

2026 / 03

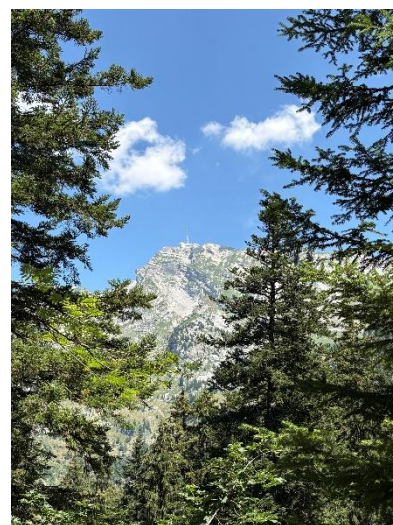
Seasonal Reflections

Zyklus-Wende?

Liebe Leserinnen und Leser,

der Sommer ist da und mit seiner Hitze auch die Erinnerung an die vergangenen Sommer meiner Jugend, die vor allem an den Wochenenden von viel Musik geprägt waren.

Die Erinnerung daran wallte auf, als ich vor Kurzem wieder einmal Bruce Springsteens *[Born in the U.S.A.](#)* hörte. Bruces rohe Emotionalität, verbunden mit seiner ehrlichen und oft ironischen Beschreibung des „American Dream“, inkl. einem gehörigen Schuss Sozialkritik, resonierten damals stark mit mir. Gleichzeitig vermittelte seine Musik auch ein Stück von der Freiheit, dem Fortschritt und den unbegrenzten Möglichkeiten, die wir damals mit den Vereinigten Staaten verbanden. – Sicher, das mag naiv und blauäugig gewesen sein, aber mir wurde beim Wiederhören klar, was wir verloren haben, und wie sehr sich (nicht nur) mein Bild von den USA verändert hat. Und das ist ein bedauerlicher Verlust. Denn was hört / wohin schaut die Jugend heute, wenn sie nach Inspiration und Idealen sucht?



Sommer-Impression beim Blick auf den Säntis, Toggenburg, 12JUL2026

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

- Halbjahresbericht des IASF-Fondsmanagers	S. 2
- Iran-Krieg & der globale Ölmarkt – Ein Update	S. 17
- Weitere Makro-Gedanken	S. 24
- Investoren-Fragen & Feedback zu den IASF-Shorts	S. 32
- Auszüge aus dem Quartalskommentar an die Incrementum VV-Kunden	S. 34
- Standort, Ausblick & Abschluss	...S. 36



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.

Halbjahresbericht des IASF-Fondsmanagers

Eröffnen möchte ich diese Seasonal Reflections mit einem Rückblick auf das 1. Halbjahr 2026, welcher auch als Tätigkeitsbericht des Fondsmanagers im Halbjahresbericht des IASF einen Platz finden wird, zusätzlich illustriert mit einigen Charts und Cartoons und abgeschlossen am 11. Juli:

Sehr geehrte Anlegerinnen, sehr geehrte Anleger.

Ein politisch turbulentes erstes Halbjahr wurde vor allem vom sich dahinziehenden Krieg der USA und Israels gegen den Iran geprägt, der zur größten militärischen Eskalation im Nahen Osten seit Jahrzehnten geworden ist. Die daraus resultierende monatelange Sperrung der Straße von Hormus hat zu massiven und anhaltenden Störungen der globalen Energie- und Rohstoffströme geführt.



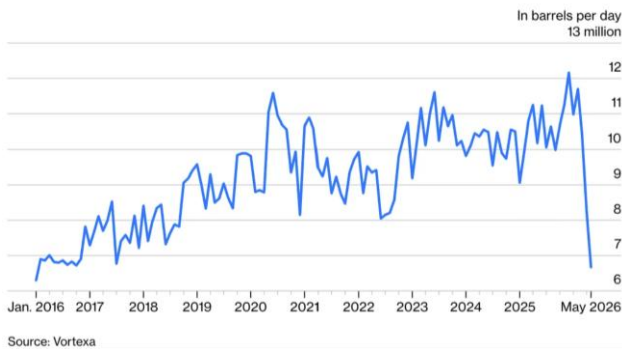
Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 29JUN2026

Derweil befindet sich der Krieg zwischen Russland und der Ukraine bereits im fünften Jahr, ohne dass eine der beiden Seiten nennenswerte territoriale Fortschritte erzielen konnte. Allerdings scheint es der Ukraine in letzter Zeit offenbar zunehmend gelungen zu sein, Energieinfrastruktur tief im russischen Hoheitsgebiet zu beschädigen. Unter dem Aspekt der Energiesicherheit lassen beide Konflikte nichts Gutes für die Zukunft Europas erahnen. Unterdessen strebt die USA rücksichtslos nach ihrer eigenen Energiedominanz – durch die Entmachtung des venezolanischen Regimes von Nicolás Maduro zu Beginn des Jahres wie auch wiederholte Drohungen, Grönland zu „übernehmen“.



Chinese Oil Imports Plunge to 10-Year Low

Beijing bought in May nearly 40% less crude by tanker than it did on average in 2026, although the mechanics behind the cut aren't well understood



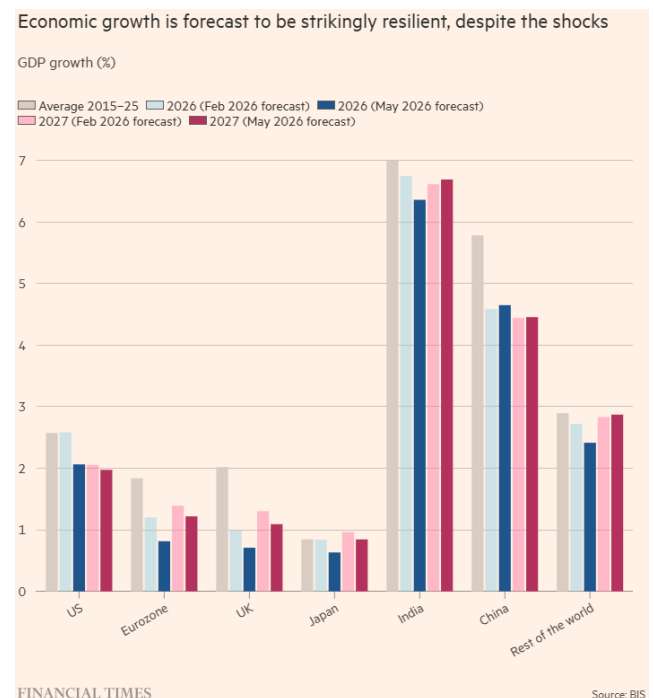
Chinas Öl-Importe, Trader Ferg, [Substack](#), 23JUN2026

Der große Rivale China hat die vergangenen Monate genutzt, um seine eigene Fähigkeit zur Steuerung der Energiemärkte unter Ausnutzung seiner im Weltvergleich rekordhohen Lagerhaltungskapazitäten unter Beweis zu stellen. Dies hat es dem Land ermöglicht, seine Öl- und Gasimporte in den letzten Monaten drastisch zu reduzieren und so nicht nur zur Stabilisierung der Ölpreise beizutragen, sondern auch seine Resilienz gegen Energieschocks zu demonstrieren.

