

2026 / 02

## *Seasonal Reflections*

*Kriegsspiele*

**Liebe Leserinnen und Leser,**

nach einem volatilen April (nicht nur klimatisch) freuen wir uns Ihnen hiermit die Frühlingsausgabe unserer Seasonal Reflections zu präsentieren.

Der Frühling ist eine wunderbare Jahreszeit in diesem Teil der Welt. Es ist, als ob das Leben nach dem Schlaf der Winternacht wieder erwacht und sich Flora und Fauna gegenseitig dabei überbieten, ihre morgendliche Energie auszuleben. Das noch sanfte Licht des März mit seinen immer noch langen Schatten, die Chlorophyll-strotzenden Farben, die ersten sich entfaltenden Blüten sowie das fröhliche Zwitschern der Vögel vermitteln dabei den Eindruck von Unbekümmertheit und Leichtigkeit.



Waldspaziergang, 22MÄR2026

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

- Die unerträgliche Leichtigkeit der Finanzmärkte .....	S. 2
- Völlig losgelöst .....	S. 5
- Iran-Krieg & Ölkrise .....	S. 9
- Der Fall erneuter Stagflation .....	S. 14
- IASF-Allokations-Rückblick .....	S. 20
- Portfolio-Management Review am Beispiel Schifffahrt .....	S. 23
- Investoren-Fragen & Feedback .....	S. 27
- Zum Abschluss .....	S. 30



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

## Die unerträgliche Leichtigkeit der Finanzmärkte

Diese frühlingshafte Leichtigkeit spiegelt sich auch an den Finanzmärkten wieder. Zwar befindet sich der Iran-Krieg per 14.4. (trotz Waffenstillstand) inzwischen in seiner 7. Woche und die globalen Energie- und Rohstoffflüsse sind ernsthaft gestört und gefährdet, aber die Renditen 10-j. Staatsanleihen sind seit Kriegsbeginn kaum angestiegen, der Bloomberg USD-Index sowie der S&P500 nur wenig verändert, während der Goldpreis knapp 10% verloren hat.



The MacroTourist, Private Feed Recap, 13APR2026

Es ist fast so, als wenn nichts geschehen wäre...



CartoonStock.com

„Er droht wieder zu springen! Diesmal hat er alles verkauft und der Markt stieg wieder...“ - Harald Berlinicke, [LinkedIn](#), 31JAN2025

**Bloomberg** überschreibt dies am 14. April mit „FOMO for stocks“, wobei FOMO für *Fear Of Missing Out*, also die Angst etwas (hier: einen Aktienmarktanstieg) zu verpassen steht:

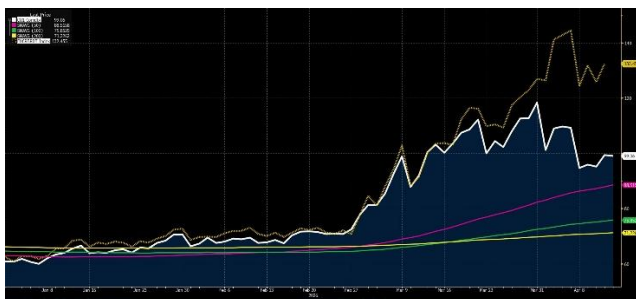
„Der Aufschwung lässt viele Anleger ungläubig den Kopf schütteln. Der Krieg hat die Kosten für viele Unternehmen und Verbraucher in die Höhe getrieben und lässt eine weitere riesige Welle von Militärausgaben seitens der ohnehin schon verschuldeten Länder befürchten. Insgesamt ist die Welt ein instabilerer Ort geworden.“



Tatsächlich lässt ein Blick auf die Finanzmärkte nichts von den jüngsten geopolitischen und makro-ökonomischen Verwerfungen erahnen: „In einem Bullenmarkt, der kein Ende zu nehmen scheint, wurden Anleger dafür belohnt und ermutigt, Risiken sowie hohe Bewertungen zu ignorieren. Wie die Bezeichnung bereits andeutet, hat während der „Everything Bubble“ nahezu alles funktioniert. Nach Jahren erheblicher Vermögenspreisinflation sind wir der Ansicht, dass die aktuellen Preise und Bewertungen die Anleger nicht angemessen für die eingegangenen Risiken entschädigen. Die Sicherheitsmargen sind gering, während die Risiken hoch sind und weiter steigen.“ (Would you rather, [Palm Valley Capital](#))

Vielleicht wird der eine oder andere unter Ihnen bei diesem Auftakt denken: „Aha, da ist wieder ein unverbesserlicher Perma-Bär...“ – Denn schließlich sind wir alle von der *Efficient Market Hypothese* (EMH) geprägt, die stipuliert, dass die Finanzmarktpreise zu jeder Zeit alle verfügbaren Informationen zu fundamentalen Entwicklungen widerspiegeln. Dies wiederum hat dazu geführt, dass immer weniger Investoren Benchmark-unabhängige, aktive Mandate verfolgen, da die EMH ja impliziert, dass man „den Markt“ unmöglich nachhaltig schlagen kann, da niemand einen Wissensvorsprung gegenüber der Masse hat, die mit ihren Anlageentscheidungen für die effiziente Preisbildung verantwortlich ist. Damit kann ein steigender Aktienmarkt eben nur bedeuten, dass positive Entwicklungen die negativen überkompensieren. Jemand wie ich, der das Marktgeschehen mit Skepsis betrachtet, unterliegt damit wohl einfach Fehlinformationen bzw. Fehleinschätzungen und -interpretationen.

Zu einer Zeit, als fundamentale Analyse und dadurch unterlegte Entscheidungsfindung noch das Verhalten der Marktteilnehmer dominierten, machte die EHS durchaus Sinn. Aber das ist schon lange her, und inzwischen befinden wir uns in einer Situation, wo der Schwanz den Hund wedelt, d.h. wo die Preissignale des Marktes zunehmend zu Rückschlüssen auf die fundamentale Situation genutzt werden. So werden am heutigen 14. April die jüngste Aktienmarkt-Rally (scheinbar wieder auf dem Weg zu und nicht mehr allzu weit entfernt von Allzeithochs) oder der Fall der Ölpreise auf wieder unter 100 USD auf bevorstehende Verhandlungen zwischen dem Iran und den USA zurückgeführt. Mit anderen Worten, und c.p., antizipieren die Anleger nicht nur ein baldiges Ende des Krieges und der Sperrung der Straße von Hormus, sondern auch eine Rückkehr des Ölpreises auf das Niveau von vor Beginn des Krieges.

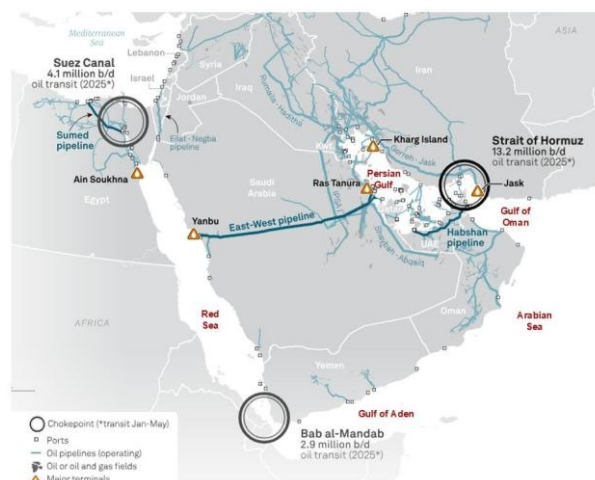


Brent Future (weiß) vs Dated Brent, Bloomberg, 14APR2020

Aber ist das realistisch? – Zeigt uns nicht der „Dated Brent“-Preis, welcher die tatsächlich gehandelten Preise für physische Barrel mit Lieferung in 10 Tagen bis zu 1 Monat reflektiert, dass der von Finanzmarktteilnehmern dominierte Brent Future ein unzutreffendes Preissignal aussendet, welches die zunehmende Knappheit physischen Öls verbirgt?



Dies kann den fundamental-orientierten Beobachter wohl kaum überraschen, hält der Iran-Krieg und die Blockade der Straße von Hormus doch seit 7 Wochen an, was zur Folge hat, dass ca. 10-12% der täglichen Ölproduktion dem Weltmarkt nicht mehr zur Verfügung stehen. Und diese Schätzung inkludiert alle Ausweichmanöver, wie die verstärkte Nutzung von Pipelines oder die Freisetzung von strategischen Reserven. Mit anderen Worten, dem Weltmarkt stehen seit 45 Tagen täglich 10-12 Mio. Barrel Öl weniger zur Verfügung als benötigt werden.



Source: S&P Global Commodity Insights, Upstream Content.  
Credit: CI Content Design; © 2025 S&P Global. All rights reserved. Provided "as is", without any warranty. This map is not to be reproduced or disseminated and is not to be used nor cited as evidence in connection with any territorial claim. S&P Global is not an authority on international boundaries which might be subject to unresolved claims by multiple jurisdictions.

Engpässe im Rohöllfluss, @biancoresearch, X, 10MÄR2026

Nach den Covid-Erfahrungen muss die Welt damit erneut feststellen, dass auch das globale Öl- bzw. Energieversorgungssystem auf Just-In-Time-Delivery baut. Daher sollte es niemand überraschen, dass die Sperrung der Straße von Hormus von der Mehrzahl der Sektor-Analysten als Worst-Case-Szenario für die globalen Energiemärkte angesehen wird. Und doch scheinen die Finanzmärkte völlig unbeeindruckt von dieser Entwicklung. – Ist das wirklich Markteffizienz?

Natürlich nicht. Stattdessen möchte ich ein Bild bemühen, welches in den *Seasonal Reflections* schon häufiger verwendet wurde, nämlich den Vergleich der Finanzmärkte mit einem Casino. Hier wird nämlich in weiten Teilen schon lange nicht mehr fundamental analysiert, mit dem Ziel eine Anlage zu tätigen, die von anderen Marktteilnehmern unzutreffend (d.h. zu niedrig) bewertet wird. Hier hat man auch keine Geduld für das Warten auf langfristige Zahlungsströme in Form von Dividenden oder gar Zinseinkommen. Stattdessen herrscht hier ein Wettfieber und die Jagd nach Trends und dem schnellen Geld, unterstützt von Narrativen, die die Realität gar nicht oder nur unzureichend wiedergeben und vor allem der Stimmungsmache dienen.

Die unerträgliche Leichtigkeit der Finanzmärkte spiegelt sich in deren Anspruch eines effizienten Preis-Systems wider, welches zunehmend von Faktoren beeinflusst wird, die wenig mit der tatsächlichen fundamentalen Lage der Weltwirtschaft und ihrer Teilnehmer zu tun haben, sondern verstärkt von Liquidität, Leverage und wachsender Handels- und Risikobereitschaft geprägt sind. [Grant Williams](#) beschreibt dies mit „*Number go up*“. Damit spielt er darauf an, dass Fundamentaldaten, Bewertungen und Risiken im Anlageprozess kaum noch eine gewichtige Rolle spielen, sondern hauptsächlich, ob der Preis einer Anlage steigt...

Haben die Finanzmärkte also noch Gewicht und Bedeutung, oder ist die Preisbildung einfach nur narrativ-getrieben und lediglich ein Spielball für (politische) Insider, Multi-Milliardäre, aggressive Anlagepools und waghalsige Retail-Investoren?



## Völlig losgelöst

Ich beantworte diese Frage mit der Feststellung, dass die US-Aktienmärkte am 14. April erneut und zum wiederholten Mal einen starken Anstieg verzeichneten, der die bis Ende März gesehenen Verluste nicht nur wettgemacht hat, sondern gar für ein moderates Plus (knapp 2%) auf Jahresbasis sorgt.

Getragen wurde dies, wie erwähnt, von Erwartungen erneuter Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran (in denen es implizit nur einen Sieger geben kann), sowie damit verbunden einer kurz vor ihrer Öffnung stehenden Straße von Hormus, und in Antizipation all dessen wieder fallenden Rohöl-Futures-Preisen. - Haben wir also mit unseren Warnungen ([Winter is Coming](#)) falsch gelegen?



„Ich weiss genau, wie er sich fühlt“, [Hedgeye](#), 4MÄR2026

Solche Zweifel sind aufgrund der erfolgten Preisentwicklung nachvollziehbar, aber ich würde diesen erwidern, dass die Finanzmärkte zunehmend mehr, um nicht zu sagen völlig, losgelöst von den fundamentalen Entwicklungen unserer Welt sind. Ein Beispiel dafür (s. Chart auf S.3) ist die weiterhin klaffende Lücke zwischen dem Brent-Futures-Preis und dem „Dated Brent“ sowie ähnlichen Preisen, die für die tatsächliche Lieferung von Rohöl gezahlt werden.



„Bullish“ sind sie einfacher zu lenken“, [Hedgeye](#), 12MÄR2026

Unsere Aufgabe als Portfolio Manager, die ihre Arbeit treuhänderisch verstehen und verrichten, ist es, solche Lücken zwischen den Preis- und Kursbewegungen und der tatsächlichen Datenlage zu analysieren und zu verstehen. Und als fundamental-orientierte Anleger richten wir uns hierbei zwangsläufig an Fakten und Daten, nicht am Preis, aus.

Die jüngste Markteuphorie stützt sich maßgeblich auf eine Korrektur der Ölpreise. Der Brent Future erreichte im März dreimal 119 USD und handelte am 15. April bei 94.5 und damit 20% unter den März-Hochs. Neben den Erwartungen erfolgreicher Friedensverhandlungen wurde dies v.a. durch die Reduktion der US Strategic Petroleum Reserve (SPR) in Höhe von rund 172 Mio. Barrel, in Koordination mit der globalen Freisetzung von 400 Mio. Barrel durch die IEA, erreicht. Damit bleiben in der SPR noch etwa 243 Mio. Barrel – der niedrigste Stand seit 1982. Bereits Anfang März griff die US-Administration auf ein ähnliches SPR-Manöver zur Senkung der Rohölpreise zurück. Die so reduzierten Reserven stellen eine harte Obergrenze für die Fähigkeit dar, derartige Eingriffe zu wiederholen.

Unserer Einschätzung nach stützen sich die Bullen in ihrem optimistischen Szenario auf verschiedene Säulen, die jedoch allesamt strukturelle Mängel aufweisen.

