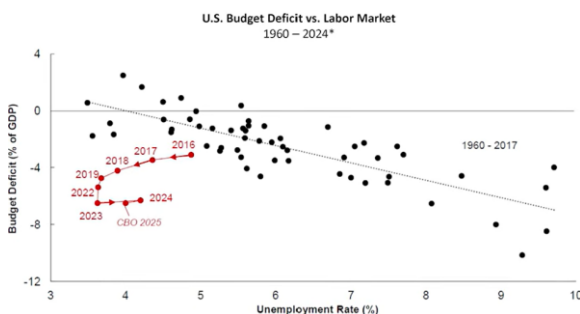
Sicher nicht! – Genau deshalb haben wir unser sorgfältig ausgewähltes Aktienportfolio mit zeitweise erheblichen Short-Positionen in US-Aktienindizes abgedeckt, auch wenn uns dies Performance gekostet hat. Dabei ist es uns dennoch wie vorgenommen gelungen, eine Performance zu erzielen, die die Kaufkraft unserer Anleger deutlich gesteigert hat.

Allerdings hat mich die Erfahrung gelehrt, dass wir den Beginn des Bärenmarktes nicht terminieren können, denn der derzeitige Bullenmarkt hat schon zu viele ehemals sichere Anzeichen einer Trendwende ignoriert. US-Aktien haben einen scheinbar endlosen Sommer erlebt, aber ich bin mir sicher, dass der Zyklus nicht abgeschafft wurde und der Winter kommt! Als verantwortungsbewusste Verwalter der uns zu treuen Händen anvertrauten Gelder unserer Anleger (und unserer eigenen), bei denen es sich um hart ersparte Mittel handelt, können wir es uns nicht leisten diese zu verbrennen.



„Haben wir einen Platz für die Asche unseres Portfolios?“ Quelle unbekannt

Aber um zum Makroausblick zurückzukommen: Es besteht kein Zweifel daran, dass der Kurs der US-Wirtschaft maßgeblich den Kurs der Weltwirtschaft und damit auch die Entwicklung der globalen Aktienmärkte bestimmen wird. Als jemand, der seit 2019 bereits mehrmals eine Konjunkturabkühlung bzw. Rezession in den USA vorhergesagt hat, möchte ich mich auch hier mit terminlichen Prognosen zurückhalten. Aber es stellt sich selbstverständlich die Frage, was eine US-Rezession auslösen könnte.



Sources: Treasury, BEA, BLS, CBO, Haver, IMF, Nikkei as of September 30, 2024

\* Excludes 2020 and 2021.

US-Haushaltsdefizite vs Arbeitslosenrate, DoubleLine Capital, YouTube, 12JUN25

Persönlich glaube ich, dass Schulden und Haushaltsdefizite hierbei eine wichtige Rolle spielen. Was die vergangene Dekade von allen anderen Perioden seit den 1960er Jahren unterscheidet, ist, dass die USA selbst in Zeiten des Wirtschaftsbooms durchweg exorbitante Haushaltsdefizite verzeichneten. Vor 2017 gingen niedrigere Arbeitslosenquoten, die typischerweise mit einem Boom einhergehen, immer mit sinkenden Haushaltsdefiziten und in einigen Jahren sogar mit Überschüssen einher.

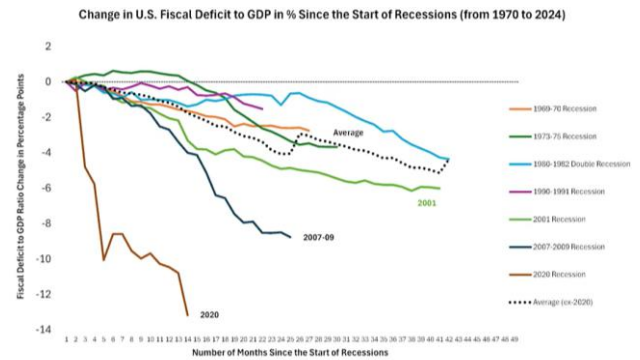




# Incrementum All Seasons Fund

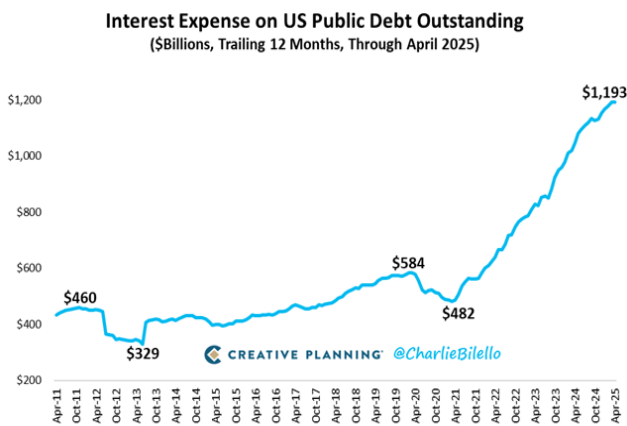
- in pursuit of real returns -

Aber nach 2017 stiegen die Haushaltsdefizite weiter an, obwohl die Wirtschaft so stark schien, dass sie weithin als „außergewöhnlich“ bezeichnet wurde. Es ist jedoch nichts Außergewöhnliches daran, über seine Verhältnisse zu leben. Und der Chart rechts zeigt klar auf, wie außergewöhnlich(!) die beiden letzten Perioden nach einer Rezession, 2007-2009 sowie 2020, in Bezug auf den Anstieg der Staatsverschuldung waren.



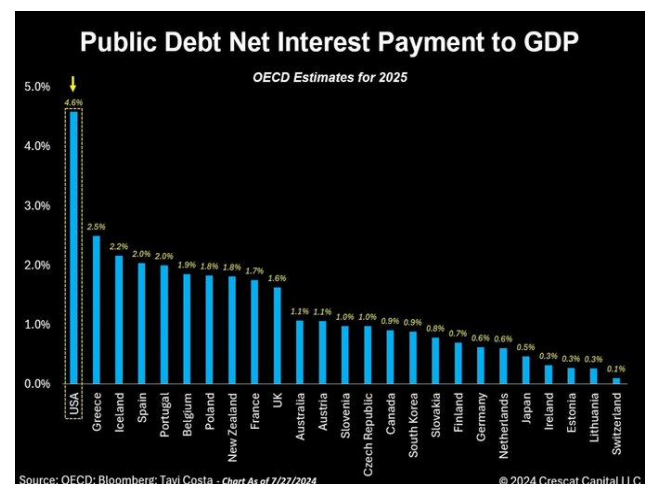
Veränderung der US-Neuerschuldung in % des BIP seit Rezessionsbeginn, DoubleLine Capital, YouTube, 12JUN25

Zu der steigenden Flut roter Zahlen hat auch beigetragen, dass die Beschleunigung der kreditfinanzierten Staatsausgaben in den letzten vier Jahren (Primärdefizit wird mit ca. 3% geschätzt) mit steigenden Zinsen einherging. Damit versuchte die Geldpolitik den durch die Covid-Schuldenorgie entstandenen Inflationsdruck einzudämmen, was zu einer Zinskosten-Explosion führte. Letztere werden b.a.w. steigen, da weiter festverzinsliche Anleihen mit niedrigen Renditen fällig werden und zu höheren Zinsen refinanziert werden müssen.