Zur Jahresmitte scheint das Land der eigentliche Sieger in diesen Konflikten zu sein, da die Trump-Regierung mit ihren Einschüchterungstaktiken und ihrer offensichtlichen Unzuverlässigkeit viele Freunde und Verbündete verunsichert hat und derzeit in einem von ihr selbst ausgelösten Krieg um Frieden verhandelt – und zwar zu Bedingungen, die augenscheinlich schlechter sind als jene, die vor Kriegsbeginn galten.

Unterdessen hat sich die Weltwirtschaft überraschend widerstandsfähig gezeigt, und das trotz des Inflationsschubs nach der Corona-Pandemie, Donald Trumps zollgetriebenem Handelskrieg oder auch der Kriege in der Ukraine und im Iran mit den damit verbundenen Energieschocks.

Wir haben diese Widerstandsfähigkeit insgesamt unterschätzt, die auf das Zusammenspiel beispielloser staatlicher Konjunkturmaßnahmen während und nach der Pandemie, eine deutliche Erhöhung der Rüstungsausgaben sowie der jüngsten Welle von Unternehmensinvestitionen im Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) zurückzuführen ist, die dazu beigetragen haben, die Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage aufrechtzuerhalten.

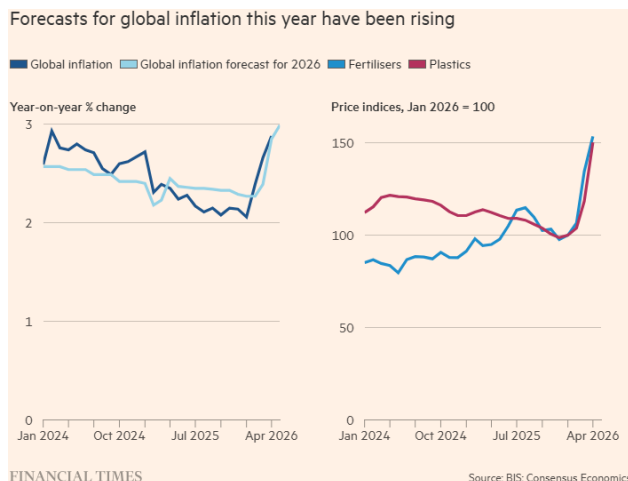


BIP-Wachstum auf Basis von BIZ-Schätzungen,
Quelle: Martin Wolf, [Financial Times](#), 1JUL2026





Auch der allgemeine Vermögenseffekt steigender Vermögenspreise ist für den Nachfrageschub mitverantwortlich, da die Ausgaben der privaten Haushalte zunehmend von den obersten Schichten der Vermögensverteilung getragen werden. Dies hat zudem dafür gesorgt, dass der Welthandel bemerkenswert robust geblieben ist.



Globale Inflation (links) & für Düngemittel und Plastik (rechts),
BIZ-Schätzungen, [Financial Times](#), 1JUL2026

Gleichzeitig ist aber auch deutlich geworden, dass die Inflationsdynamik wieder anzieht, angeführt von den Energiepreisen und daraus abgeleitet Strompreisen, aber auch Ölderivaten wie Plastik und Düngemitteln.

In der gesamten westlichen Welt hat dies dazu geführt, dass die Erwartungen hinsichtlich möglicher Zinssenkungen in den Hintergrund getreten sind, was wiederum bedeutet, dass es für verschuldete Regierungen und Unternehmen keine kurzfristige Entlastung beim Schuldendienst gibt.

Angesichts einer geschätzten globalen Verschuldung von 350 Billionen US-Dollar (305% des BIP) und weiterhin steigender durchschnittlicher Zinskosten nach einem jahrelangen Nullzins-Umfeld sind wir zugegebenermaßen überrascht von der Gelassenheit an den globalen Anleihemärkten. Hier senden bislang weder die Renditestrukturkurven Warnsignale aus und auch die Zins-Spreads bei Unternehmensanleihen sind weiter erstaunlich niedrig. Dies ist sicher auch ein Ergebnis dessen, dass sich die globale Risikobereitschaft immer wieder schnell von allen makroökonomischen Schocks erholt hat, einschließlich der jüngsten Unruhen im Nahen Osten. Die Anleger vertrauen offenbar darauf, dass die Regierungen alles tun werden, um den Zusammenbruch dieses Kartenhauses zu verhindern. Ob und wie ihnen dies in einer Zeit gelingen kann, in der die globalen Investoren zunehmend versuchen, ihre Portfolios von Staatsanleihen weg zu diversifizieren, wird das künftige makroökonomische Gesamtbild maßgeblich beeinflussen.

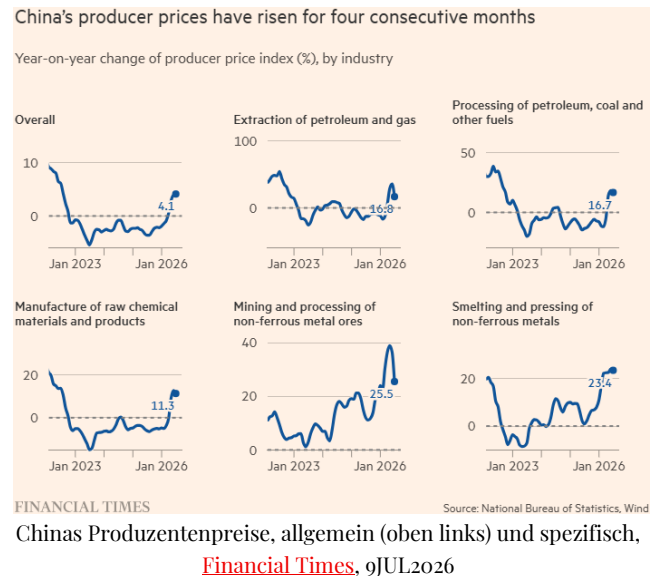
Ein wichtiger Hoffnungsschimmer der Anleger scheint die Aussicht auf einen durch KI ausgelösten Produktivitätsboom zu sein, der deflationäre Kräfte freisetzen soll, welche den inflationären Druck aus der realen Welt aufheben. Wir sind nach wie vor nicht davon überzeugt, dass dies funktionieren wird, und fühlen uns an die Versprechungen erinnert, die vor einem Vierteljahrhundert im Zusammenhang mit dem World Wide Web gemacht wurden. Zwar hat das Internet viele Aspekte unseres Lebens revolutioniert, darunter auch die Art und Weise, wie wir Geschäfte tätigen, doch gehen offizielle Schätzungen davon aus, dass die zunehmende Nutzung des Internets und die Ausweitung des E-Commerce die Inflation um nicht mehr als ein Zehntel Prozentpunkt pro Jahr gesenkt haben.