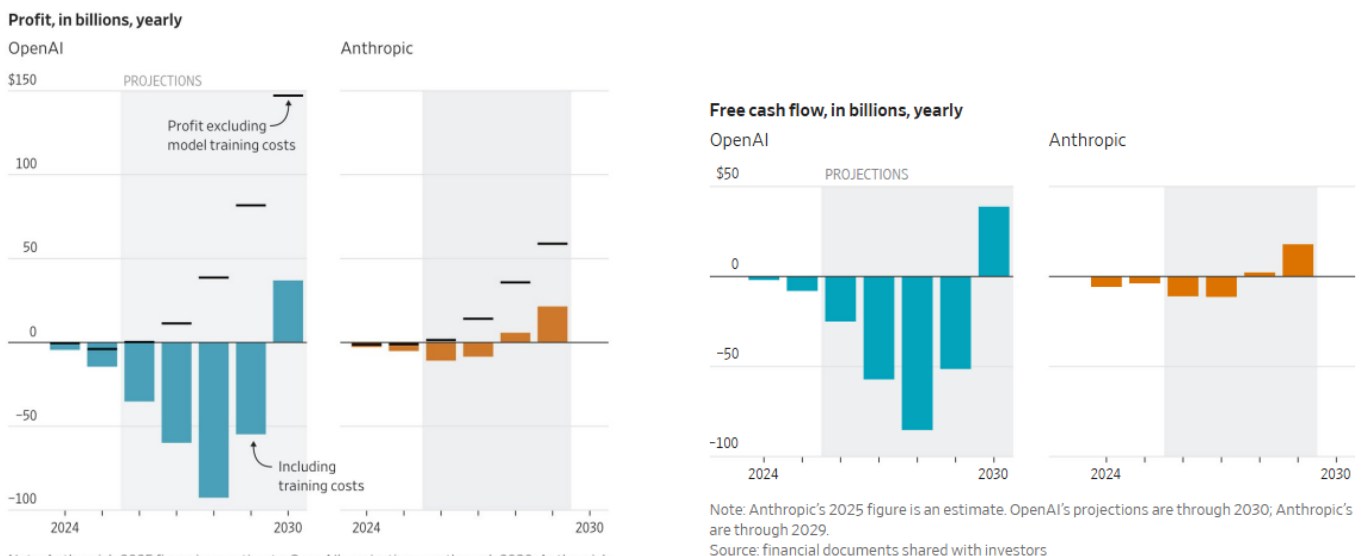
- ❖ Da wäre das nahende Ende des Krieges und die vollständige Öffnung der Straße von Hormus, einer Hauptschlagader der internationalen Energieströme. Stattdessen bleibt die Situation fragil und die Produktionskapazitäten werden täglich stärker eingeschränkt.
- ❖ Des Weiteren stützen sich die Optimisten auf die historische Tatsache, dass sich die Finanzmärkte von geopolitischen Schocks schnell erholen. In früheren Fällen lag die Staatsschuldenquote jedoch (z.T. deutlich) unter 100% des BIP und sowohl Geld- und Fiskalpolitik konnten daher stimulierend eingreifen. Dies ist auch im Hinblick auf eine wieder ansteigende Inflationsrate diesmal nicht der Fall. Das signalisiert auch der Anleihenmarkt, an dem die Renditen ebenfalls anziehen.
- ❖ Zudem kommt uns das Argument zunehmend in Schieflage geratener privater Märkte (Private Equity / Private Credit) bei dieser optimistischen Betrachtung viel zu kurz. Die Hinweise auf fallende Distributionen von PE-Programmen und die damit entstehenden Liquiditätsprobleme bei großen Investoren, das 'Gating' (d.h. die Einschränkungen) von Rücknahmen in börsennotierten Private Credit-Vehikeln, die gigantische Refinanzierungswelle von während der Covid-Jahre zu Tiefst-Zinsen abgeschlossenen Kreditverträgen und Anleiheemissionen – all das und mehr hat für uns ein Echo der Globalen Finanzkrise, wird jedoch vom Markt weitestgehend ignoriert.
- ❖ Getragen wurde die jüngste Aktienmarkt-Rally wieder einmal vom Thema KI, wo die Marktteilnehmer trotz des gigantischen Investments in Hardware (mit überraschend kurzen Abschreibungszyklen) offensichtlich weiterhin Chancen für neue hochprofitable Unternehmen und Geschäftsbereiche sehen. Dabei ist der Wettbewerb unter den verschiedenen KI-Modellen gnadenlos: Die Trainingskosten sind astronomisch. Die Inferenz, also Nutzung, generiert trotz fallender Token-Preise Verluste, da die Anwendungen immer komplexer werden und damit die Zahl der Token pro Anfrage ansteigt. Die Wechselkosten zu Konkurrenzmodellen sind praktisch null und damit ist auch die Kundenbindung niedrig. Das Ergebnis sind rote Zahlen und negative Cashflows, soweit das Auge (seriös) sehen kann.
- ❖ Die Börsen-Bullen lassen auch die Botschaft einer Investorenlegende wie Warren Buffett außer Acht. Schließlich hat Berkshire Hathaway inzwischen eine Cash-Position von 373 Mrd. USD angehäuft. Dies ist nicht nur die größte historisch je gesehene Cash-Position eines Unternehmens, sondern zeigt auch dass Warren Buffett einen sicheren Return von ca. 3.6% p.a. dem in den Augen der Mehrzahl der Investoren doch so attraktiven Renditepotentialen im US-Aktienmarkt vorzieht. Denn das Halten von niedrigverzinslichem Cash, wie das von Aktien-Shorts zu Absicherungszwecken, erfordert wie jede andere Allokationsentscheidung einen entsprechend hohen Grad an Überzeugung, und ist damit Ausdruck eines disziplinierten Investmentprozess.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Sicher kommt die jüngste Rally am US-Aktienmarkt und das Wiederaufleben des Tech-/KI-Thema nicht ganz ungelegen. Schließlich steht der Markt mit den Milliarden-schweren IPOs von X, OpenAI und Anthropic vor einer Herkulesaufgabe. Mit welchen Bandagen darum geworben wird, zeigen die beiden Charts unten, die die erwarteten Gewinne und Free Cash-Flows von OpenAI und Anthropic ausmalen. Um die Bewertungen (beide werden in den [Prognosemärkten](#) (*Prediction Markets*) schon mit Marktkapitalisierungen von jeweils rund 1 Bio. USD gepreist) weniger rosig erscheinen zu lassen, werden hier gar Gewinne vor Trainingskosten der KI-Modelle ausgewiesen – das wäre in etwa analog zu einem Gewinnausweis von VW ohne Berücksichtigung der Produktionskosten der Fahrzeuge...



Gewinn (links) & Free Cashflow (rechts) Projektionen für OpenAI & Anthropic, [Some thoughts](#), Brent Donnelly, Spectra Markets, 15APR2026

Das alles und mehr hinterlässt bei uns wieder einmal nur kopfschüttelndes Staunen darüber, wie sehr gerade die Aktienmärkte inzwischen losgelöst von Fundamentaldaten sind und von Momentum und simplen Narrativen, gekoppelt mit der Gier nach dem schnellen Geld, getrieben werden. Da scheint inzwischen selbst der 'Sky' nicht länger das Limit zu sein...



„Und nun...?“, [Hedgeve](#), 14JUL2025

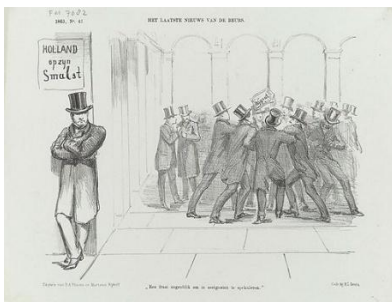
Nirgendwo wird dies institutionell und politisch so unterstützt wie in den Vereinigten Staaten. So hat die US-Börsenaufsicht SEC gerade die Abschaffung der „Pattern Day Trader“-Regel genehmigt, die seit 2001 ein Mindestguthaben von 25.000 US-Dollar für häufiges Daytrading vorschrieb – ein Schritt, der besonders von Neobrokern wie Robinhood als Förderung und Stärkung der Privatanleger gefeiert wird, die nun unbeschränkt von Eigenkapital und Ersparnissen zocken können.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

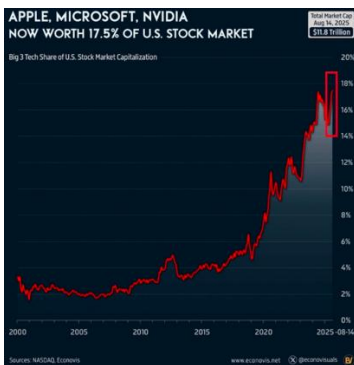
Parallel dazu öffnet sich mit Charles Schwab ein traditionsreicher Broker (nicht mehr ganz so neuen Wegen der Spekulation, in dem Kunden über die Schwab-Crypto-Plattform nun auch die Möglichkeit erhalten Bitcoin- und Ethereum-Transaktionen abzuwickeln. Darüber hinaus beschäftigt sich die Gesellschaft auch mit dem Einstieg in die Prognosemärkte (**Prediction Markets**). Dies sind Märkte an denen man individuelle Kontrakte auf die Ergebnisse zukünftiger Ereignisse (traditionell als Wetten bekannt) wie Wahlergebnisse, Wirtschaftszahlen, Sport-Events, und vieles mehr handeln kann. Dabei versichert man der Öffentlichkeit, dass man sich hierbei nur auf Ereignisse, die den Finanzbereich betreffen, beschränken werde, um sich so „klar“ vom klassischen Glücksspiel abzugrenzen...



Look And Learn, History Picture Archive

Nun ist Spekulation nichts Neues, wie der nebenstehende niederländische Cartoon aus dem Jahr 1863 zeigt. Überschriften ist er mit „Holland op zyn Smalst“ („Holland in seiner kleinsten / niedrigsten Form“). – Die heutige Version der Spekulation scheint mir ein Ergebnis der wachsenden Finanzialisierung der westlichen Volkswirtschaften, in denen „Mehrwert“ nicht mehr in erster Linie durch solide Produkte und wettbewerbsfähige Dienstleistungen, sondern durch Substanzverzehr und Leverage geschaffen wird.

Und da der Preis eines Unternehmens - und nicht mehr seine fundamentale Leistungsfähigkeit - der alleinige Maßstab des Erfolges geworden ist, wird die Spekulation institutionell gefördert und politisch geduldet. Und diese führt dann zu der von uns auf diesen Seiten immer wieder aufgeführten Marktkonzentration, die wohl kaum das Bild einer funktionierenden Marktwirtschaft widerspiegelt.



NASDAQ 100			S&P 500				
	Company	Symbol	Weight	#	Company	Symbol	Weight
1	Nvidia	NVDA	13.66%	1	Nvidia	NVDA	7.33%
2	Microsoft	MSFT	8.87%	2	Microsoft	MSFT	4.75%
3	Apple Inc.	AAPL	11.46%	3	Apple Inc.	AAPL	6.15%
4	Amazon	AMZN	6.59%	4	Amazon	AMZN	3.53%
5	Meta Platforms	META	4.88%	5	Meta Platforms	META	2.62%
6	Broadcom Inc.	AVGO	4.74%	6	Broadcom	AVGO	2.55%
7	Alphabet Inc. (C)	GOOGL	5.68%	7	Alphabet Inc. (C)	GOOGL	3.05%
8	Alphabet Inc. (C)	GOOG	5.32%	8	Alphabet Inc. (C)	GOOG	2.85%
9	Tesla, Inc.	TSLA	4.63%	9	Tesla, Inc.	TSLA	2.48%
10	Walmart	WMT	2.99%	10	Berkshire Hathay	BRK.B	1.73%
			68.82%				37.04%

Gewicht von AAPL, MSFT, NVDA am US-Aktienmarkt, sowie der Top-10 im Nasdaq100 und S&P500, **Not Your Advisor**, Substack, 17APR2026

Dass dies übrigens nicht nur ein US-Phänomen ist, zeigt z.B. die Tatsache, dass 45% des mehr als 1000 Mitglieder umfassenden Taiwan Stock Exchange Index von einer Aktie, Taiwan Semiconductor Manufacturing (TSMC, Marktkapitalisierung von 2.1 Bio. USD), getragen wird, oder ca. ein Viertel des koreanischen KOSPI Index von Samsung Electronics (SMSN, Marktkapitalisierung von 0.9 Bio. USD). – Wir raten den Anlegern daher die Aussicht zu genießen, während wir als Fondsmanager darauf Acht geben, beim Abstieg nicht allzu sehr ins Stolpern zu geraten.

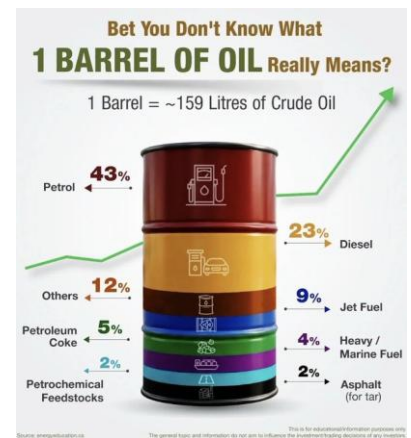


## Iran-Krieg & Ölkrise

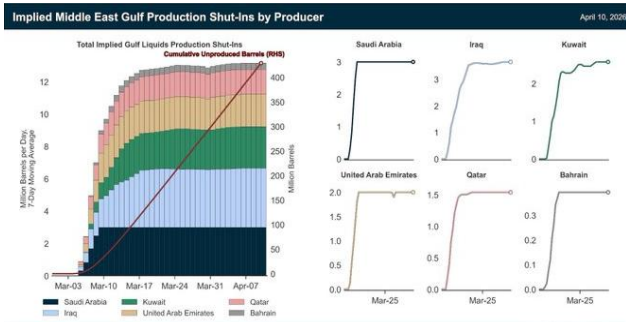
An dieser Stelle ist es wohl unvermeidlich, den geopolitischen Elefanten im Raum kurz zu beleuchten. Die USA und Israel haben am 28. Februar den Iran militärisch angegriffen. Über die zum Teil widersprüchlichen Motive und Ziele sollen andere debattieren. Was man zum jetzigen Zeitpunkt (16. April) jedoch festhalten kann, ist dass der Krieg nicht die erhoffte kurzfristige „Exkursion“ war, und dass der Iran sich bislang effektiv zur Wehr gesetzt hat, was wiederum dazu führt, dass wir wie auf S.4 schon angedeutet in diesem Zusammenhang auch von einer Ölkrise sprechen müssen.

Um den Begriff Krise zu rechtfertigen, hilft es sich nochmal die Bedeutung von Rohöl als wichtigstem Rohstoff der Welt vor Augen zu führen:

Wie die Graphik rechts zeigt, umfasst 1 Barrel Öl 159 Liter. Diese werden zu 43% in Benzin (Automobilverkehr), 23% Diesel (LKW, Züge, Industrie, etc.), 9% Kerosin (Luftfahrt), 12% sonstige Raffinerieprodukte (Kunststoffe, Chemikalien), sowie 13% in den verbleibenden Rest (Schifffahrt, Teer, Schweröle) umgewandelt. Und weil es so ein kritischer Rohstoff ist, ist die Preiselastizität der Ölnachfrage (zumindest kurzfristig) sehr gering.



@jackprandelli, X, 14APR2026



Ölproduktionsstilllegungen im MO, @Rory\_Johnston, X, 12APR26

Das Problem nach 50 Tagen Krieg ist, dass inzwischen ca. 13 Mio. Bpd (Barrels pro Tag) Golf-Ölproduktion stillgelegt / offline sind. Dieser 13%ige Angebotsverlust wird nur teilweise und temporär durch Lagerbestandsauflösung ausgeglichen. Die US-Blockade iranischer Ölexporte der letzten Tage vergrößern die entstandene Angebotslücke nochmal um weitere 2 Mio. Bpd.

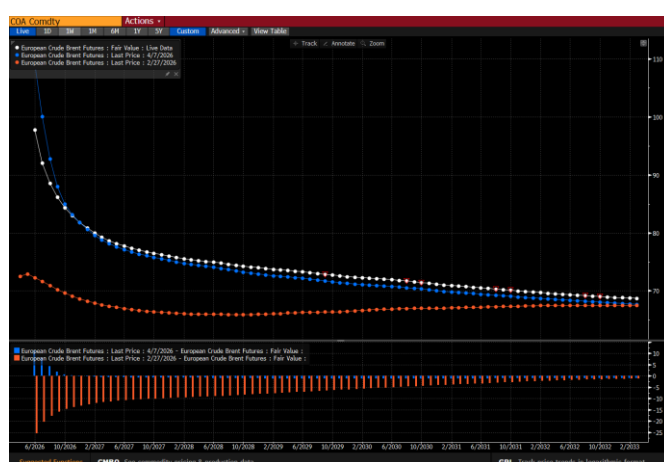
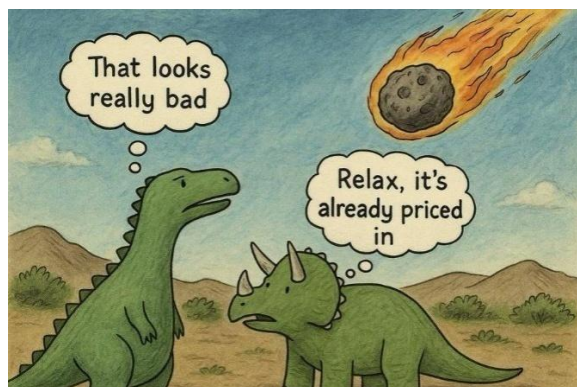
Die Stilllegungen sind nicht nur auf Beschädigungen durch den Krieg zurückzuführen, sondern das Ergebnis dessen, dass das globale Öl- (und Gas-)versorgungssystem auf Just-In-Time-Delivery baut. Zwar gibt es Zwischenlager die als logistische Puffer dienen, aber diese sind nur für den kurzfristigen Ausgleich von Lieferschwankungen vorgesehen. Und die letzten Tanker, die noch vor dem Kriegsausbruch abfahren, haben erst diese Woche ihre Zielhäfen erreicht, d.h. der Lieferausfall ist erst moderat spürbar.