Zinslast der ausstehenden US-Staatsschulden in Billion USD  
The Week in Charts, Charlie Bilello, 28MAY25

Nach Schätzungen der OECD wird die US-Regierung im Jahr 2025 voraussichtlich 4,6% des BIP für den Schuldendienst aufwenden, was fast doppelt so viel ist wie Griechenland mit 2,5% des BIP. Dies ist auch ein Hauptgrund für das Bestreben der Trump-Regierung, dieses Problem durch die Erhöhung von Einfuhrzöllen oder die Anwerbung ausländischer Direktinvestitionen zu lösen. Ersteres ist ein Versuch, die (Steuer-)Einnahmen zu steigern, die ihrer Meinung nach von den Exporteuren geleistet werden, Letzteres soll private Investitionen und das Wachstum ankurbeln, was letztendlich auch die Staatseinnahmen steigern dürfte.

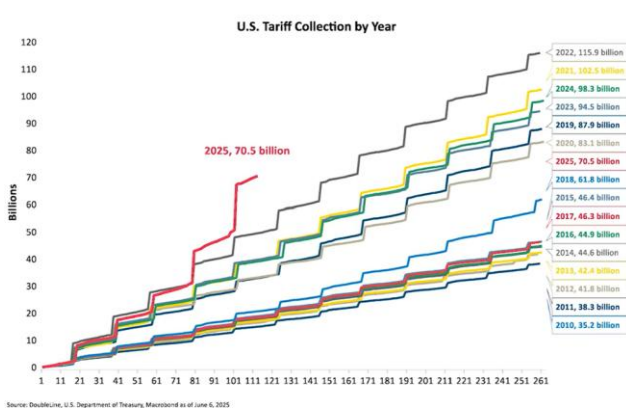


Nettozinszahlungen der öffentlichen Hand in % des BIP, OECD-Schätzungen, @TaviCosta, X, 6JUN25



# Incrementum All Seasons Fund

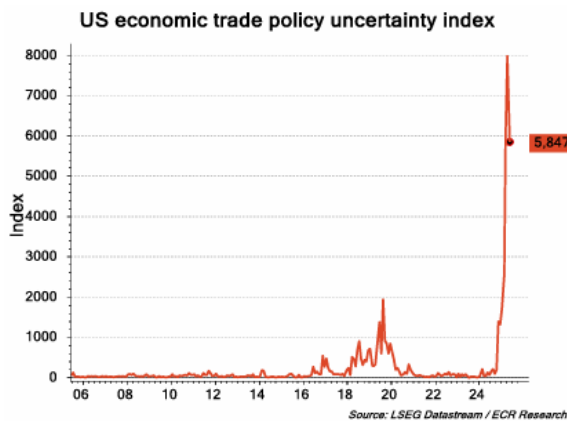
- in pursuit of real returns -



US-Zolleinnahmen der vergangenen Jahre (in Mrd. USD), DoubleLine Capital, [YouTube](#), 12JUN25

Kann das funktionieren? Nun, die Zolleinnahmen steigen schon und könnten nach Expertenmeinung bis zu 300 Mrd. USD pro Jahr erreichen. Welche Kosten für Administration und Compliance-Maßnahmen anfallen, bleibt abzuwarten. Die Geschichte zeigt, dass dies kein wirksames Instrument zur langfristigen Steigerung der Staatseinnahmen ist, da es zu Ausweichmanövern seitens der Exporteure führt und im Extremfall negativer Exportmargen zu Versorgungsengpässen und angebotsbedingter Inflation im Importland.

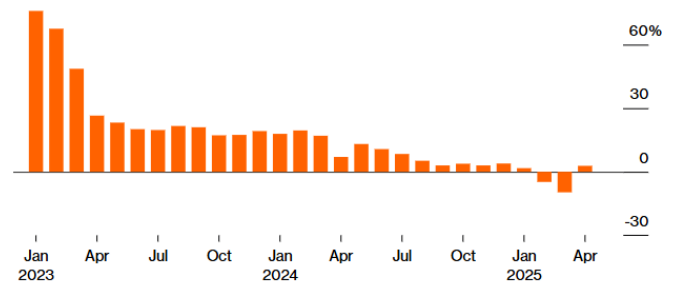
Es bleibt also abzuwarten, wie erfolgreich diese Politik sein kann. Vorerst hat sie die Unsicherheit massiv erhöht, was für Investitionsentscheidungen der Privatwirtschaft nicht förderlich ist.



Index der Unsicherheit in der US-Handelspolitik, 5JUN25, ECR Research

## Visitor Deficit

Foreigners arriving in the US by air, year-over-year change



Source: US International Trade Administration

Entwicklung der ausländischen Besucherzahlen (Ankunft an Flughäfen), Trump's \$12 Billion Tourism Wipeout, [Bloomberg](#), 6JUN25

Eine weitere Folge der unberechenbaren und aggressiven Taktik der Trump-Regierung ist ein deutlicher Rückgang der ausländischen Besucher, was wachstumsdämpfend wirkt.

Inwieweit dies durch Erwerber Goldener Visa kompensiert wird, „die Investoren einen Weg zur Aufenthaltsgenehmigung und Staatsbürgerschaft eröffnet, wenn sie mindestens 5 Mio. USD in Projekte innerhalb der USA investieren“, bleibt abzuwarten, da das Land nicht mehr als Leuchtturm der Freiheit und Hoffnung erscheint. – Was ist aus „Gebt mir eure Müden, eure Armen, eure geknechteten Massen, die frei sein wollen, den elenden Abschaum eurer besetzten Küsten“ geworden? (Auszug aus „[The New Colossus](#)“ von Emma Lazarus, 1883, zu lesen auf der Freiheitsstatue)



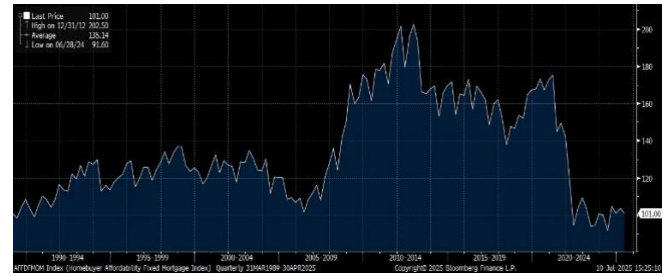
Trump's Golden Visa, [Wikipedia](#)





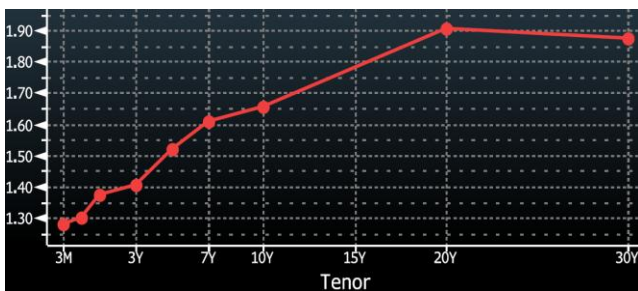
Wir haben hier viel über die US-Regierung und ihre Absichten gesprochen, was deutlich macht, wie wichtig der Staat als treibende Kraft für Volkswirtschaften geworden ist – und das ist keineswegs nur ein Problem der USA. Aber für uns sind die USA die Haupttriebkraft der Weltwirtschaft, und es gibt viele Warnsignale, dass besonders die wichtigen US-Verbraucher unter Druck stehen.