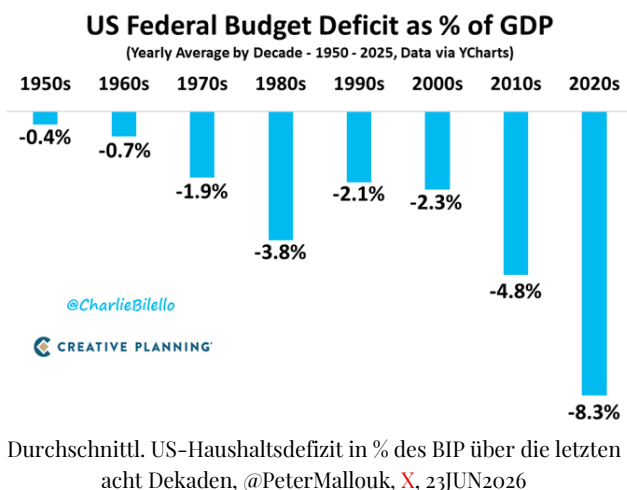


Entsprechende Parallelen scheinen uns auch bei der zunehmenden Nutzung von KI plausibel: Zwar könnten ganz bestimmte Wirtschaftssektoren einen bedeutenden Effizienzschock und damit Kosteneinsparungen verzeichnen, doch bezweifeln wir, dass dies die rettende Lösung vor der anhaltenden Geldentwertung sein wird.

Hier spielt der industrielle Aufstieg Chinas wahrscheinlich eine weitaus größere Rolle, da das Land in diesem Jahrzehnt einen beispiellosen Investitionsboom erlebt hat und mittlerweile die meisten wichtigen Industriezweige dominiert. Dies hat zu anhaltendem Deflationsdruck geführt, der die chinesische Regierung sogar dazu veranlasst hat, eine „*Anti-Involution*“-Kampagne zu starten, die darauf abzielt, Überproduktion und Preiskämpfe einzudämmen. Mit anderen Worten: Wir befürchten, dass die eigentliche deflationäre Kraft der letzten Jahre an Wirksamkeit verliert.



Zusammenfassend lässt sich sagen: Auch wenn die Finanzmärkte das potenzielle Risiko relativ gelassen einschätzen, sehen wir weiterhin eine hohe Wahrscheinlichkeit für ein stagflationäres Umfeld, da die Wachstumsimpulse versiegen und der Inflationsdruck wieder an Fahrt gewinnt.



Und da die politischen Entscheidungsträger in den USA sowie den übrigen Industrieländern eine „Run it hot“-Strategie verfolgen, bezweifeln wir nicht, dass sie alles tun werden, um eine Krise am Anleihemarkt zu verhindern – selbst wenn dies auf Kosten einer Abwertung ihrer Währungen geht. Sobald die Anleger erkennen, dass dies das Ziel der Reise ist, erwarten wir, dass das letzte Echo der technologiegetriebenen Blase des vergangenen Jahrzehnts verklingen wird und sich der Fokus wieder auf Marktsegmente und Themen verlagern wird, die einen effizienteren Inflationsschutz versprechen.





Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Natürlich wird nur die Zeit zeigen, ob dies zutrifft. Doch nach dem stärksten Quartalsanstieg des Nasdaq seit dem 2. Quartal 2020 hat sich der Index in den letzten 6,25 Jahren nun vervierfacht, was annualisierten Zuwächsen von 25% entspricht. Kein Wunder, dass Anleger von einer solch fantastischen Quelle für Anlagerenditen offenbar nicht genug bekommen können und darauf programmiert zu sein scheinen, jeden Kursrückgang zum Kauf zu nutzen...