Financial Times, 13APR2026

Die Förderung von Rohöl (wie auch von Gas) kann nicht wie beim Wasserhahn ab- und angestellt werden, sondern jede Stilllegung führt potenziell zu Schäden am Reservoir und dem Verlust von Reserven. Damit wird das Szenario von signifikanten langfristigen Angebots-Lücken zunehmend akut und dies zeigt sich schon in den stark gestiegenen Preisen für Kerosin oder auch Marine Diesel und Bunker Fuel für die globale Schifffahrt.

Das allgemeine Argument im Markt scheint jedoch zu sein, dass (gemäß der EMH) dies alles schon eingepreist ist, auch wenn die Entwicklung der Brent-Öl-Futures-Kurve noch keine nachhaltigen Preiserhöhungen vorhersieht.



„Das sieht nicht gut aus.“ – „Relax, ist schon eingepreist.“ (Quelle unbek.) Brent Futures-Kurven, vor Kriegsbeginn, vor US-Blockade, heute (17.4.)

Tatsächlich ist die Informationslage zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Zeilen undurchsichtig bis chaotisch, was sich auch in der Bandbreite von Ölpreisprognosen von 60 bis 150+ USD niederschlägt. Daher beobachten wir eine Reihe von Faktoren, die die fundamentale Entwicklung widerspiegeln:

- Wie viele Schiffe passieren tatsächlich die Straße von Hormus? – Jedes Schiff ist mit einem GPS-Tracker (Automatic Identification System = AIS) ausgestattet und man kann damit zählen, wie viele Schiffe Hormus passieren. Früher waren das täglich rund 150, jetzt sind es weniger als 10. Bis zur jüngsten US-Seeblockade gab es Hinweise über Schiffe mit abgeschalteten AIS, die in geringer Zahl passierten, was sicher ein Hauptgrund für die US-Blockade ist. Die Wiederaufnahme des Schiffsverkehrs kann z.B. [hier](#) verfolgt werden.
- Wie entwickeln sich die Schiffsversicherungsprämien? – Vor dem Krieg kostete die Versicherung eines Tankers für die Passage von Hormus 0.25% des Schiffswerts. Heute sind es 3,5–10% – und fast niemand schließt zu diesem Preis ab. Erst wenn sich dies wieder normalisiert, signalisiert das ein Ende des Angebots- und Logistik-Schocks.
- Wie entwickeln sich die Spreads zwischen Papieröl (in Form von Futures-Preisen) und echtem Rohöl (in Form von Preisen für physische Lieferung, s. z.B. den Chart auf S.3)? – Erst wenn diese wieder zusammenfinden, dient dies als Indikation dafür, dass das Schlimmste vorüber ist.



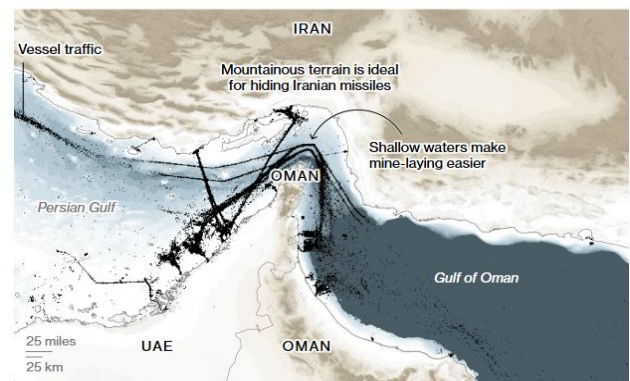
Ebenfalls zu berücksichtigen ist die Tatsache, dass das gesamte System auch von strategischen Langfrist-Reserven profitiert, die den bislang erlittenen Ölverlust teilweise abfedern. Die entsprechende Freigabe von Öl aus den strategischen Reserven hat gemäß Experten die tägliche Versorgungslücke bislang bei etwa 5 Mio. Bpd gehalten. Diese Situation wird bei gleichbleibendem Verbrauch jedoch mit jedem Tag schwieriger und die effektive Versorgungslücke würde sich nach Aufbrauchen der Reserven mehr als verdoppeln.

Natürlich wird die Trump-Regierung alles dafür tun das Problem klein zu reden und eine kurzfristige Lösung des Konflikts und damit eine Wiedereröffnung der Straße von Hormus in Aussicht zu stellen. - Wie lange der Iran ohne weitere Ölverkäufe durchhalten kann, bleibt fraglich. Es ist jedoch nur schwer vorstellbar, dass das Regime seine allein durch die geographischen Gegebenheiten bestehenden Vorteile in den Verhandlungen nicht entsprechend einsetzen wird. Ohne das Ziel eines Regimewechsels zu erreichen, befürchten wir, dass sich das Problem in die Länge ziehen wird.

### Geography Can Make Navigating the Strait of Hormuz Challenging

The strait is only 25 miles across at its narrowest point

← Shallower water Higher land →



Note: Vessel traffic is based on areas of high vessel presence from December to March. Sources: Global Fishing Watch, General Bathymetric Chart of the Oceans

Maritimer Engpass, [Bloomberg](#), 25MÄR2026

Was bei dieser Angelegenheit ebenfalls eine nicht zu unterschätzende Rolle spielt, ist die Tatsache, dass Öl nicht gleich Öl ist. Der nebenstehende Chart zeigt 152 Rohölsorten, wobei der Autor deren Zahl insgesamt auf knapp 700 weltweit schätzt. Jeder Punkt darauf steht für eine Rohölsorte, deren Position auf der Y-Achse durch den Schwefelgehalt bestimmt wird. Die X-Achse trägt den jeweiligen API-Wert ab, der die Dichte von Erdölflüssigkeiten im Verhältnis zu Wasser misst. Die Größe der Blase repräsentiert dabei das Fördervolumen.

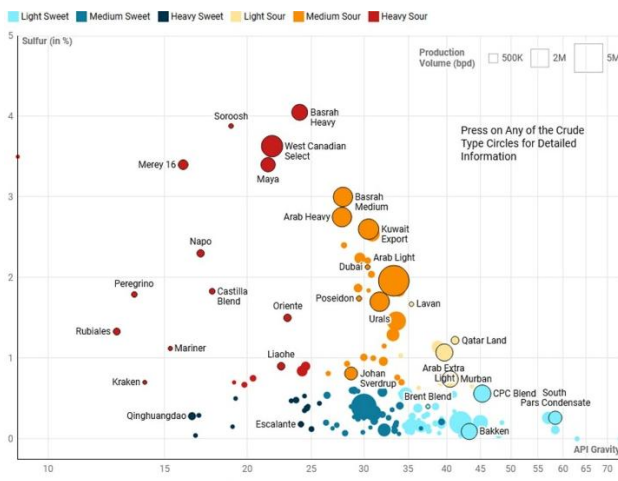


Chart: Burggraben analysis - Source: SAP Global Platts - Get the data

Verschiedene Ölsorten, @BurggrabenH, X, 15APR2026

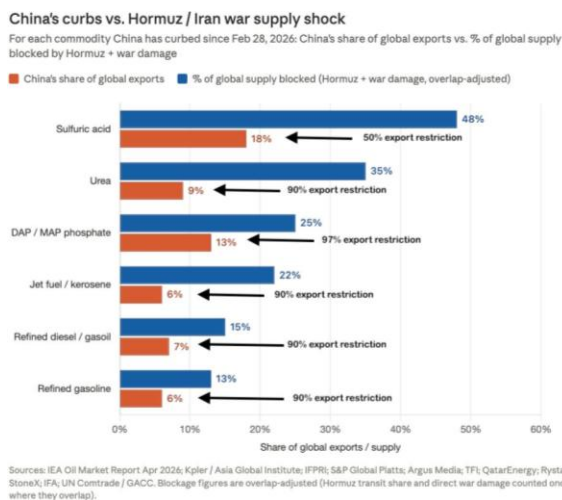
Das ist deshalb relevant, weil Erdölraffinerien hochkomplexe Industrie- bzw. Chemie-Anlagen sind, die darauf optimiert wurden mit speziellen Rohölmischungen zu arbeiten. Was zurzeit am globalen Ölmarkt geschieht, ist, dass diese erforderlichen Mischungen potenziell nicht länger bereitstehen, da speziell das im Nahen Osten geförderte mittel-saure Rohöl knapp wird.



Entsprechend ergibt sich ein sehr volatiles und kurzfristig kaum prognostizierbares Umfeld. So erlebt der Brent-Ölpreis während des Schreibens dieser Zeilen am Nachmittag des 17.4. einen 12%igen Rückgang, der durch die Mitteilung einer temporären Öffnung der Straße von Hormus ausgelöst wurde. Einen Tag später gibt es schon wieder Zweifel an dieser Öffnung, und außer den vermeintlichen Insidern, die zum wiederholten Mal hunderte von Millionen Dollar kurz vor dieser Neuigkeit auf fallende Preise setzten, wird sich dies wohl für nur wenige der involvierten Parteien als profitabel erweisen.

Denn die Faktenlage lässt u.E. schon jetzt den Schluss zu, dass die Ölpreise in den kommenden Wochen und Monaten deutlich steigen werden. Schließlich beträgt die Fahrtzeit für Tanker ca. 25 Tage nach Asien, wo sich ein Großteil der Raffinerien befinden, währenddessen weitere Reserven abgebaut werden müssen bzw. die Rohölverarbeitung entsprechend reduziert werden muss. Damit ist der Weg zu den niedrigsten Lagerbeständen in der Geschichte vorgezeichnet und die IEA erklärte diese Woche, dass es ca. 2 Jahre dauern wird, bis sich die Produktion vollständig normalisiert hat. Denn schließlich wurden in der Region viele kritische Anlagen, d.h. solche die die Öl- und Gas-Produktion, wie 17% des Qatarischen Ras Laffan Gasfeldes, -Verarbeitung und -Verschiffung betreffen, teilweise schwer beschädigt, deren Reparatur entsprechend viel Zeit in Anspruch nehmen wird. Und natürlich wird auch die Wiederauffüllung der Lagerbestände im gesamten System, aber vor allem auch der strategischen Reserven, auf Jahre hinaus eine höhere Produktion erfordern.

Alles in allem sind wir daher davon überzeugt, dass Korrekturen bei Energieaktien eine Chance für Nachkäufe bieten, und als langfristige Investoren begegnen wir der momentanen Volatilität daher mit der nötigen Gelassenheit. Schließlich werden die Produzenten weiterhin auf Basis der längerfristig niedrigen Preise von ca. 70 USD (s. Futures-Kurve auf S.10) und nicht auf Basis der Schwankungen am kurzfristigen Ende der Kurve gepreist. Und je länger die Straße von Hormus praktisch geschlossen bleibt und der Konflikt sich hinzieht, wird die hier beschriebene Sachlage zu einer Erhöhung der langfristigen Preiserwartungen und damit Aktienkurse führen.



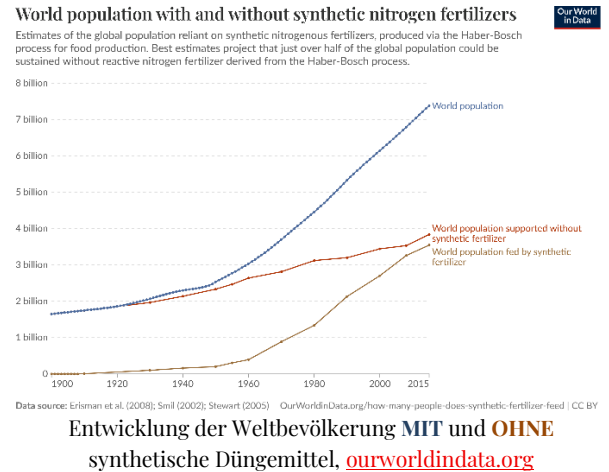
Trader Ferg, [Substack](#), 20APR2026

Sekundäreffekte leiten sich zudem aus den Reaktionen anderer Exportnationen ab. So hat China z.B. 90% seiner Kerosin-, Diesel- und Gasöl-Exporte eingeschränkt. Was das für das Weltangebot ausmacht, zeigt der nebenstehende Chart, in dem die blauen Balken den Anteil des globalen Angebots zeigen, welches durch die Schließung der Straße von Hormus sowie Kriegsschäden wegfällt, und die orangenen Balken den Marktanteil des chinesischen Angebots am Weltmarkt, das aufgrund der Exportbeschränkungen nun zu 90% wegfällt.



Zurzeit sehen wir daher keinen Grund dafür, unsere Allokation zum Thema ENERGIE (nennenswert) zu verändern.

PS: Der Fokus der öffentlichen Diskussion liegt vor allem auf der Blockade von Öl- und Gastransporten durch die Straße von Hormus. Aber die Blockade betrifft auch andere Rohstoffkategorien, inkl. große Teile des globalen Düngemittelangebots, deren langfristiger Ausfall zu Lebensmittelinflation und Hungersnöten führen könnte. Auch darum ist eine Beilegung des Konflikts und baldige Öffnung der Straße von Hormus enorm wichtig.





## Der Fall erneuter Stagflation

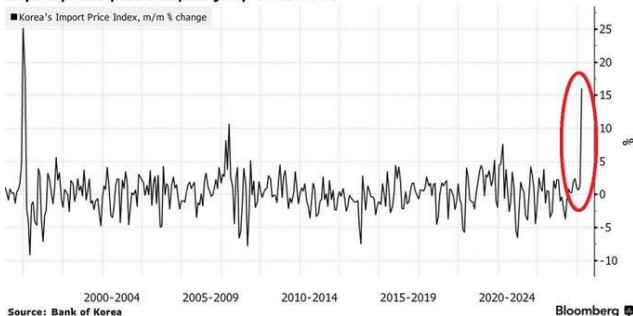
Chart 1: Big jump in inflation expectations means investors have priced out rate cuts  
Net % FMS expect higher global inflation vs net % FMS expect higher short-term rates



US-Inflations- & Zins-erwartungen, @RonStoeferle, X, 17APR2026

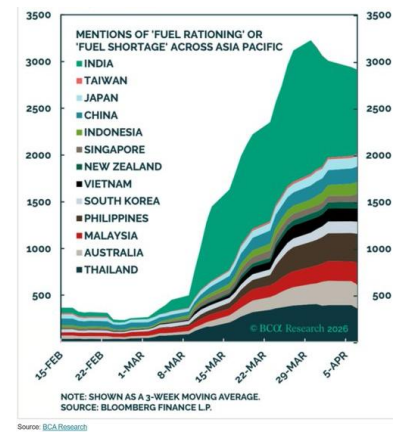
Zum einen wirkt eine Energiepreiserhöhung wie eine zusätzliche Steuer. Da Energie in unserer Bedürfnis-Pyramide das Fundament bildet, führt dies aufgrund kurzfristig unveränderter Budgets zu Einschränkungen bei eher diskretionären Ausgaben. Ein weiterer wichtiger Aspekt sind mögliche Rationierungen, die zunehmend ein Thema werden. Schließlich bedeutet der Verlust an Rohöl- und Gas-Strömen, dass irgendjemand auf diese bzw. die daraus verarbeiteten Produkte verzichten müssen. Indikator dafür sind die vermehrten Berichte über die Knappheit von Kerosin und was dies für den internationalen Flugverkehr bedeutet (z.B. die Streichung von Flügen). Die Politik begegnet dem nicht unerwartet mit Aufforderungen zur Sparsamkeit.

Iran War Drives Korea's Import Prices  
Import prices post sharpest jump since 1998



Monatl. Importpreise Korea, @GlobalMktObserv, X, 15APR2026

Wir haben auf diesen Seiten immer wieder auf das von uns erwartete Stagflations-Umfeld hingewiesen, und der Iran-Krieg und seine Auswirkungen sind diesbezüglich ein wichtiger Katalysator. Dabei ist der Inflationsaspekt für den Beobachter leichter nachvollziehbar und in den entsprechenden Wirtschaftsstatistiken auch schon klar erkennbar. Aber wieso sollte das Wachstum gedämpft werden?



Zahl der Meldungen zu Treibstoff-Rationierung in Asien, @aeberman12, X, 14APR2026

Der Preisdruck wiederum fällt in den Ländern am stärksten aus, die eine besondere Abhängigkeit von Energie-Importen aufweisen. So stiegen z.B., wie der Chart links zeigt, die Importkosten in Süd-Korea im März auf Monatsbasis um 16.1%, was dem höchsten Anstieg seit fast 30 Jahren entspricht. Das war vor allem auf den Ölpreisanstieg, gekoppelt mit einem schwächeren KRW, zurückzuführen.