So befindet sich die Erschwinglichkeit von Wohnraum auf einem der schlechtesten Niveaus seit 40 Jahren, Kreditkartenausfälle nehmen zu und behördlich schätzt man, dass die Aufhebung des Schuldenmoratorium für Studenten in diesem Jahr noch 25% der 42,7 Mio. Kreditnehmer (mit 1,6 Bio. USD Gesamtverschuldung in den Bankrott treiben wird.



Index der Erschwinglichkeit von Eigenheimen, Bloomberg

Das Bild weltweit ist nicht viel besser. Chinas Wirtschaft hat mit dem Druck auf seinen Außenhandel, einem schwachen Immobilienmarkt und Rekordverschuldung zu kämpfen, die das Wirtschaftswachstum dämpfen. Was China hilft, ist, dass seine Währung stabil geblieben ist und die Zinsen sowohl absolut als auch im Vergleich auf einem Rekordtief sind.



Chinas Staatsanleihen-Renditekurve, 10JUL25, Bloomberg

Darüber hinaus gibt es auch – bislang unbestätigte – Gerüchte, dass Präsident Xi seine Macht verliert, was die zukünftige politische Ausrichtung und Stabilität Frage stellen könnte.

Allerdings hat China als Werkstatt der Welt auch viel Einfluss bei Zollverhandlungen. Das wurde letzten Monat beim Abschluss der Sino-US-Gespräche in London deutlich, die allgemein als Sieg für China gewertet wurden. Um dies mit einigen Zahlen zu verdeutlichen: Chinas Exporte beliefen sich im vergangenen Jahr auf 3,5 Bio. USD (20% des BIP), davon gingen 526 Mrd. USD (15%) in die USA. Selbst wenn man dabei noch die Transithandelsströme mit einschliesst, dürfte dies für China immer noch verkräftbar sein.

Exhibit 3: China's well entrenched position in global value chains will be hard to replace



Source: WITS, Moran Stanley Research

Anteil an der globalen Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe, [M'tourist Private Feed Recap](#), 9JUL25







Schließlich ist „Chinas industrielles Gemeingut ein tief integriertes Ökosystem aus Fähigkeiten, Werkzeugen, Lieferungen und institutionellem Wissen. Es lebt von: räumlicher Nähe, schneller Iteration, technisch geschulten Arbeitskräften in großem Umfang und einem dichten Netz aus Subunternehmern und Spezialfirmen. Das sind keine Dinge, die man von der Stange kaufen kann. Sie sind das Ergebnis jahrzehntelanger Investitionen, öffentlicher und privater. Deshalb kann Apple seine Lieferkette nicht einfach nach Texas oder Tamil Nadu verlagern. Es geht nicht nur um Kosten. Es geht um Kapazitäten.“ ([Apple in China](#), Patrick McGee, 2025)

Darüber hinaus ist China die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt und gemessen an der Kaufkraftparität gar die größte. Das Land hat viermal so viele Haushalte wie die USA, und die Sparquote lag im vergangenen Jahr bei 25% des verfügbaren Nettoeinkommens, was etwa 2,5 Bio. USD entspricht und weiter steigt. Ja, China ist hoch verschuldet, aber es hat auch etwas vorzuweisen: „China hat 48.000 km Hochgeschwindigkeitsbahnstrecken gebaut. Die durchschnittliche Zahl der Fahrgäste in diesen Hochgeschwindigkeitszügen beträgt täglich 16 Mio. Chinas Magnetschwebebahn hat gerade 620 MPH erreicht. Dies ist die nächste Phase des ultraschnellen Reisens. Anders als in westlichen Ländern, wo Sonnenkollektoren die Landschaft zupflastern, baut China ein 1 km weites Solarkraftwerk im Weltraum, um Energie über Mikrowellen zurück zur Erde zu strahlen.“ ([Frontline China Report](#), Simon Hunt, 7JUL25) Unterdessen sind die Stromerzeugung und -transmission des Landes modern und äußerst zuverlässig, und sein Kommunikationsnetz gilt als das am weitesten entwickelte der Welt.

Vor diesem Hintergrund sind wir weiterhin bereit, den Aussichten für China und damit auch für die Schwellenländer, die immer stärker in ihren Handels- und Finanzbeziehungen integriert sind, einen Vertrauensvorschuss zu gewähren. Daher glauben wir auch, dass die Schwellenländer von der Tendenz zu international ausgewogeneren Portfolios am meisten profitieren könnten, halten unser Engagement in chinesischen Aktien jedoch aufgrund der Bedenken hinsichtlich möglicher Kapitalkontrollen und Transferbeschränkungen auf einem minimalen Niveau.

Was uns in jüngster Zeit Anlass zur Sorge gibt, ist die Lage in Japan, wo wir trotz leicht nachlassendem Inflationsdruck und einem Anstieg der langfristigen Zinsen erneut Druck auf den JPY beobachten konnten, was auch zu einer Stagnation der japanischen Aktienmärkte geführt hat.



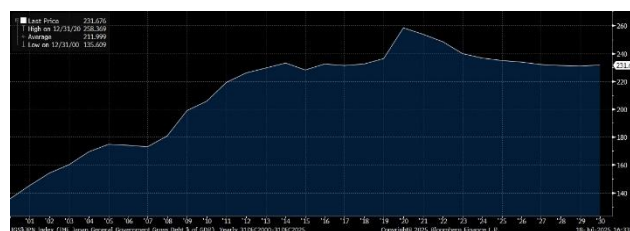
Japans Topix Index vs 10-j. JGB (oberes Feld) & EURJPY und USDJPY (unteres Feld) im Jahresverlauf, Bloomberg



Dies ist zum Teil auf politische Sorgen zurückzuführen. Die Regierung von Premierminister Shigeru Ishiba ist angesichts der nach wie vor hohen Inflation (3,3% im Juni, wobei dies noch durch niedrige Energiepreise gedämpft wurde, während sich die Preise für Grundnahrungsmittel wie Reis im vergangenen Jahr verdoppelt haben(!)) eher unbeliebt und hat bei den Wahlen zum Oberhaus am 20. Juli ihre Mehrheit verloren. Während Ishiba einen stabilen Kurs verspricht, will die Oppositionspartei die 10%ige Mehrwertsteuer auf die meisten Waren und Dienstleistungen abschaffen oder senken, was trotz Japans hoher Verschuldung eine Lockerung der Finanzpolitik verspricht. Und während Tokio sich bemüht, den schwierigen Übergang von seiner unkonventionellen Geldpolitik der Deflationsära zu bewältigen, wird das ohnehin schon schwache Wirtschaftswachstum zusätzlich durch US-Präsident Donald Trumps Androhung 25%iger Einfuhrzölle belastet. (PS: Am 23. Juli wurde ein Handelsabkommen angekündigt, welches Einfuhrzölle in Höhe von „nur“ 15% vorsieht.)

Die Oppositionsparteien argumentieren, dass eine Senkung oder Abschaffung von Verbrauchssteuern das Wachstum ankurbeln und die privaten Haushalte nach drei Jahren der Verbraucherpreisinflation über dem Zielwert der Bank of Japan von 2% entlasten würde.