AI-Related Stocks in the S&P 500

41 AI-Related Companies as Identified by JP Morgan Analysis
Market Cap Changes as of June 26 2026

Company	Total Return Since 12/31/25	Market Cap (\$Billions)	YTD Market Cap Change	Pct of S&P 500	Contribution to S&P 500 Return	Forward P/E Ratio	Company	Total Return Since 12/31/25	Market Cap (\$Billions)	YTD Market Cap Change	Pct of S&P 500	Contribution to S&P 500 Return	Forward P/E Ratio
Other AI-Direct							Magificent Seven						
Broadcom Inc	5.85%	\$1,737	\$96	2.64%	0.15%	23.4	NVIDIA Corp	3.36%	\$4,659	\$127	7.09%	0.19%	19.2
Oracle Corp	-23.33%	\$428	-\$132	0.65%	-0.20%	18.4	Apple Inc	4.58%	\$4,168	\$151	6.34%	0.23%	30.9
Palantir Technologies Inc	-36.47%	\$271	-\$153	0.41%	-0.23%	70.7	Microsoft Corp	-22.54%	\$2,771	-\$824	4.21%	-1.25%	20.1
Advanced Micro Devices Inc	143.55%	\$850	\$502	1.29%	0.76%	59.4	Alphabet Inc	7.93%	\$4,092	\$310	6.22%	0.47%	25.1
Salesforce Inc	-39.91%	\$130	-\$119	0.20%	-0.18%	11.1	Amazon.com Inc	0.81%	\$2,503	\$36	3.81%	0.05%	23.7
International Business Machine	-7.09%	\$255	-\$22	0.39%	-0.03%	21.6	Meta Platforms Inc	-16.50%	\$1,397	-\$267	2.12%	-0.41%	14.6
Uber Technologies Inc	-6.74%	\$155	-\$15	0.24%	-0.02%	21.3	Tesla Inc	-15.57%	\$1,426	-\$70	2.17%	-0.11%	191.0
ServiceNow Inc	-35.81%	\$101	-\$58	0.15%	-0.09%	22.4	Totals	-2.49%	\$21,015	-\$537	31.96%	-0.82%	
QUALCOMM Inc	11.86%	\$200	\$16	0.30%	0.02%	19.2	AI-Utilities						
Arista Networks Inc	20.28%	\$198	\$33	0.30%	0.05%	41.7	NRG Energy Inc	-5.61%	\$32	\$1	0.05%	0.00%	19.2
Adobe Inc	-42.08%	\$81	-\$66	0.12%	-0.10%	7.8	Vistra Corp	1.64%	\$55	\$0	0.08%	0.00%	30.9
Micron Technology Inc	296.92%	\$1,279	\$958	1.94%	1.46%	7.8	NextEra Energy Inc	11.85%	\$185	\$17	0.28%	0.03%	20.1
Palo Alto Networks Inc	65.15%	\$248	\$120	0.38%	0.18%	77.6	Southern Co/The	13.23%	\$110	\$14	0.17%	0.02%	25.1
Intel Corp	247.75%	\$645	\$461	0.98%	0.70%	117.9	Constellation Energy Corp	-25.05%	\$96	-\$15	0.15%	-0.02%	23.7
CrowdStrike Holdings Inc	49.56%	\$178	\$60	0.27%	0.09%	135.8	Public Service Enterprise Grou	5.82%	\$42	\$2	0.06%	0.00%	23.4
Cadence Design Systems Inc	20.70%	\$104	\$19	0.16%	0.03%	46.2	Entergy Corp	26.91%	\$55	\$14	0.08%	0.02%	18.4
Dell Technologies Inc	219.80%	\$258	\$173	0.39%	0.26%	21.5	NiSource Inc	19.07%	\$24	\$4	0.04%	0.01%	14.6
NXP Semiconductors NV	28.72%	\$70	\$15	0.11%	0.02%	48.2	Totals	6.63%	\$597	\$37	0.91%	0.06%	
Fortinet Inc	90.59%	\$111	\$52	0.17%	0.08%	48.2	AI-Capital Equipment						
Digital Realty Trust Inc	26.43%	\$69	\$15	0.10%	0.02%	92.0	Eaton Corp PLC	27.16%	\$156	\$33	0.24%	0.05%	18.4
Hewlett Packard Enterprise Co	83.60%	\$58	\$26	0.09%	0.04%	11.4	Trane Technologies PLC	23.38%	\$106	\$19	0.16%	0.03%	70.7
Super Micro Computer Inc	4.65%	\$20	\$2	0.03%	0.00%	10.4	Johnson Controls International	16.24%	\$84	\$11	0.13%	0.02%	59.4
Totals	36.36%	\$7,446	\$1,985	11.32%	3.02%	21.5	Quanta Services Inc	63.05%	\$103	\$40	0.16%	0.06%	11.1
S&P 500 INDEX	8.15%	\$65,753	\$4,952	100%	8.15%		Totals	29.91%	\$450	\$104	0.68%	0.16%	
41 AI-Related Stocks	5.69%	\$29,508	\$1,589	44.88%	2.61%								
459 Non AI-Related Stocks	10.23%	\$36,245	\$3,363	55.12%	5.53%								

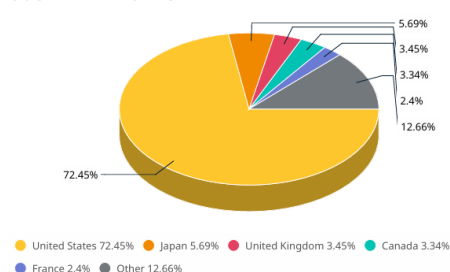
AI Related S&P 500 Stocks Indicated By Michael Cemblist of JP Morgan
www.assets.jpmprivatebank.com/content/dam/jpm-pb-aem/global/en/documents/eotm/the-blob.pdf

Bianco Research LLC
www.biancoresearch.com

KI-bezogene Aktien im S&P 500 (Direktanbieter oder Zulieferer), @biancoresearch, X, 30JUN2026

Doch da große Technologiewerte die breiter gefassten US-Indizes bereits dominieren (41 KI-bezogene Aktien gemäß der Definition von Bianco Research (s.o.), also rund 8% der Indexkomponenten, machen mittlerweile 44% des S&P 500 aus), während die zehn größten Aktien des MSCI World Index, bei denen es sich ausschließlich um US-Technologiewerte sowie Tesla handelt, 26% des Index ausmachen, muss man sich wohl unweigerlich fragen, wie weit der Konzentrationsgrad noch steigen kann.

COUNTRY WEIGHTS



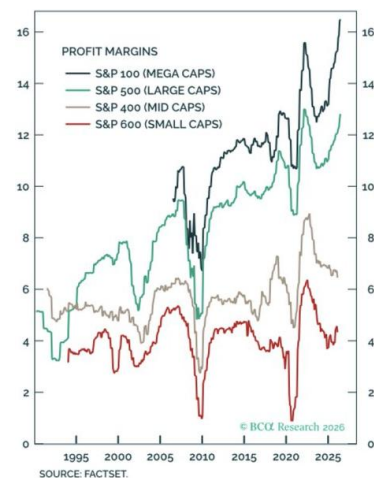
MSCI World Index (USD), Ländergewichtung, 30JUN2026

In unserem Anlegerbrief *Seasonal Reflections* haben wir regelmäßig auf die überhöhten Bewertungen und Stimmungsindikatoren in diesem Sektor sowie an den US-Märkten insgesamt hingewiesen, die mittlerweile 72,5% und damit nahezu drei Viertel des MSCI World Index ausmachen.

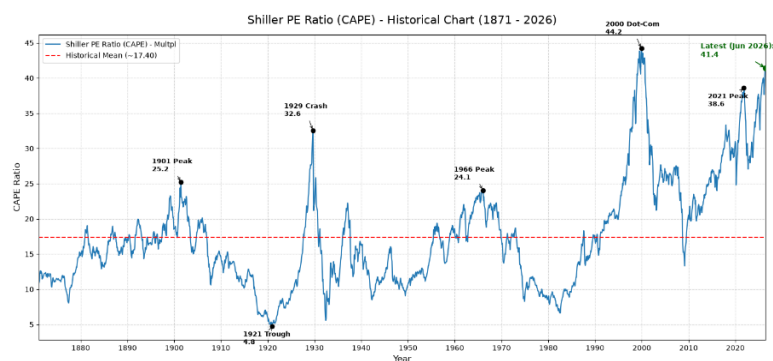




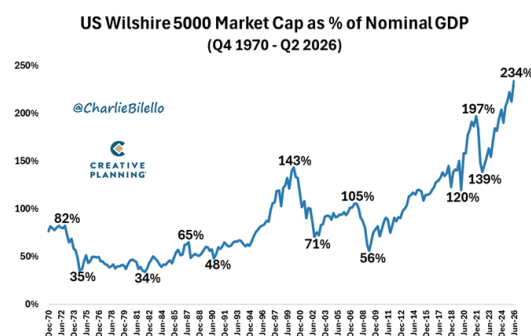
Dazu gehören Rekordwerte bei den Gewinnmargen der US Unternehmen, wo wie der nebenstehende Chart zeigt jedoch auch eine ungesunde Konzentration hoher Margen (s. Chart rechts) bei den Mega Caps besteht, ein Shiller-CAPE-Verhältnis (Zyklus-adjustiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis), welches nur noch vom Rekordwert von 1929 übertroffen wird, ein Buffett-Indikator (Börsenmarktkapitalisierung / BIP), der in neue Sphären vorgestoßen ist, sowie eine nie gesehene Risikobereitschaft der Anleger, die sich in rekordhohen Lombardkreditvolumen, gehebelten ETFs oder dem rasant wachsenden Einsatz von oDTE-Optionen (Zero-Days-to-Expiration) widerspiegelt.