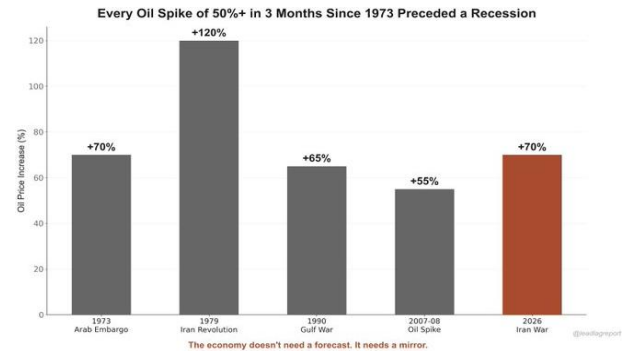
Höhere Importkosten wirken sich zeitversetzt auf die Verbraucherpreise aus, deren Anstieg die Kaufkraft der Haushalte schwächt und die Binnennachfrage sowie das Wirtschaftswachstum bremst.



# Incrementum All Seasons Fund

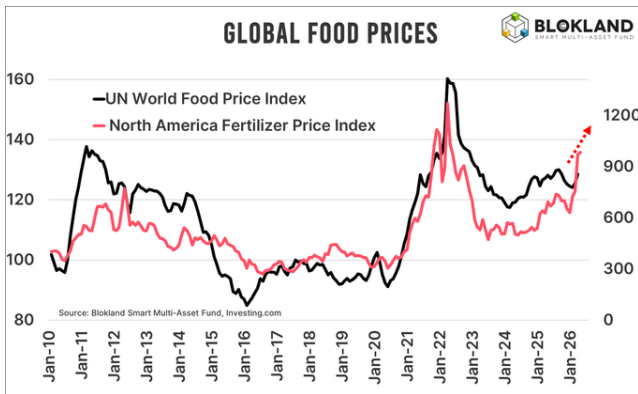
- in pursuit of real returns -

Dass Energiepreisschocks historisch Rezessionen ausgelöst haben, lässt sich mit dem nebenstehenden Chart belegen, was auch heute die Stagnationstendenz unterstreicht. Ein oft ins Feld geführtes Gegenargument ist die gestiegene Energieeffizienz, die dafür sorgt, dass wir jede BIP-Einheit mit weniger Energieinput erzeugen. Dies spricht jedoch lediglich für einen relativ schwächeren Nachfrageeffekt.



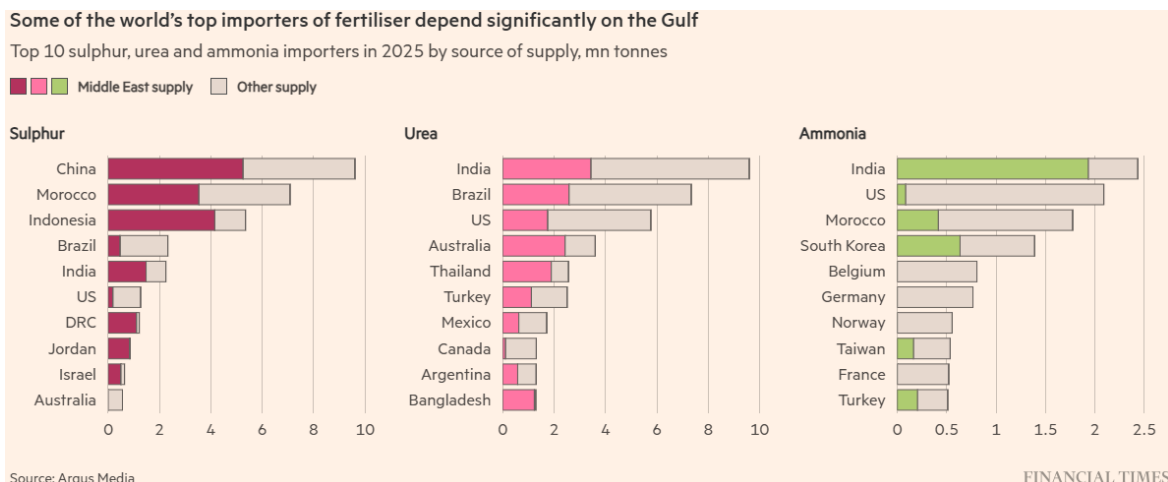
3-Monats-Ölpreissteigerungen >50% = Rezession, @Leadlagreport, X, 10MÄR2026

Der Druck auf Konsumentenpreise und -nachfrage wird sich neben dem Faktor Energie vor allem auch über die Lebensmittelpreise erhöhen. Denn durch die Schließung der Straße von Hormus ist nahezu ein Drittel des globalen Düngemittel-Angebots kurzfristig nicht verfügbar, und je länger diese anhält, desto deutlicher wird sich das auf die diesjährigen Ernteerträge und damit verbunden die Nahrungsmittelpreise auswirken.



Lebensmittelpreise vs Düngerkosten, @jsblokland, X, 9APR2026

Die UN-Food-and-Agriculture-Organization (FAO) warnt, dass die globalen Düngemittelpreise in der ersten Jahreshälfte 2026 durchschnittlich um 15-20% ansteigen könnten. Das ist wenig verwunderlich, wenn man sich vor Augen hält, dass gemäß der Financial Times 45% der globalen Schwefelproduktion, 35% des Stickstoffs sowie 24% des Ammoniaks aus der Golfregion stammen. Und wie der folgende Chart zeigt, sind davon nicht nur Entwicklungsländer abhängig.



Importe von Schwefel (Sulphur), Stickstoff (Urea), Ammoniak (Ammonia) aus der Golfregion, The coming global food crisis, FT, 18APR2026



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Die Preiserhöhungen bei Grundversorgungsgütern wie Energie und Lebensmitteln wirken sich auch stimmungsmäßig negativ aus. So fiel der University of Michigan-Consumer Sentiment Index im April auf ein Rekordtief von 47.6, während die 1-Jahres-Inflationserwartungen von 3.8% auf 4.8% stiegen.



Univ. of Michigan Index der Konsumentenstimmung, Bloomberg

Die Konsequenz daraus ist, dass die Chancen auf eine Reduktion der Netto-Neuerschuldung des Staates aus unserer Sicht nahe Null sind. So liegt z.B. das US-Defizit im ersten Halbjahr bei rund 7% des nominalen BIP, was ungefähr doppelt so hoch ist wie vor der Covid-Pandemie in 2018/19 – und dies praktisch bei Vollbeschäftigung. Und auch in Europa und Asien werden die Rufe nach staatlicher Unterstützung lauter werden, um diese sicher wieder als „vorübergehend“ eingestufte Notlage abzufedern. Zusätzliche Stimuli wären hierbei c.p. Nachfrage- und Preis-treibend, wobei der Effekt aufgrund des hohen Ausgangsniveau nicht allzu stark ins Gewicht fallen sollte.

Interessant ist in diesem Zusammenhang die Frage, wie lange die Anleger bereit sind, diese rapide wachsende Staatsverschuldung ohne Anstieg der Risikoprämien / Zinsen zu finanzieren?

## US Long-Term Portfolio Capital Flows

### This Is America's Achilles Heel – Foreign Net Purchases US Securities

Foreign Net Purchases of US Securities																		
(billions of U.S. dollars, not seasonally adjusted)																		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 thru January
Treasuries	538.4	703.7	432.6	416.4	40.9	165.5	-20.3	-329.7	20.0	1.7	-134.6	-540.0	82.2	754.0	534.3	478.4	424.3	49.902
Agencies	-11.5	108.0	80.9	133.0	62.1	74.6	156.7	270.3	135.1	230.1	300.1	466.8	321.5	303.6	161.1	83.6	55.8	9.928
Corporates	-40.8	-13.2	-45.2	-24.1	15.6	25.3	134.1	124.4	103.3	52.0	15.4	7.5	140.5	163.9	303.6	303.1	386.8	11.904
Stocks	152.7	109.7	25.1	108.8	-40.2	-16.1	-114.9	-13.6	118.9	-129.8	-3.5	11.6	47.8	-226.8	75.9	315.9	744.4	-8.279
<b>Total</b>	<b>638.9</b>	<b>908.3</b>	<b>493.4</b>	<b>634.1</b>	<b>78.3</b>	<b>249.3</b>	<b>155.6</b>	<b>51.4</b>	<b>377.3</b>	<b>153.9</b>	<b>177.4</b>	<b>-54.1</b>	<b>592.0</b>	<b>994.7</b>	<b>1,074.8</b>	<b>1,180.9</b>	<b>1,611.4</b>	<b>63.455</b>

Source: Bloomberg LP

Langfristige US-Portfolio Flows - Netto-Käufe aus dem Ausland, Market Intelligence Report, TIS Group, 20APR2026

Die USA, und damit auch der USD als globale Leitwährung, haben wie die Übersicht oben zeigt, seit 2021 von einem deutlichen Anstieg der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland profitiert, was das wachsende Allokations-Gewicht wie auch die zunehmenden Bewertungsaufschläge im internationalen Vergleich erklären hilft. Insgesamt stiegen die Netto-Zuflüsse 2025 gegenüber 2021 nahezu um das 3-fache an. Dabei hat sich jedoch die Allokation dieser Flüsse stark gewandelt. So wurden 2021 und 2023 noch weniger als 10% der gesamten ausländischen Mittel in Aktien investiert, 2022 kam es aufgrund der Aktienmarktkorrektur sogar zu Nettoabflüssen aus Aktien, aber in 2024 und 2025 stieg der Aktienanteil auf 27% und 46% an. Mit anderen Worten, die internationalen Anleger haben Anlagen in US-Anleihen zunehmend durch solche in US-Aktien substituiert.



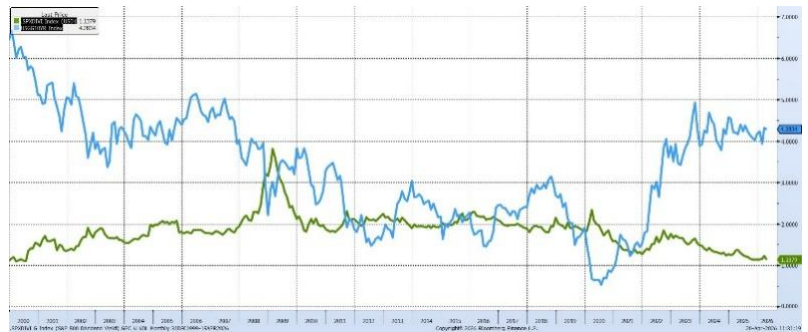
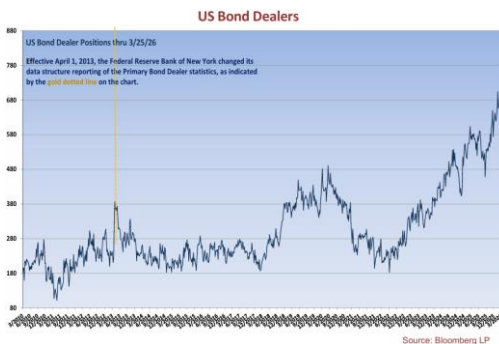


Die Entwicklung der ausländischen Kapitalflüsse zeigt zudem auch, dass innerhalb der Anleihen-Kategorie verstärkt Unternehmensanleihen gekauft wurden, während Staats- und Agency-Anleihen sinkendes Interesse verzeichneten.

Letzteres ist vor allem dem Abbau von internationalen Reserve-Positionen geschuldet. So hat z.B. China seine US-Treasury-Bestände in der letzten Dekade auf 690 Mrd. USD halbiert. Das wachsende Emissionsvolumen musste damit im Inland abgesetzt werden. Ein Großteil davon wurde vom US-Bankensystem absorbiert, für welches US-Treasury Bonds als risikolose Anlage gelten, die keine Eigenkapital-hinterlegung erfordern.



China's US Treasury Bond-Bestände, Bloomberg



Treasury-Bestände der US-Banken seit 2010; - Market Intelligence Report, [TIS Group](#), 20APR2026; - Rendite US10y vs S&P500 Div-Rendite

Interessant ist dabei, dass die Rendite 10-jähriger Anleihen seit 2020 deutlich gestiegen ist und sich zuletzt zwischen 4 und 5% eingependelt hat. Gleichzeitig hat sich die (Dividenden-)Rendite des S&P500 nahezu halbiert. Den so entstandenen Renditevorteil scheint (außer Warren Buffett) jedoch kaum jemand zu interessieren. Mit anderen Worten, langfristige Kapitaldistributionen durch Zinsen oder Dividenden spielen für die Investoren kaum eine Rolle. Stattdessen ist der Preis einer Anlage das Einzige, was zählt (= „Number go up“) ... - Und dabei interessiert es offenbar wenig, ob Profitabilität und Bilanzkraft entsprechend mitwachsen, was die spekulative Natur der US-Märkte widerspiegelt.



„Vielleicht sollten wir den Namen in „One Big Beautiful Hole“ ändern“, [Hedgeye](#), 8JUL2025

Gleichzeitig werden mit massiven Fiskalprogrammen, wie der „One Big Beautiful Bill“ in den USA weiter Schulden gemacht und der Status-Quo ist so zementiert, dass die ausufernde Neuverschuldung überhaupt kein politisches Thema mehr ist. Dabei ist die Frage der Finanzierbarkeit der steigenden Staatsverschuldung deshalb besonders relevant, weil sie letztlich dem Schicksal des Aktienmarktes übergeordnet ist.

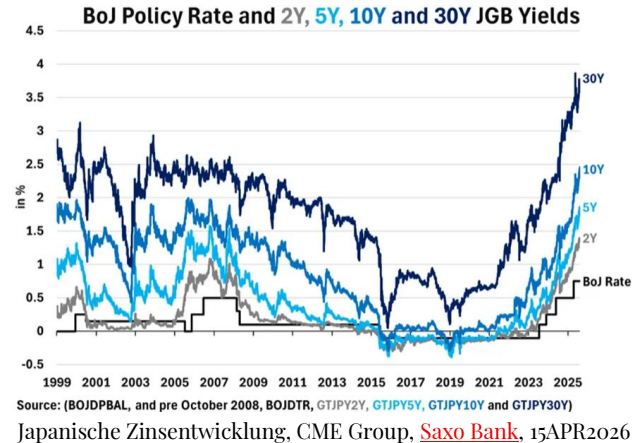


# Incrementum All Seasons Fund

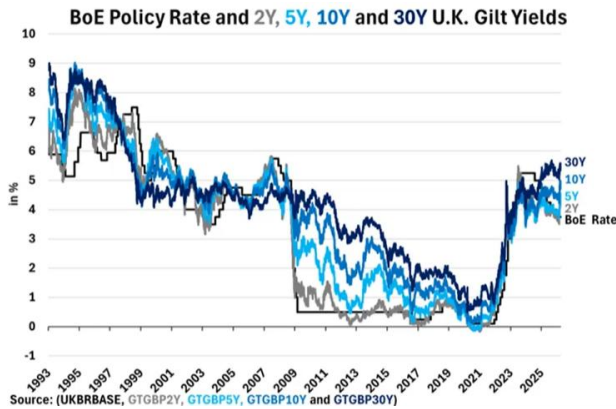
- in pursuit of real returns -

Wir zweifeln dabei nicht daran, dass Politiker den Vermögenseffekt steigender Aktien- (und Immobilien-)preise schätzen. Dies allerdings nur so lange wie die Refinanzierung der eigenen Schulden gewährleistet ist.