Sie begründen dies mit einer stabilen Haushaltsslage: Zwar liegt Japans Bruttoverschuldung nach wie vor bei 235% des BIP, doch ist diese von 260% zurückgegangen, da der jüngste Inflationsschub die Schuldenlast durch steigende Steuereinnahmen verringert hat.



IMF: Japans Bruttoverschuldung zum BIP, Quelle: Bloomberg

Dabei ist Japans Abhängigkeit von ausländischen Gläubigern vergleichsweise gering (~12%).

Japan war schon immer das Paradebeispiel für den laufenden Staatsschuldenzyklus und dessen mögliche Lösung, die u.M.n. eine höhere Inflation zur Steigerung des nominalen Wachstums (und damit der Steuereinnahmen) als Schlüsselement beinhalten wird. In dieser Hinsicht werden die kommenden sechs Monate wahrscheinlich weitere wichtige Hinweise darauf liefern, wie sich dies entwickeln wird.



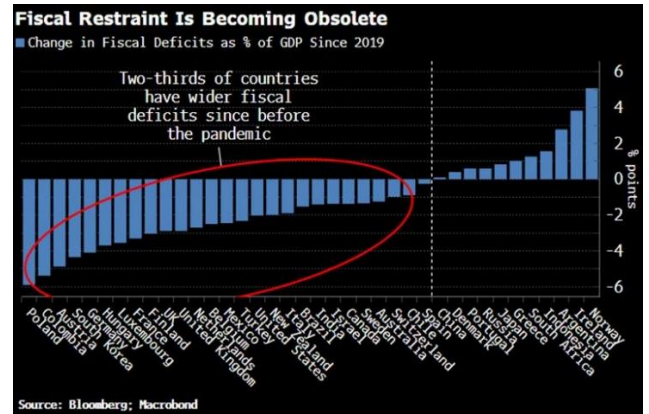
Was nun? - Hedgeye, [Macro Monday](#), 14JUL25

Zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen müssen wir seit April zyklische Verluste in unseren JPY-Positionen von ca. 1% des Fondsvermögens hinnehmen. Wir bleiben jedoch optimistisch, dass diese Verluste in 2H2025 ausgeglichen werden können, da sich die Zinsdifferenz zu anderen wichtigen Währungen (und damit die Absicherungskosten) verringern wird und wir von einer erneuten Phase der Risikoaversion profitieren könnten.



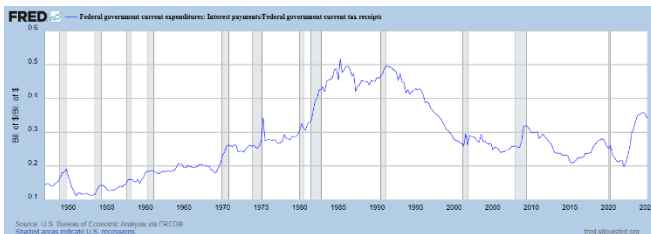
Was könnte in der zweiten Jahreshälfte noch als Katalysator für die Finanzmärkte dienen, worüber derzeit vielleicht noch nicht so viel gesprochen wird?

Die Anleihemärkte haben sich in 1H2025 insgesamt gut entwickelt und neue Emissionen ohne Probleme aufgenommen, wobei die Renditen 10-j. US-Anleihen leicht gesunken und die europäischer und japanischer Anleihen leicht gestiegen sind. All dies trotz der Tatsache, dass fiskalpolitische Zurückhaltung ein Auslaufmodell ist und fast drei Viertel der größten Nationen seit Ende 2019 einen Nettoanstieg ihrer Haushaltsdefizite verzeichnen, obwohl die Pandemie längst überwunden ist.



Veränderung der Haushaltsdefizite in % des BIP seit 2009, [M'tourist Private Feed Recap](#), 15JUL25

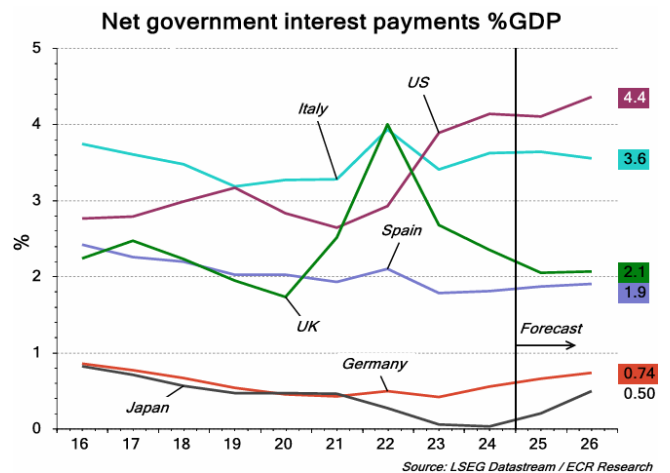
Infolgedessen ist das durchschnittliche Haushaltsdefizit im Verhältnis zu den Steuereinnahmen in den letzten 15 Jahren gewachsen, hat aber seit der Pandemie nicht wieder zum Trend zurückgefunden. Die USA stechen in dieser Hinsicht hervor, da ihr Haushaltsdefizit im Verhältnis zu den Steuereinnahmen zu den höchsten aller Länder zählt und mit dem Inkrafttreten der neu beschlossenen Steuer-senkungen (bekannt als „The One Big Beautiful Bill“) noch weiter steigen wird.



Zinszahlungen der USA in % der Steuereinnahmen, [FRED](#)

Auch im Verhältnis zum BIP belaufen sich die Zinszahlungen der USA inzwischen auf 4,4% des BIP, was unter den großen westlichen Volkswirtschaften den höchsten Wert darstellt. Dies birgt das reale Risiko einer vom Bond-Markt ausgelösten Finanzkrise, auch bekannt als „Liz Truss Moment“. So könnte z.B. eine gescheiterte Anleiheauktion zu einem sprunghaften Renditeanstieg führen, der die Politik zu einer erneuten Ausweitung der Fed-Bilanzsumme und / oder anderen finanziellen Repressionsmassnahmen zwingen könnte.

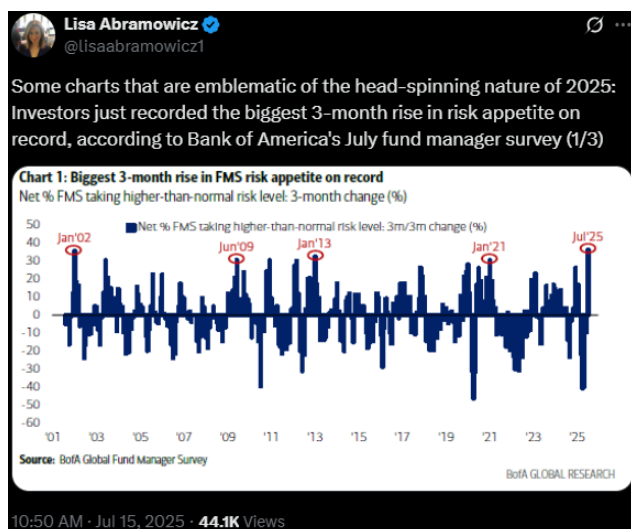
Damit ist der Anteil der Zinszahlungen an den Steuereinnahmen wieder auf das Niveau von vor fast 30 Jahren gestiegen. Mit anderen Worten: Die Kosten für den Schuldendienst (nur Zinszahlungen) verschlingen ein Drittel jedes eingekommenen Steuerdollars.