© PeterBerezinBCA, X, 6JUL2026

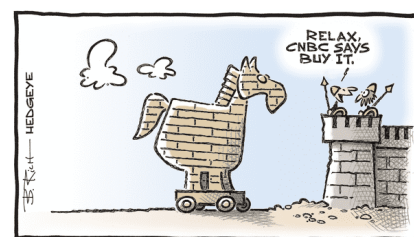


Shiller CAPE Ratio (zyklus-adjust. KGV), June 2026, [Wikipedia](#)



Buffett-Indikator, [The Week in Charts](#), C. Bilello, 14JUL2026

Wie wenig fundamentale Betrachtungen noch eine Rolle spielen und auf welch extremes Maß an Risikobereitschaft gebaut werden kann, wird wohl besonders an den im [Börsenprospekt](#) auf Seite 1 veröffentlichten Unternehmensleitlinien des größten und geradezu lächerlich überteuerten* Börsengangs der Geschichte, Elon Musks SpaceX, deutlich. Diese beinhalten u.a. die Ambition: „das Leben auf mehrere Planeten auszuweiten, die wahre Natur des Universums zu verstehen und das Licht des Bewusstseins bis zu den Sternen zu tragen.“



Keine Sorge, CNBC sagt „Kaufen“
Cartoon of the Day, [Hedgeye](#), 16JUL2026

Tatsächlich sind wir bereit zu wetten, dass dieser Börsengang den Höhepunkt des aktuellen Zyklus markiert hat.

* **IPO-Kennziffern:** Emissionspreis: 135 USD pro Aktie - implizierte **Marktkapitalisierung:** ca. 1,75 Bio. USD - **Umsatz 2025:** 18,7 Mrd. USD (Kurs zu Umsatzverhältnis: 94) - Adjustiertes **EBITDA 2025:** 6,6 Mrd. USD (geschätztes EV/EBITDA: 265; unter der Annahme, dass die Nettoverschuldung die Marktkapitalisierung nur geringfügig verändert) - **Nettoverlust 2025:** -4,9 Mrd. USD - Was kann man daran nicht mögen?





Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

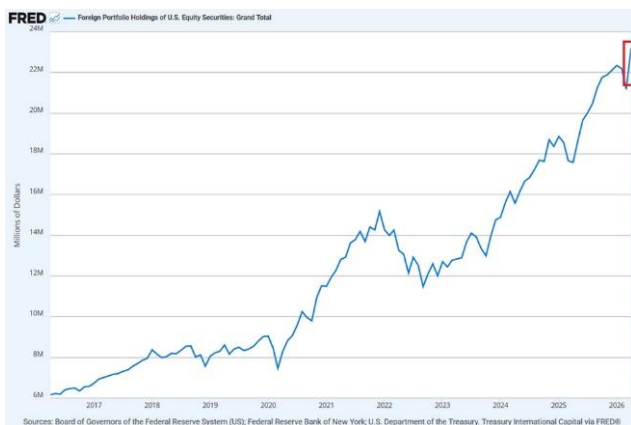
Im Vergleich zur Entwicklung des US-Aktienmarktes im 1. Halbjahr 2026 (S&P 500 +10%, Nasdaq 100 +20%) verblasste fast alles andere. Sicher, wir erlebten verwandte Technologieblasen in Südkorea (wo Samsung Electronics und SK Hynix ca. die Hälfte des KOSPI ausmachen, der sich im ersten Halbjahr verdoppelte), Taiwan (wo TSMC inzwischen 43% des TWSE ausmacht, der wiederum um fast 60% anstieg) und Japan (der Nikkei 225 legte um 39% zu, ebenfalls angeführt von Halbleiteraktien und anderen KI-Steigbügelhaltern), aber abseits des Technologiesektors spielte kaum etwas anderes eine nennenswerte Rolle.

SK Hynix and Samsung leave the rest of the Kospi behind

Individual stocks versus Kospi 200 sector indices (rebased)



„SK Hynix und Samsung Electronics lassen den KOSPI hinter sich“, [FT Unhedged](#), 7JUL2026



Von Ausländern gehaltene US-Aktien,
@KobeissiLetter, [X](#), 25JUN2026

Infolgedessen legten die Sektoren Tech um 30%, Industrie um 17% und Energie um 15% zu, während die Sektoren Diskretionäre Konsumgüter und Kommunikation jeweils rund 5% einbüßten. Die Länder-Performance-Liste des 1. Halbjahres führten Korea und Taiwan gemeinsam mit Ghana (+68%) an, während Indonesien (-34%), Hongkong (-11%) und Indien (-10%) gemieden wurden.



Beste / Schlechteste Aktienmarktpformance, 1H26, Bloomberg





Incrementum All Seasons Fund

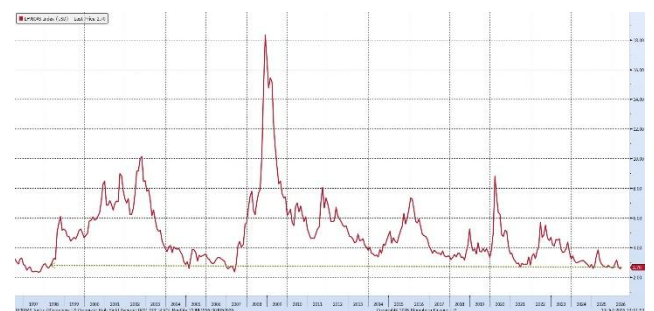
- in pursuit of real returns -

Bei den festverzinslichen Wertpapieren stiegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in Japan (+61 BP auf 2,68%) und in den USA (+30 BP auf 4,47%), blieben in Deutschland unverändert und gingen in China zurück (-13 BP auf 1,73%).

Gleichzeitig verengten sich die Zinsspannen von US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen auf 74 BP, was dem niedrigsten Stand seit 1998 entspricht, während die der US-High Yield-Bonds (Nicht-Investment-Grade-Anleihen) auf nur noch 270 BP sanken. In beiden Fällen sind die Credit Spreads damit auf die niedrigsten Stände in nahezu 30 Jahren zurückgegangen.