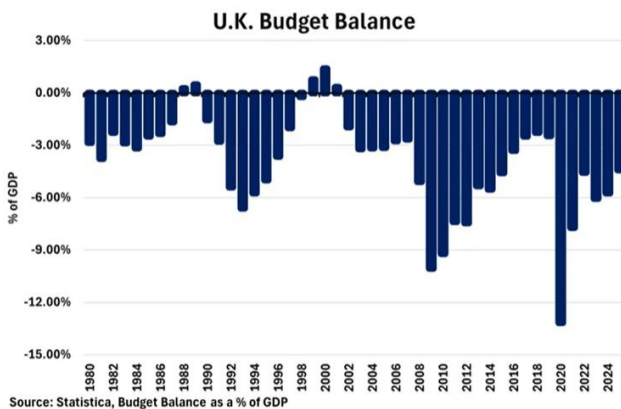
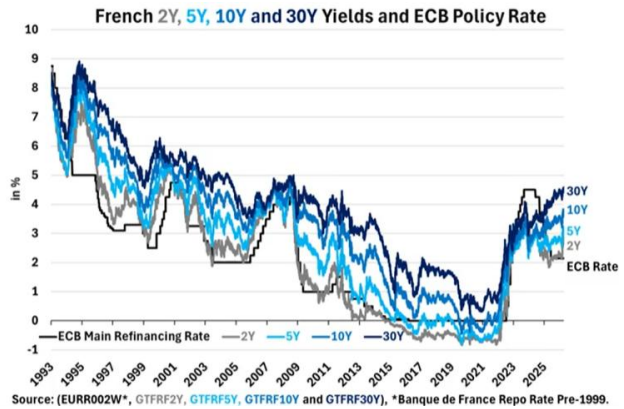
Wenn nicht hinreichend Kapital zur Verfügung steht, um beides zu erreichen, dann ist die Schuldenrefinanzierung die *Conditio-Sine-Qua-Non*, und entsprechend werden Anreize gesetzt, um diese zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang sind wir gespannt zu sehen, wie die japanische Administration auf die zuletzt rasant gestiegenen Zinsen reagieren wird, die ihren Schuldendienst deutlich zu erhöhen versprechen.



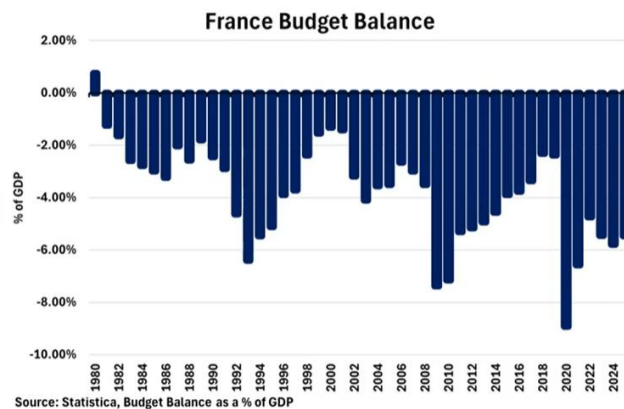
Dieses Zinsentwicklungsmuster ist nicht Japan-spezifisch, sondern gilt auch in anderen großen Volkswirtschaften, inklusive den USA. Und der Auslöser dafür sind anhaltend defizitäre Staatshaushalte, die inzwischen die Haupttriebfeder für das Wirtschaftswachstum darstellen.



Zinsentwicklung UK - CME Group, Saxo Bank, 15APR2026 - Zinsentwicklung Frankreich



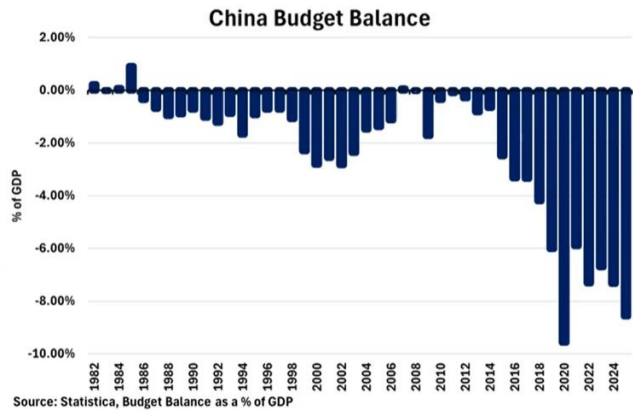
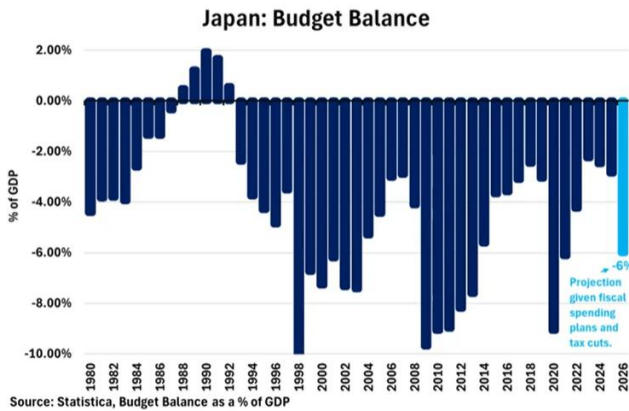
Staatshaushalt UK - CME Group, Saxo Bank, 15APR2026 - Staatshaushalt Frankreich





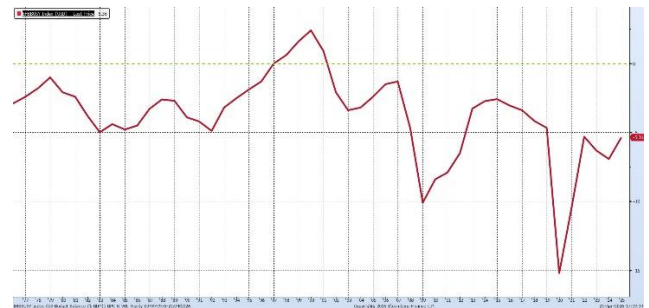
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



Staatshaushalt Japan - CME Group, [Saxo Bank](#), 15APR2026 - Staatshaushalt China

Diese Beispiele dienen vor allem der Illustration, dass es sich hierbei nicht nur um ein US-spezifisches Problem handelt, auch wenn sich die USA in der jüngeren Vergangenheit durch besonders hohe Defizite hervorgetan hat. So liegen auch die offiziellen Schätzungen für das laufende Haushaltsjahr bei einer Neuverschuldung von 7% des BIP.



US-Haushaltsdefizit in % des BIP, letzte 50 Jahre, Bloomberg

Das alles bestätigt unsere Einschätzung, dass die Finanzmarktsaison zunehmend vom Ende des säkularen Schuldenzyklus, sowie damit einhergehender finanzieller Repression und langfristig negativen Realzinsen geprägt wird. Denn der globale Schuldenberg ist in diesem Jahrhundert um jährlich ca. 7% gewachsen, während das globale BIP nur um ca. 5% zunehmen konnte. Für die so ständig steigende relative Schuldenlast gibt es eine erprobte Lösung: Inflation.

Die Kapitalmärkte scheinen hier dem Trugschluss zu unterliegen, dass dies keine Konsequenzen hat, und jede Krise durch noch höhere Interventionen und Liquiditätsmaßnahmen / QE abgedeckt werden kann. Aber Geld drucken hat noch nie zu nachhaltigem Wohlstand geführt, sondern ultimativ zu Vertrauensverlust und Währungsabwertung. Dasselbe steht uns in den kommenden Jahren ebenfalls bevor, und ist einer der Gründe für den Höhenflug der monetären Metalle, Gold und Silber, aber auch sonstiger knapper Rohstoffe und Substanztitel.

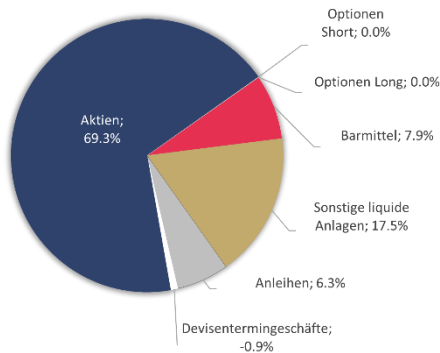
Dies bildet das Fundament für unsere strategische, aber auch taktische Positionierung im IASF-Portfolio, auf die wir in der Folge näher eingehen werden.



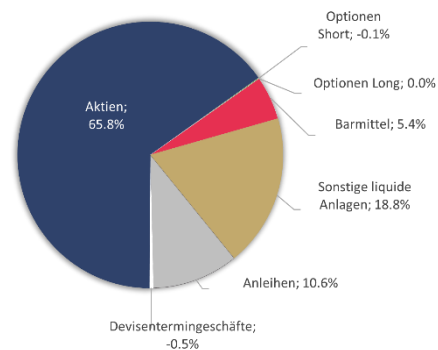


## IASF-Allokations-Rückblick

Beginnen möchte ich mit einem Blick auf die Allokationsveränderungen im laufenden Jahr, wobei wir als neuesten Stand die Updates zum Wochenende des 24. April zu Grunde legen:



IASF-Anlage-Allokation vom 31.12.2025



sowie vom 24.4.2026

Wie die beiden Charts oben zeigen, waren die Veränderungen insgesamt nicht signifikant. So ist die IASF-Aktien-Quote (Brutto) um knapp 4% auf ca. 66% zurückgegangen und die Anleihen-Quote stieg entsprechend auf ca. 11% an. Davon sind zwei Drittel kurz- bis mittelfristige, nicht-Investment Grade-eingestufte USD-Unternehmensanleihen (Rendite: 7.8%; Duration: 2.7) und das verbleibende Drittel zwei Emerging Market Local Currency Fonds, die unsere Emerging Market-Allokation erweitern.

Die sonstigen liquiden Anlagen sind um ca. 1% auf 19% gestiegen. Hier haben wir im Januar und Februar in die Stärke hinein Silber-, Platin- und Palladium-ETC-Positionen abgebaut und inzwischen durch ca. 6% kurzlaufende EUR-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating ersetzt. Die Barmittel sind trotz anhaltender Mittelzuflüsse derweil um 2% auf 6% gefallen, vor allem aufgrund der Cash-Abflüsse zum Ausgleich der Margin-Forderungen auf unsere Short-Positionen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der IASF-NAV seit Jahresbeginn um ca. 15% gestiegen ist, eine Entwicklung die hauptsächlich von der Aktienseite getragen wurde. Dies würde, c.p., eine höhere Aktienallokation bedeuten. Die tatsächlich reduzierte Allokation macht daher deutlich, dass wir in für uns nicht unerheblichem Masse Gewinnmitnahmen vorgenommen haben, um uns defensiver zu positionieren.

Das gilt vor allem für den Bereich **SCHIFFFAHRT** (-5% auf jetzt 7% Allokation), der in diesem Jahr einen Total Return von 32% (jeweils gemessen am gewichteten durchschnittlichen Ertrag aller Einzelpositionen im Jahresverlauf in lokaler Währung) ausweist. Hier haben wir aus Bewertungsgründen (Preise inzwischen nennenswert über den NAVs), aber auch vor dem Hintergrund der wachsenden Unsicherheit bezüglich der globalen Ölflüsse, besonders die Tankerallokation reduziert.

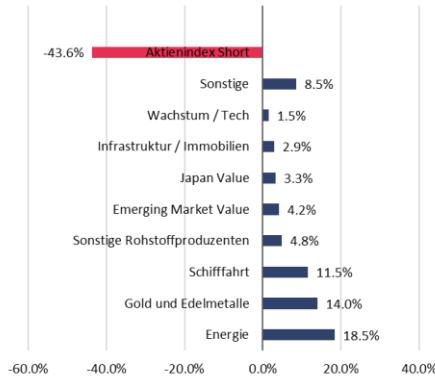




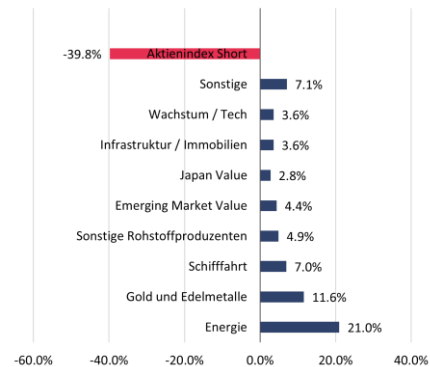
# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Unser größtes Thema bleibt weiterhin **ENERGIE**. In diesem Bereich haben wir die Allokation auch aufgrund der ausgezeichneten Performance (+39%) um weitere ca. 3% auf 21% erhöht.



IASF-Aktienthemen-Allokation vom 31.12.2025



sowie vom 24.4.2026

Verhaltener erwies sich in diesem Jahr dagegen das Thema **GOLD UND EDELMETALLE**, das man in zweifacher Ausführung im Portfolio findet. Erstens als Aktienthema (s.o.) mit einer 12% Allokation nach 14% zum Jahreswechsel, wobei unser Aktienportfolio bislang noch positive Ergebnisbeiträge (+8%) erzielt hat. Zudem halten wir weitere 12% des Portfolios in Gold- und Edelmetall-ETCs als Teil unserer sonstigen Liquidität. Hier haben wir in die Übertreibungsphase vom Januar (Gold / XAU +18%, Silber / XAG +70%, Platin / XPT +41%, Palladium / XPD +35%, alle in USD bis zu den Allzeithochs) ca. 30% der Silber-, sowie 40% der Platin- und Palladium ETC-Bestände zwecks Gewinnmitnahmen verkauft und trotz des signifikanten AuM-Anstieges keine Neuinvestitionen im Gold vorgenommen. Dadurch ist die Edelmetall-ETC-Allokation um 5% zurückgegangen.

Insgesamt sehen wir die jüngste Konsolidierung nach der ausgezeichneten Performance des vorhergehenden Halbjahres als wenig überraschend und letztlich gesunde Entwicklung an. Wir bleiben längerfristig vom weiteren Potential des Themas überzeugt, da Gold als etablierte Form des Geldes und primäres risikofreies Reserve-Asset langfristig strukturelle Nachfrage erlebt, während in den übrigen Edelmetallen auch die industrielle Nachfrage ein unterstützender Faktor ist.

**SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** (5%; +25%) sowie **EM VALUE** (4%; +12%) trugen ebenfalls positiv bei, während die übrigen Themen insgesamt leichte Verluste erlitten (**INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN**: 3%; -0%, **SONSTIGE**: 7%; -2% sowie **JAPAN VALUE**: 4%; -6%). Zudem haben wir zuletzt im Bereich **WACHSTUM / TECH** begonnen Käufe in stark gefallen Software-Aktien durchzuführen, was das Thema um 2% auf knapp 4% hat wachsen lassen. Wir gehen dabei jedoch sehr vorsichtig und selektiv vor, da wir weiter befürchten, dass 2026 eine deutlichere Korrektur im Technologiesektor bringen wird, als diejenige, welche wir im ersten Quartal erlebt haben.



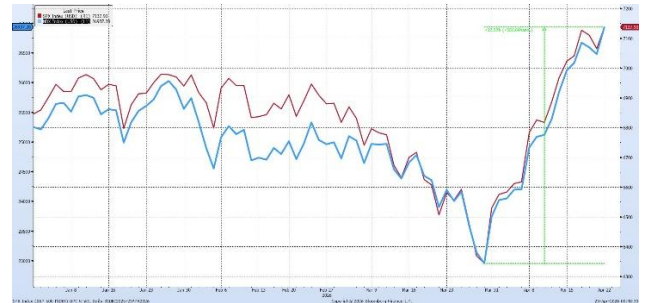


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Und damit kommen wir nun zu unseren US-Aktienindex-Shorts, deren Gewicht sich seit Jahresende um 4% auf ca. -40% der IASF-AuM reduziert haben. Dies ist in erster Linie auf die gute Performance unseres Anlageportfolios zurückzuführen, was wiederum der Grund dafür war, dass wir aus Rebalancing-Gründen sowohl die Nasdaq-Shorts Anfang des Jahres als auch die S&P500-Shorts im April jeweils nochmal um ca. 10% aufstockten.

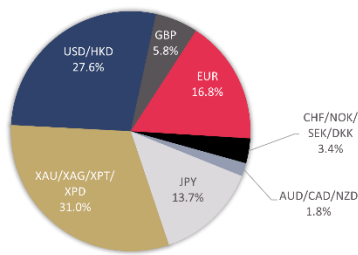
Unsere US-Index-Shorts leisteten im ersten Quartal insgesamt einen positiven Ergebnisbeitrag, sind jedoch aufgrund der jüngsten Rally in den US-Indizes, die pünktlich zum Quartalsende startete, auch dafür verantwortlich (-3.8% Ergebnisbeitrag), dass wir im April bislang eine ausgeprägtere Korrektur des IASF-NAV hinnehmen mussten.