Netto-Zinszahlungen des Staates in % des BIP, [ECR Research](#),

17JUL25





Größter Anstieg des FMS-Risikoappetits innert 3 Monaten seit Aufzeichnungsbeginn, @Lisaabramowicz1, X, 15JUL25

In einer Zeit, in der die Risikobereitschaft wieder stark zugenommen hat, könnte dies die Finanzmärkte ziemlich durcheinanderbringen.

Es gibt im Allgemeinen drei Möglichkeiten, seine Finanzen in Ordnung zu bringen:

Erstens könnte eine höhere Inflation, wie derzeit in Japan zu beobachten, als vorübergehendes Ventil dienen, idealerweise in Verbindung mit Strukturreformen. Eine alleinige Abhängigkeit von monetärer Inflation in Verbindung mit finanzieller Repression würde jedoch letztendlich die Glaubwürdigkeit sowohl der Zentralbank als auch der Regierung untergraben.

Der zweite Weg besteht darin, die Dinge bis zu einem Krisenpunkt zu treiben und damit reaktiv zu handeln. In diesem Fall zögern die politischen Entscheidungsträger die Schuldeneskalation ernsthaft anzugehen, bis die Anleiheinvestoren die Geduld verlieren. Genau das erfuhr die britische Regierung unter Liz Truss im September 2022, als ein weitgehend schuldenfinanzierter „Minihaushalt“ Turbulenzen am Anleihemarkt auslöste. Diese zwangen die Regierung dazu, ihre Ausgabenpläne aufzugeben, was wiederum zum Rücktritt(s-Moment) von Premierministerin Liz Truss führte. Dies entspricht auch dem typischen Verlauf in überschuldeten Schwellenländern. Es endet in erzwungenen Sparmaßnahmen, Steuererhöhungen und Reformen unter Zwang – alles in einem Klima der Panik und Rezession.

Der dritte Weg ist präventiv und bewusst. Mit anderen Worten: Er umfasst eine umsichtige Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen, bevor die Märkte ihre eigene Disziplin durchsetzen. Politisch entspricht dies der Entscheidung für eine präventive Frühtherapie jetzt statt einer größeren Operation später. Angesichts der Tatsache, dass die Entwicklung der Staatsverschuldung für die politischen Entscheidungsträger jedoch keine zentrale Rolle mehr spielt, bin ich überzeugt, dass es dafür im aktuellen Zyklus zu spät ist, und ich sehe auch keine Bereitschaft, diesen Weg einzuschlagen.



Daher wird das Ende des laufenden Schuldenzyklus vom ersten oder zweiten Weg geprägt sein. Der Zeitpunkt des Krisenausbruchs in diesem Prozess ist jedoch nur äußerst schwer zu bestimmen, und ich befürchte, dass niemand ausschließen kann, dass die USA, aber auch andere hoch verschuldete Länder (z.B. Großbritannien und Frankreich) noch ein paar Jahre weiterwursteln können. Daher können wir die Lage nur genau beobachten und nach Anzeichen von Stress und Bruchstellen Ausschau halten.

Global Inflation Rates		
Country/Region	CPI Inflation (YoY %)	Trend vs. Prior Reading
THAILAND	-0.3%	Higher
CHINA	0.1%	Higher
SWITZERLAND	0.1%	Higher
FINLAND	0.2%	Lower
SWEDEN	0.8%	Higher
SINGAPORE	0.8%	Lower
FRANCE	1.0%	Higher
TAIWAN	1.4%	Lower
PHILIPPINES	1.4%	Higher
ITALY	1.7%	Higher
CANADA	1.7%	Unchanged
IRELAND	1.8%	Higher
INDONESIA	1.9%	Higher
EUROZONE	2.0%	Higher
GERMANY	2.0%	Lower
AUSTRALIA	2.1%	Lower
INDIA	2.1%	Lower
SOUTH KOREA	2.2%	Higher
SPAIN	2.3%	Higher
SAUDI ARABIA	2.3%	Higher
PORTUGAL	2.4%	Higher
NEW ZEALAND	2.5%	Higher
<b>US</b>	<b>2.7%</b>	<b>Higher</b>
SOUTH AFRICA	2.8%	Unchanged
NETHERLANDS	3.1%	Lower
UK	3.4%	Lower
JAPAN	3.5%	Lower
POLAND	4.1%	Higher
MEXICO	4.3%	Lower
BRAZIL	5.4%	Higher
RUSSIA	9.4%	Lower
TURKEY	35%	Lower
ARGENTINA	39%	Lower
VENEZUELA	229%	Higher

Data Source: Government Statistics (as of 7/15/25)

CREATIVE PLANNING @CharlieBilello

Globale Inflationsraten, @charliebillello, 15JUL25

Wie aus der Tabelle links ersichtlich ist, tendiert die Inflation in den meisten größeren Volkswirtschaften weiterhin nach oben, und da sich die Auswirkungen der Zölle noch nicht vollständig in den Zahlen niederschlagen und die Rohstoffpreise ihren Tiefpunkt erreicht haben, werden die oben genannten beiden politischen Wege bereits besritten. Und mit Blick auf den Elefanten im Raum, die USA, spiegelt sich die Erwartung einer künftig höheren Inflation bereits in steigenden Breakeven-Raten (d.h. der Differenz zwischen nominalen und inflationsgebundenen Staatsanleihen) entlang der gesamten Kurve wider, die seit kurzem erneut aufwärts tendieren.



US-Inflationserwartungen (anhand der Breakeven-Sätze), Bloomberg

All dies deutet darauf hin, dass es weiterhin sinnvoll ist, sich von Staatsanleihen fernzuhalten, die zunehmend wieder als Konfiszierungs-Zertifikate angesehen werden müssen, was wiederum die Nachfrage nach Edelmetallen stützt.

Nun, das ist kein schönes Bild, und falls Sie immer noch zu Optimismus neigen, möchte ich mit einer Beobachtung schließen, die in der aktuellen Ausgabe von „[Things That Make You Go Hmmm](#)“ von dem stets eloquenten und reflektierten Grant Williams überzeugend dargelegt wurde. Darin fasst er zusammen, wie die vier Jahrzehnte von 1980 bis 2020 von einer Reihe wichtiger Trends geprägt waren, die sich bereits umgekehrt haben oder zumindest dabei sind, sich umzukehren.

Dazu gehören eine steigende Weltbevölkerung, wachsender Handel und BIPs, sinkende Inflation und Zinsen sowie expandierende Bilanzen der Zentralbanken. Die damit einhergehenden sinkenden Kapitalkosten führten wiederum zu einem Anstieg der öffentlichen und privaten Verschuldung weltweit und waren letztlich verantwortlich für steigende US- und globale Aktienkurse sowie explodierende Immobilienpreise, was die Vermögensunterschiede in unseren Gesellschaften dramatisch vergrößerte. Die risikoarmen Eigenschaften dieser Jahrzehnte spiegelten sich in einem insgesamt eher stabilen Goldpreis wider. Für Grant ist die Tatsache, dass dieser jüngst nach oben ausgebrochen ist, ein Zeichen dafür, dass wir uns in einer Phase großen Wandels und damit steigender Risiken befinden, die auch von Anlegern eine andere Denkweise erfordern wird.