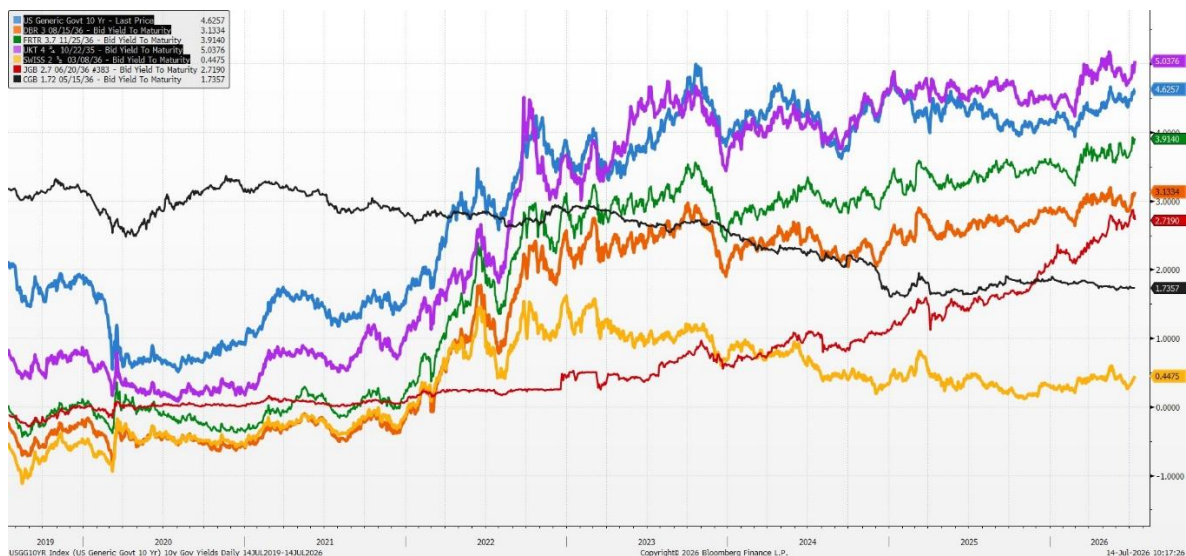


Zinsspanne (Credit Spread) US-IG-Anleihen, seit 1996, Bloomberg



Zinsspanne US-High Yield-Anleihen, seit 1996, Bloomberg

Noch bemerkenswerter – und um das Offensichtliche hervorzuheben – ist die Tatsache, dass 10-jährige chinesische Staatsanleihen nun eine um 60% niedrigere Rendite aufweisen als US-Staatsanleihen. Mit anderen Worten: China kann sich an den internationalen Märkten langfristig zu den niedrigsten Zinssätzen aller großen Volkswirtschaften finanzieren – abgesehen von der Schweiz mit ihrer traditionellen Hartwährung. Man könnte daraus schließen, dass auch der CNY auf dem Weg ist sich den Ruf einer Hartwährung zu erarbeiten...



Rendite 10-j. Staatsanleihen in den USA, DE, FR, UK, CH, Japan, China, seit 2019, Bloomberg





Was die Devisenmärkte betrifft, so legte der Dollar-Index im Laufe des ersten Halbjahres 2026 um fast 3% zu, da der USD durch höhere Zinsen wie auch die erneute Welle von Kapitalzuflüssen in die US-Finanzmärkte gestützt wurde. Der neue Fed-Vorsitzende Kevin Warsh wurde zunächst als „Falke“ wahrgenommen, obwohl wir stark bezweifeln, dass er diesem Ruf im Laufe seiner Amtszeit gerecht werden wird.



“... und dann sagte ich, dass uns das 2% Inflationsziel wichtig ist.”
“Warsh, Du bist echt der Brüller...”, Hedgeye, [Cartoon](#), 22JUN2026

Der EUR zeigte sich insgesamt schwächer und verlor gegenüber dem USD (-2,8%), der NOK (-4,5%) und dem CHF (-0,8%), während er gegenüber dem JPY (+0,9%) und dem CAD (+0,6%) zulegte.

Die Edelmetalle erlebten eine wahre Achterbahnfahrt: Sie schossen zum Jahresbeginn auf neue Allzeithochs, bevor sie erhebliche Kursrückgänge erlebten (XAU -28%, XAG -52%, XPT -47%, XPD -36%, jeweils in USD und gemessen von den Ende-Januar-Hochs), was fürs erste Halbjahr in deutlichen Verlusten mündete (XAU -7%, XAG -18%, XPT -22%, XPD -25%, ebenfalls in USD).



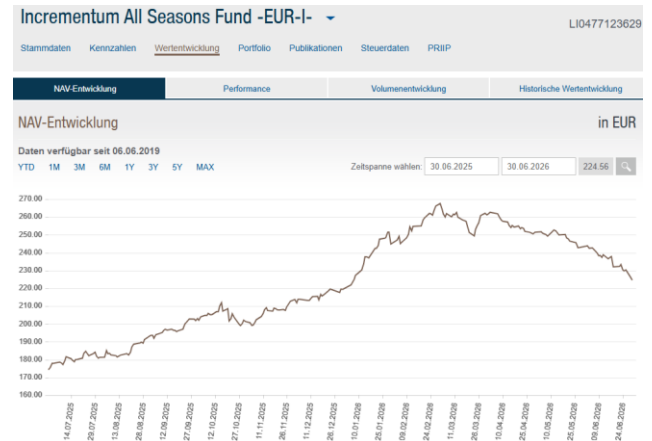
XAU (Gold), XAG (Silber), XPT (Platin), XPD (Palladium), in USD, vergangene 5 Jahre, Bloomberg

Die Rohstoffpreise insgesamt konnten dagegen im ersten Halbjahr zulegen: Der Bloomberg Commodity Index verzeichnete trotz Korrekturen im 2. Quartal insgesamt ein zweistelliges Plus (+12,3%), angeführt von Öl (WTI +21%).



Für den Incrementum All Seasons Fund (IASF) erwies sich das erste Halbjahr als ähnliche Achterbahnfahrt.

Nach einem starken Anstieg zu Jahresbeginn, der am 2. März seinen Höchststand bei EUR 267,59 in der EUR-I-Anteilsklasse erreichte (+21,93% im Kalenderjahr), und damit nahtlos an die hervorragende Performance der zweiten Jahreshälfte 2025 anknüpfte, setzte eine abrupte Konsolidierungsphase ein. Nach einem NAV-Rückgang von 16% gipfelte dies Ende Juni in einer deutlichen Korrektur, sodass zur Jahresmitte nur noch ein Zuwachs von 2,32% blieb, womit nahezu die gesamten zu Jahresbeginn erreichten Gewinne wieder abgegeben wurden.