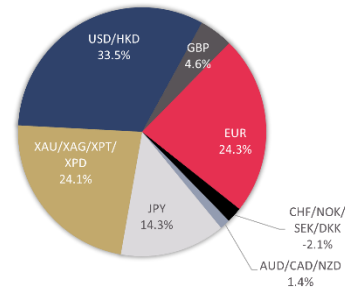
S&P500 und Nasdaq 100 seit Jahresbeginn, Bloomberg, 22APR2026

Weitere Ausführungen dazu finden Sie unter **Investoren-Fragen & Feedback** weiter unten.

Auf der Währungsseite waren die Veränderungen geringer. Hier haben wir vor allem die Edelmetall-Allokation, bestehend aus unseren Anlagen in Edelmetall-Aktien und ETCs (-7%), reduziert, während die USD-Allokation um 6% anstieg. Die weiteren Verschiebungen waren insignifikant.



IASF-Währungs-Allokation vom 31.12.2025



sowie vom 24.4.2026

Aber haben wir nicht einen negativen USD-Ausblick? – Ja, das ist weiterhin der Fall. Tatsächlich sind unsere Währungsabsicherungen unverändert, und da ein Großteil der positiven Aktienperformance in USD-dominierten Themen wie **ENERGIE** und **SCHIFFFAHRT** stattfand, hat sich das USD-Gewicht entsprechend erhöht. Da wir weiter davon ausgehen, dass USD-Schwäche mit steigenden Rohstoffpreisen einhergeht, zu denen wir eine sehr signifikante Allokation haben, sehen wir hier jedoch einen natürlichen Portfolio-Hedge gegeben und kurzfristig keinen Änderungsbedarf.



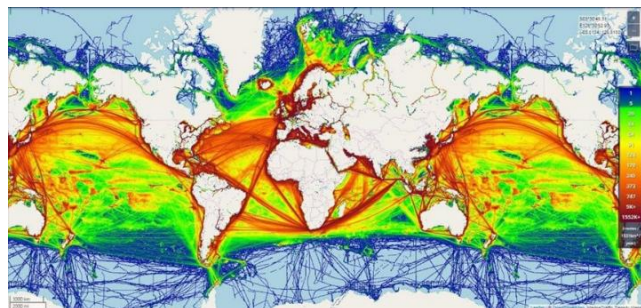
## Portfolio-Management Review am Beispiel Schifffahrt

Ich möchte an dieser Stelle die Gelegenheit nutzen, unsere Portfolio-Management-Arbeit anhand eines Rückblicks auf das Aktien-Thema **SCHIFFFAHRT** etwas näher zu beleuchten. Ich habe dieses Thema bewusst ausgewählt, da es eines unserer unkonventionellsten Investmentthemen darstellt und ich gerade deshalb immer wieder gefragt werde, ob und wann wir dieses Engagement gegebenenfalls einstellen. Bislang sehen wir hierfür jedoch keinen Anlass.

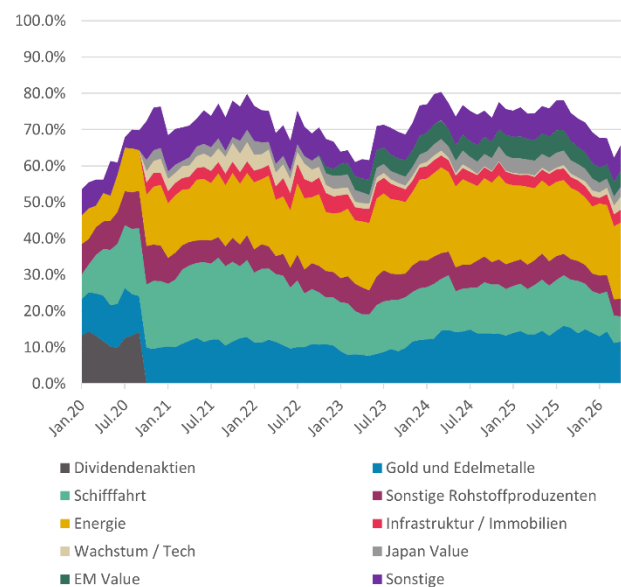
Unsere Grundthese dabei ist, dass wir uns am Ende eines langfristigen globalen Schuldenzyklus befinden, der strukturell höhere Inflation mit sich bringt. Dagegen wollen wir uns u.a. durch Anlagen in Substanzaktien schützen.

Das Thema **SCHIFFFAHRT** erweist sich diesbezüglich als facettenreich, mit unterschiedlichen Sub-Sektoren wie Tanker (Öl, Gas, etc.), Schüttgut-(Dry Bulk), Container- oder Car-Carrier, die entsprechend eigenständigen Frachtraten- und Substanzwertzyklen unterliegen, an denen wir über die Jahre hinweg unterschiedlich partizipiert haben.

**SCHIFFFAHRT** ist bereits seit 2020 im Portfolio vertreten (siehe Chart rechts in grün). Die Allokation bewegte sich dabei zwischen 6.8% im Januar 2020 und einem Höchststand von 22.5% im August 2021. Seit 2023 hat sie sich bei rund 13% eingependelt. Aktuell liegt sie nach Gewinnmitnahmen im 1Q nur noch bei ca. 7%.



[www.shipmap.org](http://www.shipmap.org)



Die Bedeutung der Branche wird aus der links dargestellten Weltkarte offensichtlich:

Die roten Verbindungen markieren dabei die wichtigsten Schifffahrtsrouten und der eingefügte Link verdeutlicht, wie zentral die Branche für den globalen Warenverkehr und Handel ist.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Die Themen-Performance – gemessen an den jeweiligen Jahresendpositionen und deren durchschnittlichem Total Return über das entsprechende Jahr in lokaler Währung (hauptsächlich USD und NOK) – stellt sich wie folgt dar:

- 2020: +34 %
- 2021: +70 %
- 2022: +47 %
- 2023: +43 %
- 2024: -4 %
- 2025: +22 %

In Summe hat dieses Thema damit einen Total Return von rund 560% erzielt, was unsere Entscheidung für dieses Anlagethema validiert. Gleichzeitig ist festzuhalten, dass die Ergebnisbeiträge in den vergangenen Jahren absolut gesehen rückläufig waren. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Sektor heute weniger stark unterbewertet ist und insgesamt ein breiteres Marktinteresse gefunden hat – auch wenn er weiterhin Nischencharakter besitzt. Entsprechend hat sich unsere „Conviction“ (Überzeugung) für das Thema reduziert, was sich in einer geringeren Allokation widerspiegelt.

## IASF – Drei Säulen der Wertschöpfung

Ziel: Inflations-adjustierte Wertsteigerung über den Marktzyklus



Incrementum

Marketingmitteilung

Der nebenstehende Chart stammt aus unserer Investorenpräsentation und weist auf den Einfluss der unterschiedlichen Wertschöpfungsfaktoren im Fonds, nämlich *Kursgewinne*, *Einkommen* und *Derivate*, hin. Entsprechend haben wir in der Folge drei konkrete Beispiele aus dem Schifffahrts-Thema ausgewählt, mit deren Hilfe sich unsere Portfolio-Management-Arbeit auf Basis der Daten vom 5. März angemessen illustrieren lässt.

Eine für den IASF typische Langfrist-Investition ist z.B. die Stolt-Nielsen-Aktie. Die 1959 gegründete [Stolt-Nielsen](#) ist ein weltweit tätiges norwegisches Schifffahrtsunternehmen, das auf den Transport und die Logistik von „Bulk Liquids“ spezialisiert ist. Dabei handelt es sich v.a. um Chemikalien bis hin zu Bio-Treibstoffen und Speiseöl. Das mehrheitlich im Familienbesitz befindliche Unternehmen besitzt und betreibt entsprechende Spezial-Tanker, Tankcontainer sowie Tanklager in wichtigen Häfen weltweit und baut mit Stolt Sea Farm ein wachsendes landbasiertes Fischfarm-Geschäft auf und aus. Die Marktkapitalisierung liegt bei rund 16,5 Mrd. NOK (ca. 1,75 Mrd. USD).





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



Aktienkurs von Stolt-Nielsen (in USD), seit Aufnahme in den IASF, Bloomberg, 5MÄR2026

Der initiale Kauf von Stolt-Nielsen-Aktien im IASF-Portfolio erfolgte am 9. März 2020 zu einem Kurs von 90 NOK (ca. 9.70 USD im Chart oben). Bis Ende Februar 2026 führten wir insgesamt 30 Einzeltransaktionen aus, die im Chart durch rote und grüne Pfeile nachvollzogen werden können. Welche Rolle Einkommen – hier in Form von Dividenden – dabei gespielt hat, zeigt die Tatsache, dass wir auf die ursprünglich gekauften Aktien inzwischen Dividenden in Höhe von 10.75 USD bzw. rund 110 NOK erhalten haben. Damit übersteigen die kumulierten Dividenden bereits die ursprünglichen Anschaffungskosten der Aktie. Darüber hinaus hat sich der Aktienkurs seit unserem Anfangs-Investment mehr als verdreifacht und entsprechend auch signifikante Kapitalgewinne beigesteuert. Einen Derivate- / Optionshandel gibt es in diesem Titel nicht.

Im zweiten Beispiel betrachten wir [Frontline](#), den weltweit größten börsennotierten Tanker-Eigner, der vom norwegischen Schifffahrts-Magnat Jon Fredriksen kontrolliert wird. Frontline hat eine Marktkapitalisierung von rund 73 Mrd. NOK (ca. 7.7 Mrd. USD) und operiert überwiegend im Spotmarkt.



Aktienkurs von Frontline (in USD), seit Aufnahme in den IASF, Bloomberg, 5MÄR2026





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Unser Initialkauf von Frontline-Aktien erfolgte am 30. März 2020 zu 98 NOK (ca. 9,30 USD im Chart oben). Bis Ende Februar führten wir insgesamt 115 Einzeltransaktionen, sowohl an der Oslo- wie auch US-Börse durch, davon 47 Kassa-Transaktionen, die im Chart nicht einzeln dargestellt sind. Deren Erträge lassen sich heute nicht mehr vollständig rekonstruieren, da uns hierfür lange Zeit kein automatisiertes Auswertungstool zur Verfügung stand. Allein in den ersten zwei Monaten dieses Jahres betrug der Performance-Beitrag von Frontline zum IASF jedoch 32 Basispunkte.

Nachvollziehbar sind hingegen die vereinnahmten Dividenden, die sich seit März 2020 auf insgesamt 8,76 USD pro ursprünglich gekaufte Aktie belaufen. Damit haben wir auch hier nahezu den gesamten ursprünglichen Kaufpreis über Dividenden zurückerhalten. Darüber hinaus haben wir seit 2020 insgesamt 68 Options-Transaktionen auf die Frontline-Aktie zur Volatilitätserte durchgeföhrt, also Verkäufe von kurzfristigen Puts und Calls sowie deren Ausübungen, die in Summe ein Prämienvolumen von rund 580k EUR generierten. Bei einem durchschnittlichen Fondsvolumen von etwa 100 Mio. EUR ergeben sich damit allein aus dem Verkauf von Frontline-Optionen ein jährlicher Performancebeitrag von knapp 0,1% für den IASF. Dabei machte die Aktie selbst nie mehr als 2% und im Durchschnitt rund 1% des Fondsvermögens aus – ein gutes Beispiel für den Beitrag, den auch die Derivate-Säule zur Wertschöpfung im Fonds beitragen kann. Gleichzeitig hat sich auch hier der Wert der Anfangsposition mehr als verdreifacht, weshalb wir die jüngste Rally zum nahezu vollständigen Positionsabbau (0,3% am 24.4., inkl. geschriebener Calls) genutzt haben.

Grundsätzlich verstehen wir uns als langfristige Anleger, aber gelegentlich ergeben sich auch attraktive kurzfristige Handelsmöglichkeiten. Ein jüngstes Beispiel hierfür ist der Kauf von Aktien der [SFL](#), einer Investmentgesellschaft, die in eine breite Palette unterschiedlicher Schiffstypen sowie zwei Ölplattformen investiert und diese jeweils langfristig auschartert.



Aktienkurs von SFL (in USD), seit Aufnahme in den IASF, Bloomberg, 10MÄR2026





Aufgrund einer aus unserer Sicht attraktiven Bewertung bauten wir in der zweiten Dezemberhälfte sowie nochmals Mitte Januar eine Position von rund 0,5 % des Fonds im IASF auf (rote Pfeile). Dies geschah in Erwartung der Bekanntgabe eines neuen Chartervertrags für eines ihrer wichtigsten Investments, die Ölplattform Hercules, die über den Winter ohne Beschäftigung war. Nachdem ein neuer, längerfristiger Kontrakt verkündet wurde, veräußerten wir die Position in drei Schritten Anfang März (grüne Pfeile) mit einem Kursgewinn von mehr als 30%.

Ich hoffe, diese drei Beispiele konnten zur besseren Illustration unserer Portfolio-Management-Arbeit beitragen. Wir haben das Rad des Investierens dabei nicht neu erfunden. Unser Erfolg ist vielmehr das Ergebnis akribischer Analyse, eines aktiven Portfolio-Management-Prozesses sowie von viel Geduld, Disziplin und Erfahrung – stets verbunden mit einem wachsamem Blick auf die potenziellen Risiken.

## Investoren-Fragen & Feedback

Eine zuletzt einmal wieder gestellte Frage bezieht sich auf die Tatsache, dass der IASF seit Auflegung im Juni 2019 nahezu durchgehend Short-Positionen in den großen US-Aktien-Indizes gehalten hat. Die beiden Ausnahmen waren während der Covid-Tiefs im März 2020 sowie Ende 2022 / Anfang 2023.

Dabei wird in der Regel korrekt bemerkt, dass dieses scheinbar „sture“ Festhalten an S&P500 und Nasdaq 100-Short-Positionen eine noch bessere Performance verhindert hat.



Dieses Argument ist natürlich nicht von der Hand zu weisen, und die dadurch erlittenen negativen Ergebnisbeiträge werden von uns auch immer wieder mit geschätzten Zahlen belegt und transparent gemacht. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieses Argument von der Ex-Post-Betrachtung profitiert. Die Herausforderung für uns als Portfolio Manager ist schließlich, dass wir nicht wissen, was die Zukunft bringt, und in diesem konkreten Fall, wie weit sich eine unserer Einschätzung nach bestehende Bewertungsblase ausdehnen bzw. wie lange sie sich halten kann.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

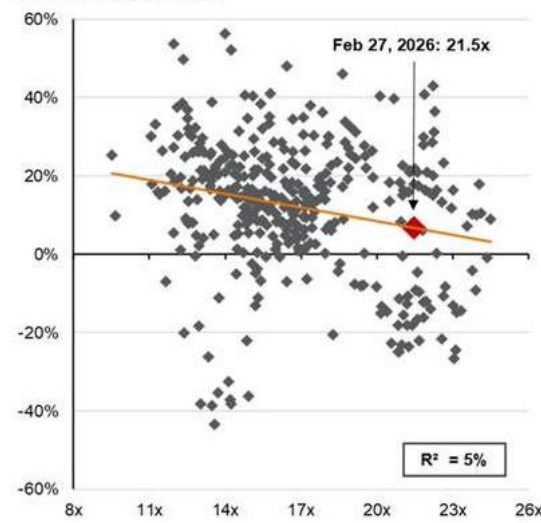
Unsere Analyse ist immer fundamental-orientiert und eine Regel dabei lautet: **„Die Höhe des Preises eines Wertpapiers bestimmt dessen zukünftige Rendite. Mit anderen Worten: Je höher der gezahlte Preis, desto geringer ist – ceteris paribus – die künftige Renditeerwartung (und umgekehrt).“** (s. PM-Leitlinie Nr. 2 im Anhang, S. 35)

In unserem jüngsten Webinar haben wir diesen Zusammenhang an den folgenden Charts verdeutlicht, die die für das jeweils kommende Jahr erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisse (P/E) mit der empirisch registrierten 1- (links) bzw. 5- (rechts) Jahres Performance des S&P500 ins Verhältnis setzen. Die entsprechende Regressionsanalyse belegt die oben gemachte Aussage: Je höher der Preis des S&P500 bei einem gegebenen Gewinnniveau, desto höher das KGV des Index. Und je höher das für das kommende Jahr erwartete KGV des S&P500 in einem gegebenen Jahr ist, desto geringer war der S&P500-Return in der darauffolgenden 1- oder 5-Jahres-Periode.