Ich hoffe, ich habe hier deutlich gemacht, dass wir bei Incrementum AG das alte System nicht als gegeben hinnehmen, sondern versuchen, seine möglichen Veränderungen zu antizipieren. Und allen, die eine Finanzmarktkrise für „unvorstellbar“ halten, empfehle ich, sich (noch einmal) den Film [Die Braut des Prinzen](#) anzusehen 😊

Zum Abschluss möchte ich Ihnen auch noch die „*Grundprinzipien des Investierens*“ vorstellen, die Grant Williams in dem bereits erwähnten Artikel „[Things That Make You Go Hmmm](#)“ für diese neue Zeitrechnung definiert hat:

*„Nach vierzig Jahren, in denen wir nur Rückenwind hatten, deuten alle Anzeichen darauf hin, dass wir vor einer ganz anderen Zukunft stehen – einer Zukunft, die eine Überprüfung von grundsätzlichen Anlageprinzipien erfordert, die entweder längst in Vergessenheit geraten sind oder an Bedeutung verloren haben. Oder zumindest rechtfertigt die heutige Zeit eine Überprüfung unseres Verständnisses ihrer Bedeutung:*

- *Die Zeit des Überflusses ist vorbei. – **Knappheit** ist das Gebot der Stunde.*
- *Fragilität spielt nicht länger keine Rolle mehr. – **Dauerhaftigkeit** ist entscheidend.*
- *Anfälligkeit (sowohl persönlich als auch geschäftlich) wird bestraft werden. – **Resilienz** wird belohnt werden.*
- *Wichtige Überlegungen dem Zufall zu überlassen, wird keine Option mehr sein. – **Vertrauen** wird wieder das sein, was es immer war – ein Muss.*
- *Das Zeitalter der sofortigen Befriedigung ist vorbei. – Die aufgeschobene Belohnung ist der Weg nach vorne, und das bedeutet, eine **geringe Zeitpräferenz** zu akzeptieren.*
- *Unsicherheit? – Nun, die gab es schon immer und wird es immer geben, aber **Unsicherheit ist kein Risiko**. ([TTMYGH](#), Grant Williams, Juli 2025)*

Ich schätze Grants Argumente, weil sie meiner eigenen Überzeugung entsprechen: Unser Fokus auf Anlagethemen mit Rückenwind wird durch das übergeordnete Thema „*Knappheit*“ deutlich geprägt, und ich glaube, dass ich auf den letzten 30 Seiten deutlich gemacht habe, wie sehr „*Dauerhaftigkeit*“ und „*Resilienz*“ unser Denken bestimmen.



Und ich würde mir kaum die Mühe machen, so umfangreiche und transparente Berichte zu verfassen, wenn ich nicht schon vor langer Zeit den Wert von „*Vertrauen*“ (nicht bloss) in Geschäftsbeziehungen erkannt hätte, sei es als Anlageberater oder Portfoliomanager. Und eine „*geringe Zeitpräferenz*“ kommt in unserer wiederholten Erinnerung daran zum Ausdruck, dass Investieren ein langfristiges Unterfangen ist, welches Geduld erfordert, wie auch in unserem Eingeständnis, dass wir die nahe Zukunft nicht vorhersagen können (wie in Investment-Lektion Nr. 8 auf Seite 37 festgehalten).

Und zu guter Letzt war „*Unsicherheit*“ schon immer das Kennzeichen des Investierens, denn unabhängig davon, wie hoch Ihre Überzeugung in Bezug auf eine bestimmte Anlage oder die Entwicklung makroökonomischer Trends ist, gibt es niemals eine Gewissheit über den Ausgang, was wir mit dem „*Risiko*“ beschreiben. Wir begegnen kurzfristigen Portfoliorisiken und Volatilität durch

- ❖ eine angemessene Diversifikation,
- ❖ eine Fokussierung auf Cashflows aus unseren Portfolioinvestments, die uns für das Halten von Vermögenswerten belohnen,
- ❖ eine ausreichende Cash-Reserve, die uns Flexibilität verschafft, um von unvorhergesehenen Risikoereignissen zu profitieren,
- ❖ und schließlich die Vermeidung von Benchmark-Zwängen.

Sehr geehrte Leserinnen und Leser, vieles von dem mag auf den neutralen Beobachter ein bisschen wie Weltuntergangsstimmung klingen. Daher ist es mir wichtig daran zu erinnern, dass wir unabhängig von meiner Einschätzung von Politik, Wirtschaft und Finanzmärkten immer attraktive Anlagechancen gefunden haben. Mit anderen Worten, wir haben uns im IASF nie hinter dem Halten von Cash versteckt, um auf das Wiederauftauchen von „*Value*“ zu warten oder darauf dass sich das Makro-Bild endlich aufheitert. Dies alles sind lediglich externe Einflüsse, die wir versuchen nüchtern zu sehen und die wir bei der Portfolio-Allokation und -Selektion berücksichtigen.

Und ich hoffe Sie stimmen mir zu, dass wir die oben genannten Grundprinzipien gelebt haben, und verspreche Ihnen, dass wir dies auch in Zukunft tun werden.





## Schlussbemerkungen



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

Zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen sind bereits mehr als drei Viertel des Monats Juli vergangen, und wir blicken auf einen für Anleger guten Monat zurück, der die Aussicht auf eine Erholung der Verluste von Ende Juni bietet – es sei denn, die Märkte foppen uns mal wieder 😊...

Heute Morgen wurde ein Handelsabkommen mit Japan bekannt gegeben, wonach Japan statt der zuvor angedrohten 25% nur 15% Einfuhrzölle leisten muss. Es scheint fast so, als würde die Trump-Regierung erkennen, dass sie bis zum 1. August mehr als nur eine Handvoll neuer Abkommen vorweisen muss, um nicht noch mehr an Glaubwürdigkeit zu verlieren... – Wie dem auch sei, ich habe kaum Zweifel daran, dass die USA unter Trump ihr Ansehen in der internationalen Gemeinschaft erheblich geschädigt haben. Jayme Wiggins und Eric Cinnamon von Palm Valley Capital Management fassten die ersten fünf Monate der Amtszeit in ihrem Investmentbrief für das zweite Quartal passend wie folgt zusammen:

*“Die Trump-Regierung ist schnell aus den Startlöchern gekommen und hat Duftnoten gesetzt. Innerhalb von fünf Monaten hat die Regierung vorgeschlagen Grönland zu annektieren, Kanada dazu zu drängen, unser 51. Bundesstaat zu werden, ein Meer umzubenennen, die südliche Grenze abzuriegeln, Zölle in Höhe von 145% auf China zu erheben, Zölle zurückzunehmen, die Deregulierung von Kryptowährungen voranzutreiben (und damit den Weg für ein schnelles Krypto-Vermögen der Präsidentenfamilie zu ebnen), die vorgeschlagenen Compliance-Regeln für Anlageberater deutlich zu lockern (Danke!), eine Gebühr von 5 Mio. USD für eine beschleunigte Green Card eingeführt, den Fed-Vorstand als Verlierer bezeichnet, weil er die Zinsen nicht gesenkt hat, eine neue Air Force One aus Katar begrüßt, Irans Atomanlagen bombardiert (was zu einem Waffenstillstand führte), Kongressabgeordnete bedrängt, die ihr Ausgabenpaket nicht unterstützt haben, den reichsten Mann der Welt zum Leiter einer Verschlankung der Bundesregierung ernannt, ihm feierlich für seine Bemühungen gedankt, um später zu behaupten er sei gefeuert worden, weil er „ausgedient“ habe. Was für eine wilde Fahrt!” (Palm Valley Capital Management, [2Q2025 Investor Letter](#))*







In der Tat! – Und es scheint, als hätte die Welt noch immer Mühe, sich mit dieser neuen politischen Realität auseinanderzusetzen, und als wüssten nur wenige, wie sie mit der Unberechenbarkeit, Rücksichtslosigkeit und engstirnigen Selbstbezogenheit der Trump-Regierung umgehen sollen.

*“Und das ist, glaube ich, die große Frage, die sich alle Demokratien stellen müssen: Wie schaffen wir gegen das Narrativ der Radikalen wie Trump ein anderes Narrativ zu setzen? Bisher habe ich das Gefühl, auch wenn man die internationale Politik anschaut, wir reagieren immer nur auf Trump. Es gibt kein Eigenes, sondern wir sind angewidert oder wir kritisieren ihn oder wir gehen bis zur peinlichen Schmerzgrenze wie der Nato-Generalsekretär in die Unterwürfigkeit, aber eine eigene starke symbolische Kraft fehlt – und es fehlt natürlich auch das Gesicht dazu.“* (Ulf Röller, Auslandsjournal – der Podcast, [YouTube](#), 1JUL25)

Ob die Demokratie den aktuellen Angriffen standhält, hängt stark von den Politikern und den Menschen ab, die möglicherweise die Werte, die wir gemeinhin mit Demokratie verbinden, neu definieren müssen und bereit sein müssen, diese auch zu leben, anstatt sie nur zu predigen oder von anderen einzufordern. Werte wie die Einhaltung der Grundrechte, Rechtsstaatlichkeit, Konsistenz, Mitbestimmung, (begrenzter) Staat und dessen Rechenschaftspflicht, Toleranz (ohne Diversität vorschreiben zu müssen) und Sorgen um das Gemeinwohl, um nur einige wichtige zu nennen. Wenn wir das tun, brauchen wir vielleicht keine starken Männer, die die Macht letztlich nur für sich selbst und ihr Ego missbrauchen.



Naughty & Nice (Ungezogen & Lieb) Liste, @KyleKulinski, [X](#), 15JUL2025



Was die Märkte betrifft, sollten Investoren (wie Politiker in ihrem Bereich) die Realität nicht durch die rosarote Brille, sondern nüchtern betrachten. Und insbesondere für die US-Aktienmärkte gilt dabei, dass man sich eingestehen muss, dass die Bewertungen wieder extrem hoch sind, wie die folgende Tabelle zeigt. Oder wie [Grant's Interest Rate Observer](#) in seiner jüngsten Ausgabe bemerkt:

Factor	Start Date of Data	End Date of Data	Most Recent Value	Most Recent Title
Median Price to Earnings	03/31/1964	05/31/2025	25.7	Extremely Overvalued
Price to GAAP Earnings	03/31/1926	06/30/2025	28.2	Extremely Overvalued
Price to Shiller Earnings	12/31/1925	12/31/2022	27.9	Extremely Overvalued
Price to Shiller Operating Earnings	01/31/1995	06/30/2025	33.3	Extremely Overvalued
Price to Shiller Operating Earnings (GAAP Earnings Prior to 1994)	02/29/1936	06/30/2025	33.3	Extremely Overvalued
Total Market Value to Shiller Total NIPA Earnings	02/28/1957	06/30/2025	32.5	Extremely Overvalued
Total Market Value to Total NIPA Earnings	03/31/1952	06/30/2025	28.3	Extremely Overvalued
Price to Cash-Adjusted Earnings	12/31/1973	06/30/2025	24.4	Extremely Overvalued
Price to Operating Earnings	12/31/1984	06/30/2025	25.8	Extremely Overvalued
Price to Forward Earnings	02/28/1983	05/31/2025	21.4	Extremely Overvalued
Price to 4Y Trailing & 1Y Forward Earnings	02/29/1988	02/28/2025	26.3	Extremely Overvalued
Price to 1Y Trailing & 1Y Forward Earnings	02/28/1987	02/28/2025	23.5	Extremely Overvalued
Price to Sales	01/31/1972	05/31/2025	3.0	Extremely Overvalued
Price to Book	12/31/1925	06/30/2025	5.0	Extremely Overvalued
Price to Cash Flow	01/31/1967	04/30/2025	16.3	Extremely Overvalued
Dividend Yield	12/31/1925	06/30/2025	1.2	Extremely Overvalued
Net Repurchase Yield	12/31/1984	05/31/2025	1.7	Fairly Valued
Net Payout Yield	12/31/1984	05/31/2025	2.9	Moderately Overvalued
Net Debt Reduction Yield	12/31/1984	05/31/2025	-0.8	Moderately Undervalued
Shareholder Yield	12/31/1984	05/31/2025	2.2	Moderately Undervalued
Median Free Cash Flow to Enterprise Value	02/28/1990	04/30/2025	2.2	Moderately Overvalued
Free Cash Flow to Enterprise Value	02/28/1990	04/30/2025	2.3	Fairly Valued
Median EBIT to Enterprise Value	02/28/1974	04/30/2025	5.1	Extremely Overvalued
EBIT to Enterprise Value	02/28/1974	04/30/2025	5.5	Extremely Overvalued

US-Aktienmarkt Bewertung: **Extrem** – Moderat überbewertet – Fair bewertet – **Moderat unterbewertet**, [On My Radar](#), S. Blumenthal, CMG Private Wealth Grp, 11JUL25

*“Die optimistischen Anleger werden anhaltende Gewinndynamik sicher begrüßen, denn der S&P 500 wird derzeit mit dem 22,3-fachen der erwarteten Gewinne gehandelt, während die durchschnittlichen Bewertungen für die letzten fünf und zehn Jahre bei 19,9 bzw. 18,4 lagen. Andere Indikatoren deuten auf einen historisch überbewerteten Markt hin: Der Index handelt zu 329% des Umsatzes, dem höchsten Stand seit mindestens 1990 und fast 100 BP höher als zum Höhepunkt der Dotcom-Blase. Die Free Cashflow-Rendite liegt bei 2,76% und damit nahe dem Post-Lehman Februar-Tiefstand von 2,71% und unter dem 10-Jahres-Durchschnitt von 4,19%, während die Dividendenrendite mit 1,23% unter dem Wert von 1,26% im Dezember 2021, dem Höhepunkt der Everything-Bubble, liegt.”*