Incrementum All Seasons Fund, EUR-I-NAV, 1H2025-26, IEM

Während der anfängliche Aufschwung durch die anhaltende Dynamik der Edelmetallpreislally des Vorjahres und eine erneute Umschichtung in internationale und HALO-Aktien gestützt worden war, in denen der Fonds ein erhebliches Engagement unterhält, änderte sich das Bild in der Folge nahezu vollständig. Bemerkenswert ist, dass diese Entwicklung praktisch mit dem Ausbruch des Krieges im Iran (28. Februar) begann, einem Ereignis, von dem Marktbeobachter – einschließlich uns selbst – eine geringere Risikobereitschaft sowie höhere Rohstoffpreise erwartet hatten. Dass Ersteres nicht geschah, zeigt sich an der darauffolgenden Aktienmarkt-Rally. Letzteres schien zunächst einzutreten, vor allem im Energiesektor.



Brent Rohöl-Future, 1H2026, Bloomberg

Doch nachdem der Brent-Rohöl-Preis am 30. April mit 126 USD seinen Höchststand erreicht hatte, fiel dieser in der Folge und trotz der drastischsten Angebots-Disruption der Geschichte (ca. 1,5 Mrd. Barrel bzw. das Äquivalent von 15 Tagen des weltweiten Verbrauchs gingen verloren) nahezu wieder auf sein Vorkriegsniveau (ca. 73 USD).

Infolgedessen erlitt das IASF-Aktien-Thema **ENERGIE** im 2. Quartal einen Rückschlag um rund 20%. Auf mehr Details werden wir weiter unten noch genauer eingehen. – An dieser Stelle lässt sich jedoch schon festhalten, dass die Marktteilnehmer die weiter vorhandenen Risiken einer bislang nur teil- / zeitweise wieder geöffneten Straße von Hormus für die globale Energie- und Rohstoffversorgung unterschätzen.





Auch die oben beschriebene Korrektur der Edelmetallpreise (s. Chart auf S. 10) kam im zweiten Quartal gegenüber ihren Allzeithochs Ende Januar hinsichtlich ihres Ausmaßes überraschend. Wir hatten unsere Allokation bereits während der vorangegangenen Rally reduziert, waren aber dennoch weiterhin in nennenswertem Umfang in diesem Thema engagiert, was den Rückgang des Fonds-Anteilswertes im 2. Quartal miterklärt. Unserer Einschätzung nach hat die jüngste Korrektur und Konsolidierung inzwischen die zuvor aufgebauten spekulativen Positionen ausgewaschen, und wir sehen gute Gründe für eine gesunde Bodenbildung vor dem nächsten Anstieg.

Da auch die Edelmetallproduzenten seit ihrem Höchststand Ende Februar und gemessen am FTSE Gold Mines TR Index (s. Chart rechts) rund ein Drittel ihres Wertes eingebüßt haben, erlitt auch unser Aktien-Thema **GOLD UND EDELMETALLE** starke Einbußen, die jedoch geringer ausfielen.



FTSE Gold Mines TR Index (USD), 1H 2026, Bloomberg

Darüber hinaus verzeichneten im 2. Quartal auch eine Reihe anderer Aktien-Themen Verluste, wie beispielsweise unsere Themen **EM- und JAPAN VALUE**, bei denen – wie oben aufgezeigt – die breiten Aktienindizes vor allem durch einige wenige große Technologiewerte beflügelt wurden. Auch unser erst kürzlich aufgestocktes Thema **WACHSTUM / TECH** erfuhr im Juni aufgrund einer erneuten Abgabewelle bei Software-Aktien, die wir im Laufe des 2. Quartals graduell mit ins Portfolio genommen hatten, sowie Gewinnmitnahmen in einem vorher stark gestiegenen Einzeltitel einen Rückschlag. Und auch das Thema **SONSTIGE ROHSTOFFE** erlitt im Juni angesichts der breiten Korrektur bei den Rohstoffpreisen Verluste. Unterdessen erwies sich unser deutlich reduziertes Thema **SCHIFFFAHRT** im 2. Quartal als recht stabil, während das Thema **VERSCHIEDENE** geringfügige Verluste verzeichnete.

Auf Jahresbasis konnten wir dennoch in unseren Aktien-Themen **SCHIFFFAHRT** (+28% durchschnittl. gewichtete Performance unserer Holdings in Lokalwährung), **ENERGIE** (+22%), **SONSTIGE ROHSTOFFE** (+9%) und **EM VALUE** (+6%) teilweise sehr erfreuliche Ergebnisbeiträge verzeichnen, während **GOLD UND EDELMETALLE** (-12%), **JAPAN VALUE** (-5%) und **WACHSTUM / TECH** (hier können wir aufgrund der erst im Laufe des 2. Quartals aufgebauten Positionen keine hinreichend genauen Angaben machen) die Wertentwicklung belasteten, und **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** neutral wirkte.

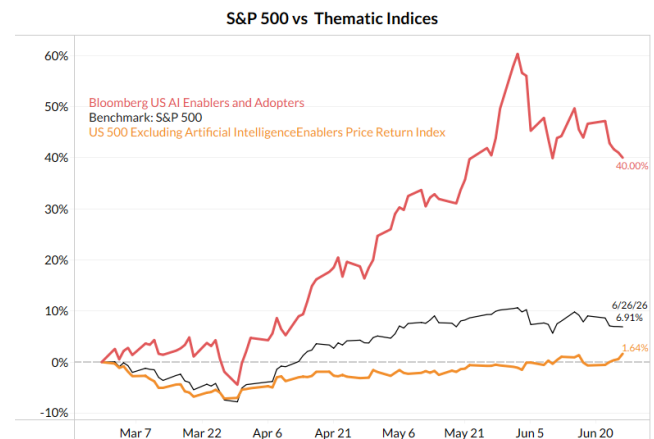
Ich möchte an dieser Stelle eine Übersicht der besten / schlechtesten (Aktien-)Performer im 1. Halbjahr zur weiteren Illustration der oben beschriebenen Themen-Entwicklung einfügen. Aufgeführt sind dabei Werte, die zum 30.6. mindestens >0,5% Portfolio-Gewicht sowie gemäß Depotbank-Angaben mindestens +/-30% Halbjahresperformance (jeweils in Basiswährung des Titels) auswiesen:



- **ENERGIE:** Kosmos Energy (+151%), die in finalen Merger-Bemühungen stehenden Saipem (+87%) & Subsea 7 (+82%), HF Sinclair (+54%), Cenovus Energy (+52%), Valaris (+50%), Equinor (+42%), APA (+40%), BlueNord (+36%) und Tidewater (+36%).
- **SCHIFFFAHRT:** CMB.Tech (+58%), Star Bulk (+39%), Safe Bulkers (+36%), Hafnia (+35%).
- **GOLD UND EDELMETALLE:** Sibanye Stillwater (-37%), Equinox (-30%).
- **EM VALUE:** CK Hutchison (+31%), Alibaba (-38%).
- **VERSCHIEDENE:** Bayer (+31%), LSB Ind. (+31%), Cleveland Cliffs (-33%).