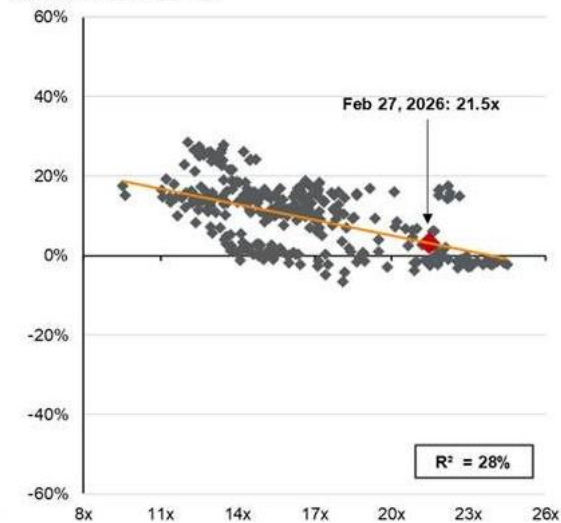
## P/E ratios and equity returns

Actions

Forward P/E and subsequent 1-year returns  
S&P 500 Total Return Index



Forward P/E and subsequent 5-year annualized returns  
S&P 500 Total Return Index



Erwartetes KGV (P/E) vs tatsächliche 1-Jahres- (links) und 5-Jahres-S&P 500 Performance(rechts), [JP Morgan Asset Management](#)

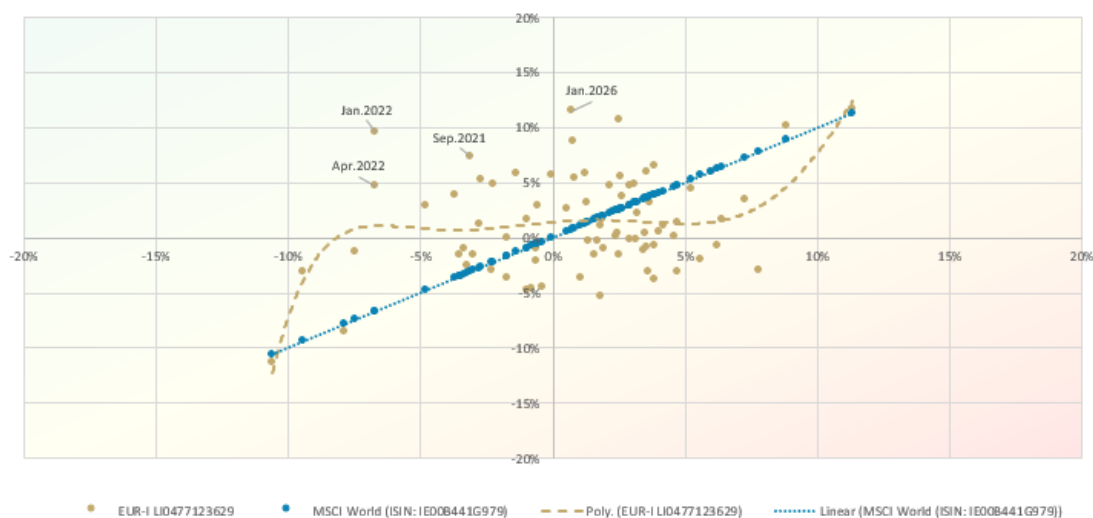
Das dies nur im Durchschnitt gilt zeigen die Charts oben ebenfalls. So lässt ein KGV (P/E) von 21.5 Ende Februar im Durchschnitt 5-Jahres Returns knapp über der Nulllinie erwarten. Aber tatsächlich gab es bei solch hohen KGVs in der jüngeren Vergangenheit auch eine kleine Gruppe von Fällen, in denen in der Folge dennoch zweistellige Total Returns verzeichnet wurden, wie auch viele weitere Fälle, in denen die 5-Jahres-Total Returns negativ waren. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Marktentwicklung von verschiedenen Faktoren abhängig ist, die zu unterschiedlichen Zeiten eine unterschiedliche Wirkung entfalten. Mit anderen Worten: **„Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg. Daher beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, arbeite sorgfältig, bleib flexibel und geduldig, bewahre einen offenen Geist und bedenke, dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.“** (s. PM-Leitlinie Nr. 8 im Anhang, S. 35)



Für uns ist das der Preis, den wir für eine zumindest teilweise Absicherung unserer Aktien-Allokation zahlen. Denn die für uns wichtigste Erkenntnis hinsichtlich des Portfolio Managements ist, dass **„Kapitalmärkte – ebenso wie die Gesamtwirtschaft – ihrem Wesen nach zyklisch sind**. Daher sollte man stets wissen, wo man sich im Zyklus befindet, und dabei den Mut haben Warren Buffetts Leitzatz zu folgen: *„Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind.“* (s. PM-Leitlinie Nr. 1 im Anhang, S. 35)

Dass diese Form der „teuren“ Absicherung das Risikoprofil des IASF insgesamt positiv beeinflusst hat, zeigt der folgende Chart. Hier werden alle monatlichen **IASF-Ergebnisse** im Verhältnis zu denen des **MSCI World EUR ETF** (ISIN: IE00B441G079) abgebildet. Dabei wird deutlich, wie der IASF zwar in Phasen positiver MSCI-Ergebnisse in der Tendenz oft auch schlechter als der Index abschneidet, was bei einer durchschnittlichen historischen Netto-Aktienquote von 35% nicht überraschen sollte, aber in Phasen negativer MSCI-Performance in der Regel signifikant bessere Ergebnisse erzielt. So gab es wie im Chart unten spezifisch ausgewiesen insgesamt 4 Monate in der Geschichte des Fonds, in der der IASF eine Performance auswies, die um mehr als 10% über der des MSCI World EUR ETF lag, und dies waren nahezu ausschließlich Monate mit einer negativen Aktienmarkt-Performance.

IASF Performance vs MSCI EUR ETF



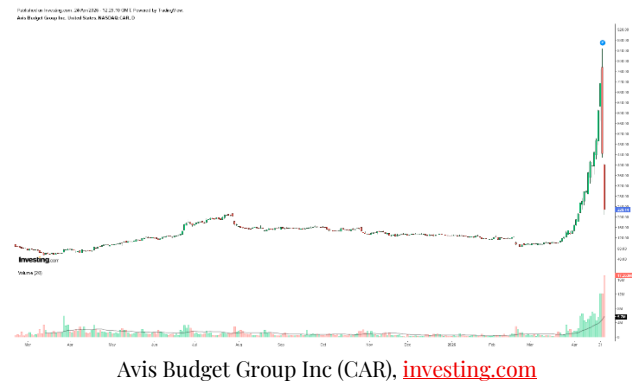
Für unsere Ansprüche als langfristige Investoren ist dies das perfekte Verhalten, da unser Anlageziel ja darin besteht, ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum der investierten Gelder über den Finanzmarktzyklus hinweg zu erreichen. Und dabei gilt: **„Kapitalerhalt ist die Basis für langfristigen Anlageerfolg.“** (s. PM-Leitlinie Nr. 3 im Anhang, S. 35) – Damit wollen wir gewährleisten, dass unsere Investoren auch in schwierigen Marktphasen ruhig schlafen können.



## Zum Abschluss

Inzwischen weist der Kalender das Wochenende vom 25./26. April aus. Der Iran-Krieg befindet sich zwar in einem inzwischen ausgedehnten Waffenstillstand, aber die Straße von Hormus ist weiter geschlossen und die von uns geschilderten fundamentalen Konsequenzen beginnen sich – angefangen von wieder steigenden Ölpreisen, bis hin zur zunehmenden Knappheit von weiteren wichtigen Rohstoffen – zu zeigen.

Gleichzeitig bleiben insbesondere die US-Aktienmärkte davon scheinbar unberührt, die erneut von Hoch zu Hoch eilen, wobei die wieder einmal „völlig losgelösten“ großen Tech-Aktien alle unterhalb des Index-Levels stattfindenden negativen Entwicklungen überlagern. Und wer Beispiele für das „Markt-Casino“ sucht, der wird fast täglich fündig, wie z.B. heute Avis Budget Group (CAR) zeigt:



Erweckt dieser Chart den Eindruck von „effizienten Märkten“ oder nicht doch eher von spekulativ erhitzten oder gar manipulierten? – Avis Budget ist eine bekannte Mietwagensgesellschaft, deren Aktienpreis in der Vergangenheit schon häufiger Spielball im Casino war, aber wohl noch nie in diesem Ausmaß. Bei 35.3 Mio. ausstehenden Aktien erreichte die Marktkapitalisierung an der Spitze des oben gezeigten Eiffelturms 30 Mrd. USD (8.5x des Preises vom 20.3.). CAR ist eine hochverschuldete Gesellschaft (B1/B), bei der die Analysten für das laufende Jahr 164 Mio. USD Netto-Einkommen (GAAP) und 190 Mio. USD Free Cashflow erwarten, und die selbstverständlich keine Dividenden zahlt.



„Mein Ziel ist es \$100k pro Jahr durch Trading zu verdienen...“, @realTomek\_L, X, 22APR2026

Eines macht dieses Beispiel wohl klar: Bei einem Aktienumsatz von knapp 100 Mio. Stück innerhalb der vergangenen 13 Tage (= 3x ausstehende Aktien), davon ein Drittel in den letzten drei Tagen, werden daran nicht alle Spekulanten Anleger Geld verdient haben...



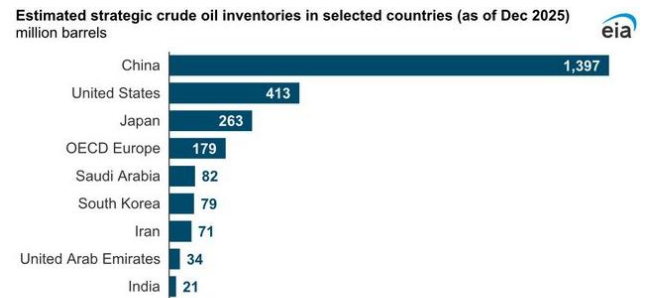
„Nur noch \$152k...“, @realTomek\_L, X, 22APR2026

Nun mögen Sie sagen, dass das für Sie keine Relevanz hat. Aber für passive Investoren könnte sich eine solche Aussage als trügerisch erweisen. Schließlich ist die Aktie gemäß Bloomberg ein Bestandteil von 175 unterschiedlichen Indizes, darunter dem Dow Jones Transportation Index, in dem sie in der Spitze mehr als 20% Gewicht hatte (per 23.4. noch 7%), und damit für Anhänger der Dow-Theorie kurzfristig dazu beitrug ein Signal für einen bevorstehenden wirtschaftlichen Boom zu geben...





Das Casino ist also „open for business“... Dagegen ist die Straße von Hormus weiterhin geschlossen. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang noch die Tatsache, dass ein Land besonders gut auf die momentane Ölkrise vorbereitet war, nämlich China. Wie Javier Blas (Bloomberg) anhand von EIA-Daten jüngst aufzeigte, sind Chinas strategische Ölreserven größer als die der USA, Japan und Westeuropas zusammengenommen(!). Das spricht zumindest für eine effiziente Planwirtschaft oder gar die bessere strategische Voraussicht.

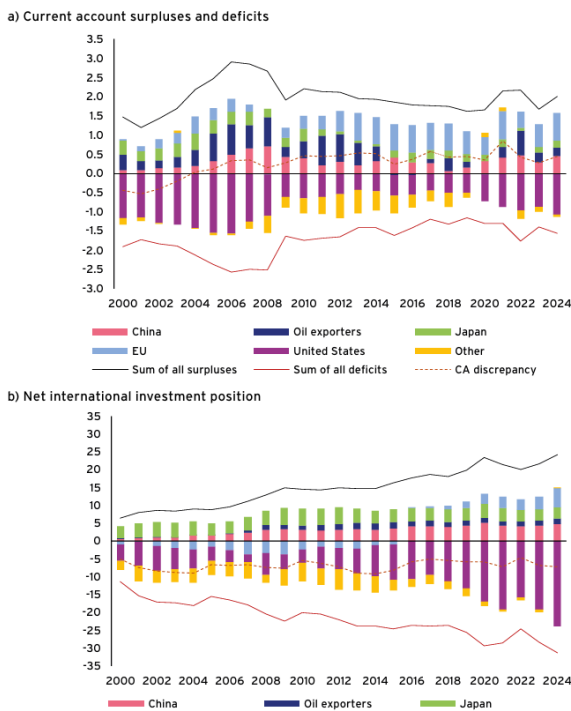


**Data source:** U.S. Energy Information Administration, *Short-Term Energy Outlook* (STEO), March 2026

**Note:** Other estimates derived from the International Energy Agency, China National Bureau of Statistics, Vortexa Analytics, Kayrros, Kpler, Argus Media, and Global Trade Tracker.

Strategische Ölreserven in Mio Barrel, @JavierBlas, X, 22APR2026

FIGURE 1 EXTERNAL IMBALANCES 2000-2024 (IN PERCENT OF WORLD GDP)



Note: The current account (CA) discrepancy is the sum of current accounts of all countries. The NIIP discrepancy is the sum of net international investment positions of all countries.

Source: IMF World Economic Outlook, and External Wealth of Nations Database.

Leistungsbilanz-Salden (oben), Netto-Auslandsvermögen (unten),

[The New Global Imbalances](#), CEPR / Bruegel, April 2026

Dabei muss man sich nochmal vor Augen führen, dass der Irankrieg auch ein Krieg für die Beibehaltung des Petrodollars ist. Dieser hat es den USA in den vergangenen Jahrzehnten ermöglicht nicht nur ihren eigenen Rohstoffhandel in eigener Währung (also ohne Wechselkursrisiko) abzuwickeln, sondern auch den Rest der Welt dazu gebracht, für den das sehr wohl ein Wechselkursrisiko und große Abhängigkeiten mit sich bringt, wie z.B. die Asien-Krise 1997/98 zeigte. Das ist vor allem China als größtem Rohstoff-Importeur ein Dorn im Auge. Denn solange es kritische Rohstoffimporte in USD zahlt, ist es davon abhängig entsprechende USD-Reserven zu halten, die traditionell in US-Staatsanleihen investiert wurden. Kann es jedoch z.B. seine Öl-Importe in CNY zahlen, hat dies den Vorteil, dass es letztere drucken kann und damit weniger Reserven benötigt.

Das Petrodollar-System hat dazu geführt, dass ein Großteil der internationalen Devisenreserven in USD gehalten werden, um in Krisenfällen die notwendigen Importe finanzieren zu können. Die Anlage derselben in USD-Staatsanleihen und -Aktien führte lange Zeit zu wachsender ausländischer Nachfrage nach US-Anlagen, die die US-Zinsen vergleichsweise tief und den USD stark hielt. Das Ganze hat zu dem oben gezeigten Defizit in der US-Leistungsbilanz wie auch beim Netto-Auslandsvermögen geführt.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Eine Anpassung dieser globalen Ungleichgewichte wird in politischen Kreisen intensiv diskutiert. Gemäß der o.g. Studie würde dies koordinierte Anpassungen in den großen Volkswirtschaften erfordern: „Die Vereinigten Staaten müsste durch Haushaltskonsolidierung die nationale Sparquote erhöhen; China müsste eine Neuausrichtung hin zum Konsum vornehmen; und Europa müsste die Investitionen steigern. Dieser Policy-Mix würde die Leistungsbilanzungleichgewichte an der Quelle verringern und das Risiko destabilisierender Ausstrahlungseffekte mindern.“

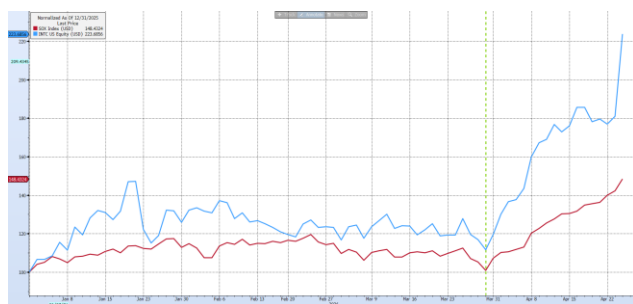
Eine solche Anpassung wird jedoch von den Autoren als unwahrscheinlich angesehen. Denn die USA genießt das **exorbitante Privileg** der Weltreservewährung, die für die Bereitstellung günstigen Kapitals und ausländischer Anlageströme verantwortlich ist, welche auch für die weiter oben beschriebene *Everything Bubble* mitverantwortlich sind. Sie versucht daher den Status Quo durch eine Politik der Energie-Dominanz zu sichern. Dies erklärt sowohl den Regimewechsel in Venezuela wie auch den augenscheinlichen Versuch, Kontrolle über den Iran und die Straße von Hormus zu erlangen. Denn mit diesen Kriegsspielen will man die Energie- (und Rohstoffproduzenten) in der Golfregion daran erinnern, dass der Schutz des amerikanischen Militärs nur gegen eine Beibehaltung des Petrodollar-Systems gewährt wird und die bestehenden Abhängigkeiten zementieren.