Die Geschichte hat uns gezeigt, dass Finanzmärkte gelegentlich von einer Stimmung irrationaler Überschwänglichkeit beherrscht werden können, manchmal länger, als man es von rationalen Anlegern erwarten würde. Da wir jedoch davon überzeugt sind, dass letztendlich die Fundamentaldaten (d. h. der Abwägungsprozess) wieder eine Rolle spielen werden, haben wir allen Grund, unsere Anlagestrategie konsequent weiterzuerfolgen. Diese favorisiert weiterhin Anlagen mit aus unserer Sicht attraktiven fundamentalen Bewertungen sowie Sachwerte, anstatt den populären Trends nachzulaufen, die im Korrekturfall eine sehr viel höhere Fallhöhe bieten. Sie baut auch auf eine überfällige zyklische Wende in den Anlegerpräferenzen, die seit der globalen Finanzkrise US-Vermögenswerten und damit dem US-Dollar nachgejagt sind und diese entsprechend übergewichtet haben. Wie ein weiser Mann einmal treffend bemerkte: „Erfolgreiches Investieren bedeutet, dass die Leute Ihrer Einschätzung zustimmen – nur später.“ (Jim Grant, Gründer des [Grant's Interest Rate Observer](#), gemäss [Quotation](#))

Ich gebe offen zu, dass wir nun schon seit Jahren eine solch konträre Haltung einnehmen, die uns als Anleger allerdings nur kurzzeitig ernsthafte Beachtung verschafft hat. Schließlich sind es immer die etablierten Trends, von denen sich die meisten Anleger schnelle Gewinne versprechen. Dennoch haben wir unsere langfristigen Anleger nicht enttäuscht und mit unserer EUR-I-Anteilen eine Nettorendite von 9,6% p.a. (siehe Seite 21) erzielt. Dieses Ergebnis wurde mit einer Anlagestrategie ohne den Hebel einer Fremdfinanzierung erzielt, die im Durchschnitt weniger als 40% Netto-Aktienengagement aufwies.

Dennoch verzeichnete der IASF in der ersten Jahreshälfte erneut (geringe) Mittelabflüsse, was unsere Beobachtung bestätigt, dass die Mehrheit der Anleger Trendfolger sind. Die Frage an [Perplexity.ai](#), ob Privatanleger und ETF-Anleger damit die Gesamtmarktperformance schlagen, ergab folgende Antwort: *„Die Mehrheit der Privat- und ETF-Anleger schlägt den Markt auf lange Sicht nicht. Die meisten bleiben aufgrund von Markt-Timing-Fehlern, Gebühren und suboptimalen Fondsauswahlen hinter dem Markt zurück.“* – Und ich möchte noch hinzufügen, dass sie mit einer geringeren Zeitpräferenz wahrscheinlich ihre langfristigen Renditen steigern können.

Damit möchte ich die Sommerausgabe 2025 unserer Seasonal Reflections abschließen. Ich hoffe, dass meine Ausführungen ein konsistentes Bild unserer Arbeit für Investoren und solche, die es werden möchten, vermitteln konnten und ausreichend Transparenz über den Anlageprozess und die ihm zugrunde liegenden Überlegungen geschaffen haben. Wie immer freuen wir uns über Ihr Feedback [per E-Mail](#) und danken allen Lesern für ihr Interesse und unseren Investoren für ihre Geduld und das uns entgegengebrachte 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](mailto:iasf-info@incrementum.li)

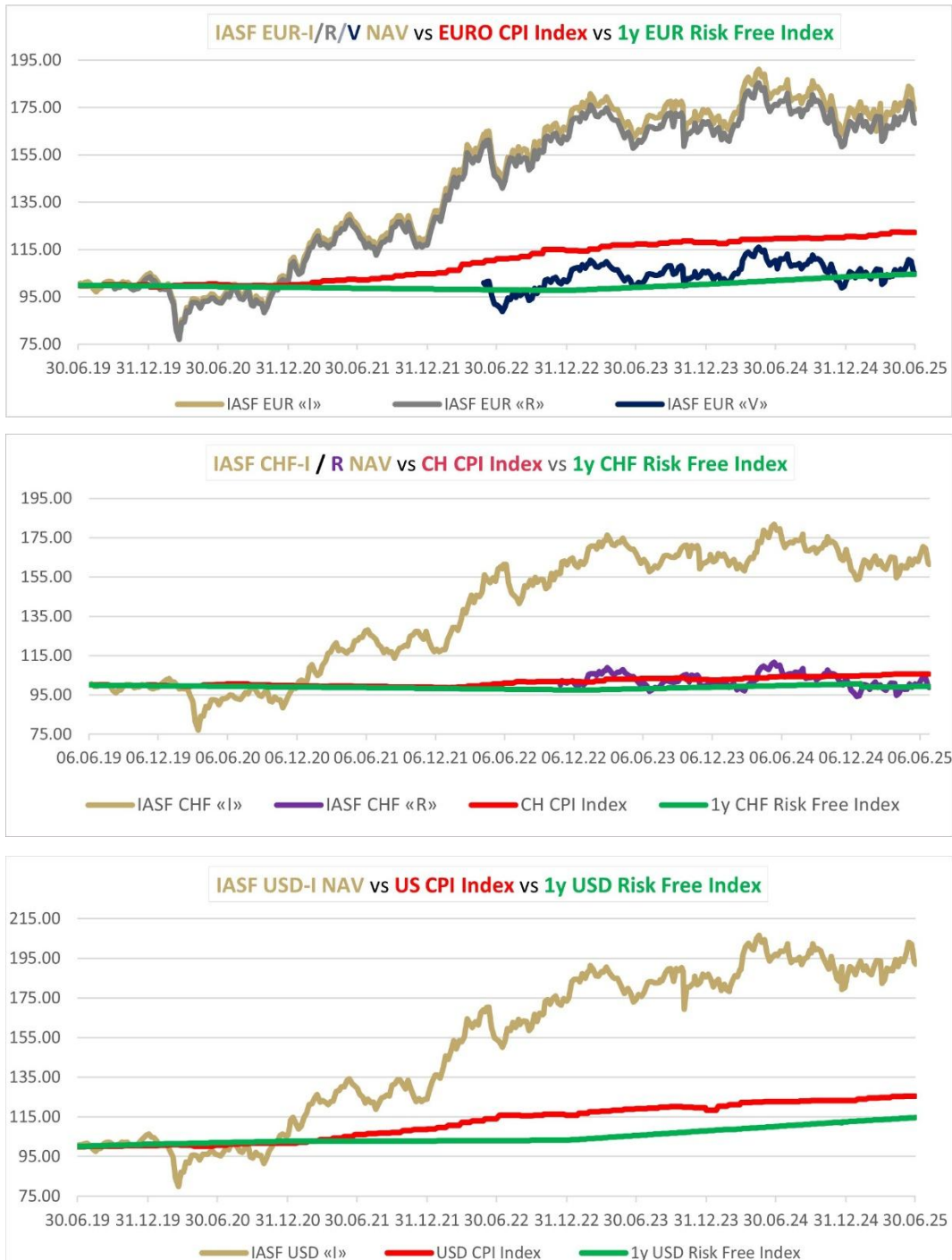
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## Anhang



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (30JUN2025), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile, 2NOV2022 für CHF-R-Anteile) auf indizierter Basis.



## IASF – 8 Investment Lektionen des Portfolio Managers

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

### Disclaimer

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