Deshalb ist dieser Krieg und sein Fortgang so wichtig, der in den Augen einiger Beobachter schon Teil des Dritten Weltkriegs ist. Hierbei versucht sich China und Teile des (oft opportunistischen globalen Südens) aus der Abhängigkeit der USA zu befreien, um selbst Abhängigkeiten zu schaffen und damit Macht projizieren zu können. Europa ist bei diesen Kriegsspielen nur ein passiver Zuschauer und bislang lediglich Spielball der Machtinteressen in Ost und West.

Das Marktgeschehen scheint derweil weiter völlig losgelöst von den fundamentalen Entwicklungen. So hat der April in den ersten 24 Tagen eine Aktienmarkt-Performance eingefahren, die einer Jahresperformance würdig ist (s. Veränderungen in den letzten beiden Spalten in USD und lokaler Währung). Die Bondmärkte sind wenig verändert und der USD leichter.

Index	2day	Value	Net Chg	%Chg	Δ AVAT	Time	Adv/Dcl	%Mtd	%Ytd
1) Americas									
10 DOW JONES		49230.71	-79.61	-0.16%	+11.97%	04/24	12/18	+6.23%	+6.23%
12 S&P 500		7165.08	+56.68	+0.80%	+6.07%	04/24	177/324	+9.75%	+9.75%
13 NASDAQ		24836.60	+398.10	+1.63%	+16.08%	04/24	1661/1493	+15.03%	+15.03%
14 S&P/TSX Comp		33904.11	-8.82	-0.03%	-13.38%	04/24	104/111	+3.47%	+3.47%
19 S&P/BMV IPC		69230.56	+599.40	+0.87%	-11.20%	04/24	27/8	+0.90%	+4.15%
18 IBOVESPA		190745.02	-633.41	-0.33%	-21.28%	04/24	26/55	+1.75%	+5.82%
2) EMEA									
78 Euro Stoxx 50		5883.48	-11.25	-0.19%	-10.12%	04/24	14/36	+5.63%	+7.18%
79 FTSE 100		10379.08	-77.93	-0.75%	-15.93%	04/24	34/66	+1.99%	+4.34%
76 CAC 40		8157.82	-69.50	-0.84%	-7.36%	04/24	13/27	+4.36%	+5.89%
74 DAX		24128.98	-26.47	-0.11%	+5.86%	04/24	10/30	+4.39%	+7.95%
75 IBEX 35		17691.30	-194.60	-1.09%	-9.90%	04/24	1/33	+3.76%	+5.28%
78 FTSE MIB		47656.11	-251.30	-0.52%	-16.27%	04/24	9/31	+7.55%	+9.13%
77 OMX SIBEX30		3101.08	-30.28	-0.97%	+40.39%	04/24	4/26	+5.86%	+8.71%
78 SIBEX INT		13169.70	-78.36	-0.59%	+7.24%	04/24	4/16	+3.06%	+4.96%
3) Asia/Pacific									
10 NIKKEI		59716.18	+575.95	+0.97%	-2.96%	04/24	92/131	+16.94%	+16.46%
32 HANG SENG		25978.07	+62.87	+0.24%	+8.11%	04/24	46/43	+4.80%	+4.85%
33 CSI 300		4769.37	-16.96	-0.35%	-5.53%	04/24	87/204	+7.18%	+8.15%
34 S&P/ASX 200		8786.52	-6.89	-0.08%	-13.31%	04/24	80/112	+3.59%	+7.37%
4) Global									
19 BGC World L/H		2463.59	+11.22	+0.45%	-3.04%	04/24	858/1430	+0.50%	+0.50%

Globale Aktienmarktübersicht, Bloomberg, 25APR2026



Phil Semi Index (SOX) vs Intel (INTC) 2026, Bloomberg,

Technologieaktien unter der Führung der Mag-7 sind erneut im Lead, diesmal getrieben von Hardware- und Microchip-Produzenten. So hat sich die Intel-Aktie seit dem 30. März mehr als verdoppelt und der Philadelphia Semiconductor Index knapp 50% zulegen können.





Ich gebe zu, dass uns diese Entwicklung überrascht hat, genauso wie die zunehmende Naivität der Anleger. Für die Märkte scheint der anhaltende KI-Boom der wichtigste Faktor zu sein, der praktisch jeden Aktienkurs rechtfertigt, wie der unglaubliche Anstieg der US-Halbleiteraktien und deren Anteil an der Gesamtmarktgewichtung zeigt. Die anhaltende Sperrung der Straße von Hormus ist ebenfalls ein Faktor, scheint jedoch immer weniger Gewicht zu haben, da der Iran der Übermacht der USA sicher nicht mehr lange standhalten kann.



US-Halbleiteraktien-Marktkapitalisierung zum Gesamtmarkt,  
[Callum Thomas](#), 28APR2026

Persönlich halte ich das für eine riskante Einstellung, die der Komplexität dessen was gerade in der Welt geschieht, nicht gerecht wird. Daher bin ich davon überzeugt, dass wir in einigen Jahren auf die heutige Zeit als eine Phase großer Fehlallokation von Ressourcen wie auch das Ende der US-Hegemonie zurückschauen werden.

Wie immer ist dies ein ausgedehnter Bericht geworden, und ich hoffe, dass Sie ihn mit Interesse und vielleicht auch der einen oder anderen neuen Erkenntnis gelesen haben. Nach dem deutlichen Anstieg des IASF-NAV im vergangenen Jahr befinden wir uns sicher in einer komfortablen Lage, werden aber in der jetzigen Konsolidierung wohl auch wieder kritisch hinterfragt werden, inwieweit es uns gelingen kann, den Track Record der vergangenen Jahre fortzusetzen. Persönlich habe ich daran keinen Zweifel. Die Welt befindet sich in einem rasanten Wandel und für den geduldigen, fundamentalorientierten Anleger gibt es in jeder Phase interessante Opportunitäten, die wir auch in Zukunft weiter finden und nutzen werden.

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

Herzliche Grüße aus Schaan,

**Hans G. Schiefen**

Partner & Fondsmanager

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)

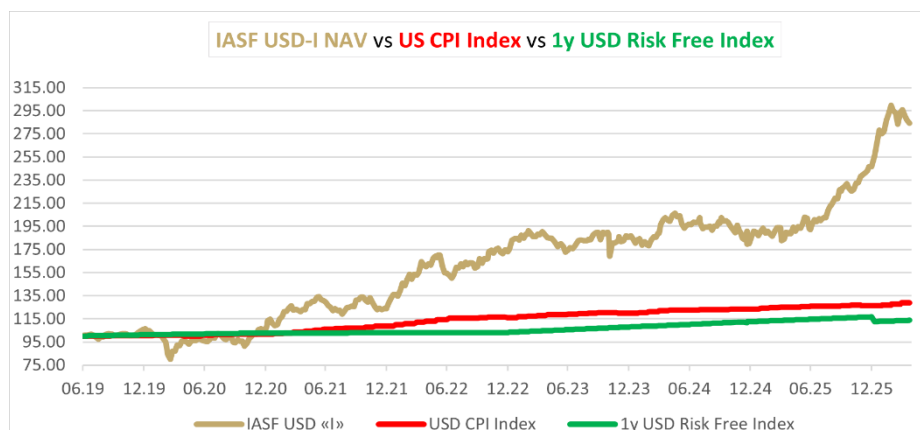
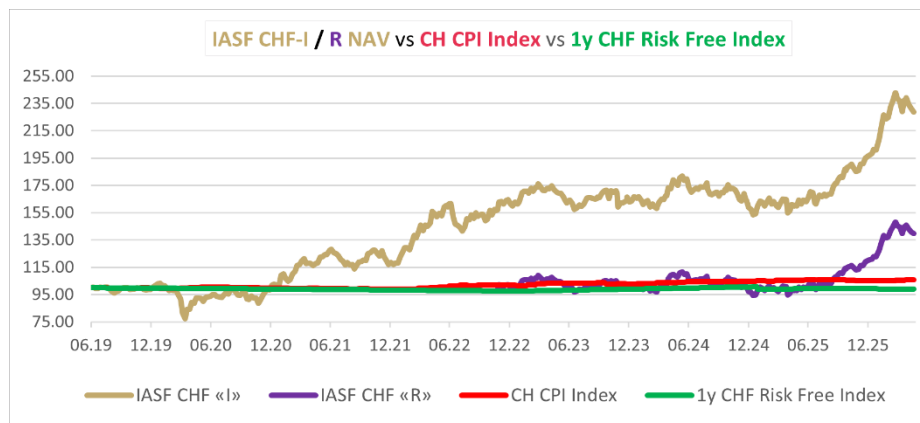
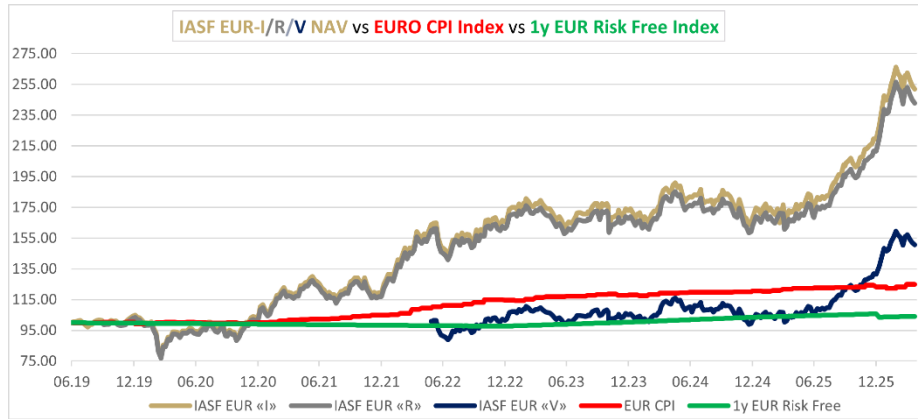




# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## Anhang



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (24APR2026), 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 – Portfolio Management-Leitlinien

- 1. Kapitalmärkte sind – ebenso wie die Gesamtwirtschaft – ihrem Wesen nach zyklisch.**  
Daher sollte man stets wissen, wo man sich im Zyklus befindet, und dabei den Mut haben Warren Buffetts Leitzsatz zu folgen: „Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind.“
- 2. Die Höhe des Preises eines Wertpapiers bestimmt dessen zukünftige Rendite.**  
Mit anderen Worten: Je höher der gezahlte Preis, desto geringer ist – ceteris paribus – die künftige Renditeerwartung (und umgekehrt). Dies entspricht dem Kern des fundamental-basierten Investierens.
- 3. Kapitalerhalt ist die Basis für langfristigen Anlageerfolg.**  
Dabei ist eine langfristige, fundamental-basierte Anlagestrategie der Jagd nach Momentum und Trend vorzuziehen.
- 4. Man sollte sich stets bewusst sein, ob man spekuliert oder investiert.**
- 5. Die grundlegendsten und wirksamsten Instrumente des Risikomanagements**  
sind eine angemessene Diversifikation sowie die Fähigkeit Liquidität zu halten.
- 6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten und Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.**
- 7. Anreizstrukturen haben eine oft unterschätzte Relevanz.**  
Wahre Interessenkongruenz wirkt sich langfristig zugunsten der Anleger aus.
- 8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg.**  
Daher beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, arbeite sorgfältig, bleib flexibel und geduldig, bewahre einen offenen Geist und bedenke, dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.

### Disclaimer

Dieses Marketingmaterial wurde von der Incrementum AG mit der höchstmöglichen Sorgfalt, nach bestem Wissen und nach den Grundsätzen von Treu und Glauben erstellt. Das in diesem Marketingmaterial erwähnte Produkt ist in Liechtenstein domiziliert und dieses Marketingmaterial wird von der Incrementum AG, Im alten Riet 153, 9494 Schaan, Liechtenstein, herausgegeben. Alle veröffentlichten Angaben stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds und begründen somit weder eine Aufforderung noch ein Angebot zur Zeichnung von Anteilen. Dieses Marketingmaterial sollte im Zusammenhang mit den konstituierenden Dokumenten und dem Basisinformationsblatt (PRIIP-KID) gelesen werden. Der Erwerb von Anteilen des Fonds erfolgt auf der Basis der konstituierenden Dokumente und des PRIIP-KID sowie des letzten Jahresberichtes und, sofern bereits veröffentlicht, des darauffolgenden Halbjahresberichtes. Gültigkeit haben nur die Informationen, die in den oben genannten Dokumenten enthalten sind. Die oben genannten Dokumente sind kostenlos auf einem dauerhaften Datenträger bei der Verwaltungsgesellschaft, der Verwahrstelle, bei den Zahlstellen und bei allen Vertretern und Vertriebsstellen im In- und Ausland sowie auf der Web-Seite des LAFV Liechtensteinischer Anlagefondsverband unter [www.lafv.li](http://www.lafv.li) erhältlich. Auf Wunsch des Anlegers werden ihm die genannten Dokumente ebenfalls in Papierform kostenlos zur Verfügung gestellt. Weitere Informationen zum Fonds sind im Internet unter [www.ifm.li](http://www.ifm.li) und bei der IFM Independent Fund Management AG, Landstrasse 30, FL-9494 Schaan, innerhalb der Geschäftszeiten erhältlich. Für Anleger in Deutschland und in Luxemburg sind diese Unterlagen jeweils bei der Einrichtung in Deutschland bzw. in Luxemburg, der IFM Independent Fund Management AG Landstrasse 30, FL-9494 Schaan ([www.ifm.li](http://www.ifm.li)) kostenlos erhältlich. Für Anleger in der Schweiz sind diese Unterlagen bei der Vertreterin in der Schweiz, der LLB Swiss Investment AG, Bahnhofstrasse 74, CH-8001 Zürich ([www.llbsswiss.ch](http://www.llbsswiss.ch)) kostenlos erhältlich. Für Anleger in Österreich sind diese Unterlagen bei der Kontakt- und Informationsstelle in Österreich, der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien ([www.sparkasse.at](http://www.sparkasse.at)) kostenlos erhältlich. Die historische Wertentwicklung eines Anteils ist keine Garantie für die laufende und zukünftige Performance. Der Wert eines Anteils kann jederzeit steigen oder fallen. Für das Erreichen des angestrebten Anlageziels des Fonds kann keine Gewähr übernommen werden. In der in diesem Marketingmaterial gezeigten Wertentwicklung werden, die bei der Ausgabe und Rücknahme anfallenden Kommissionen und Gebühren nicht berücksichtigt. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei der Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Eine Haftung für die in diesem Marketingmaterial enthaltenen Fehler oder Auslassungen wird nicht übernommen. Potenzielle Anleger sollten sich über mögliche steuerliche Konsequenzen, die rechtlichen Voraussetzungen und mögliche Devisenbeschränkungen oder –kontrollvorschriften informieren, die in den Ländern ihrer Staatsangehörigkeit, ihres Wohnsitzes oder ihres Aufenthaltsortes gelten und die bedeutsam für die Zeichnung, das Halten, den Umtausch, die Rücknahme oder die Veräußerung von Anteilen sein können. Weitere steuerliche Erwägungen sind in den konstituierenden Dokumenten erläutert. Die Fondsanteile dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. Die Anteile wurden insbesondere in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) nicht gemäß dem United States Securities Act von 1933 registriert und können daher weder in den USA, noch an US-Bürger angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Marketingmaterial dient lediglich Informationszwecken und ist für die ausschließliche Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Dieses Marketingmaterial darf ohne schriftliche Erlaubnis der Incrementum AG weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt oder weiterverteilt werden. Die publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung von Anteilen.