Das ist wohl kaum die Art von Volatilität, die das Anlegerherz höherschlagen lässt, aber für den IASF und seine oft vernachlässigten Themen sorgt dies auch immer wieder für Opportunitäten...

Was unsere Short-Positionen in US-Aktien angeht, galt am Ende wieder einmal „Und täglich grüßt das Murmeltier“. Leisteten diese in den ersten beiden Monaten noch einen positiven Beitrag zur Fondsperformance, mussten wir hier anschließend erhebliche Verluste hinnehmen, da sowohl der S&P 500 (+15%) als auch der Nasdaq 100 (+28%) in die Höhe schossen. Treibende Kraft dahinter waren die großen Halbleiterhersteller und KI-Industrie-Ausrüster, die aufgrund des massiven Nachfrageanstiegs durch den Ausbau von Rechenzentren Rekordumsätze und -margen verzeichnen, während die „Mag7“ aufgrund schwindender freier Cashflows und Aktienrückkäufe sowie der rasant steigenden Neukapitalaufnahme (Anleihen und Aktien) zuletzt ins Straucheln gerieten.



Index Description:
 Bloomberg US AI Enablers and Adopters: The Bloomberg US AI Enablers and Adopters Price Return Index is constructed to track the performance of companies that develop, facilitate, or use solutions such as deep learning, machine learning, natural language processing, and image and speech recognition utilizing data from Bloomberg Intelligence (BI).
 US 500 Excluding Artificial Intelligence Enablers Price Return Index: The US 500 excluding artificial intelligence enablers price return index is an alternative for the S&P 500. The SPXXAI index excludes companies perceived to be enablers of artificial intelligence innovation before applying the S&P 500 Index weighting methodology to the remaining universe of companies.
 Data Source: Bloomberg © 2026 Bianco Research, LLC.

Bloomberg KI Wegbereiter und Anwender Index (BUSAIIE), S&P 500, S&P 500 ohne BUSAIIE ---- @biancoresearch, X, 30JUN2026



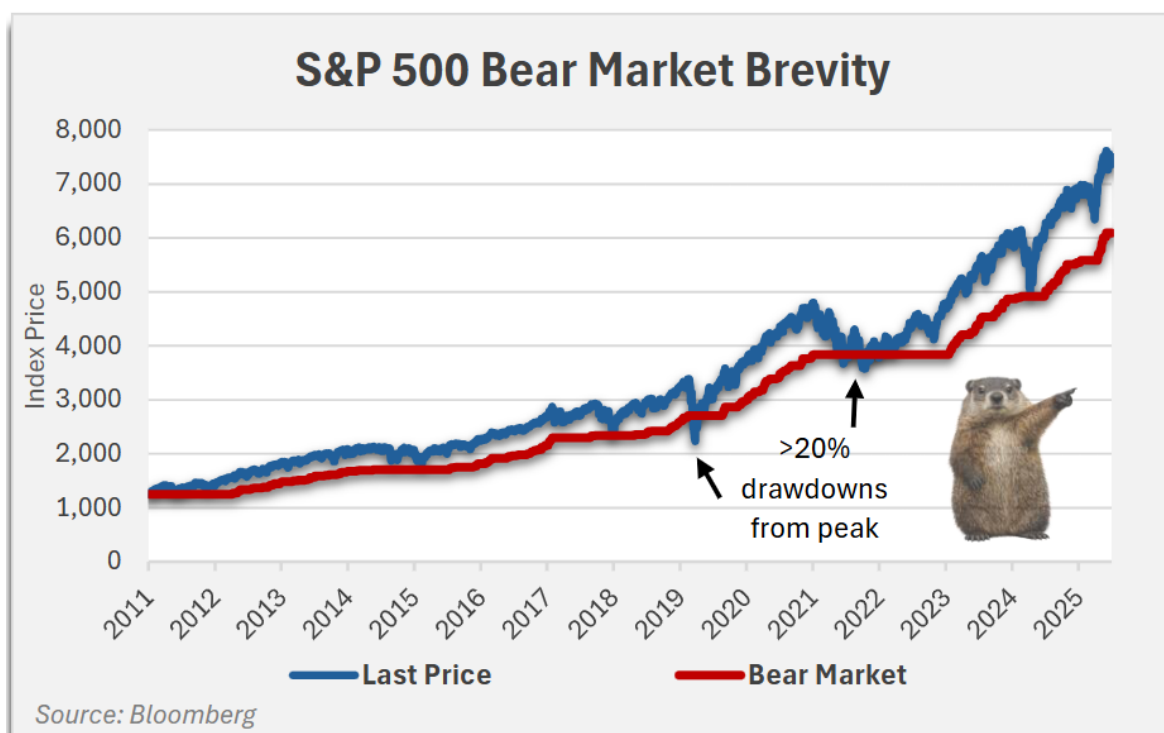
Helmpflicht für Bullen, Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 15JUN2026

Damit ist es wenig überraschend, dass wir uns erneut mit Kritik an unserer Positionierung konfrontiert sehen, da trotz rekordhoher Bewertungen, extremer Marktkonzentration und spekulativer Kapitalströme allgemein davon ausgegangen wird, dass der anhaltende Bullenmarkt noch mindestens ein bis zwei Jahre andauern wird...





Wir geben vorbehaltlos und unumwunden zu, dass wir das Ausmaß dieser Entwicklung unterschätzt haben und schon seit vielen Jahren vor einer Korrektur warnen. Denn ganze „... sechs Wochen – so lange befand sich der S&P 500 (HGS: jährlich & durchschnittlich) in den letzten fünfzehn Jahren in etwa in einem Bärenmarkt. Seit der Großen Rezession ist das kaum mehr als ein Wimpernschlag. Die wenigen kurzen Einbrüche konnten kaum als echte Neuanfänge des Marktzyklus gewertet werden. Ein Rückgang um 20% ab dem aktuellen Stand würde den S&P lediglich auf das Niveau vom Juni 2025 zurückbringen. Der Bullenmarkt läuft damit weiterhin den immer schwächer definierten Bärenmarkt-Kriterien davon.“ (Palm Valley Capital Fund, [Investorenbrief](#), 2Q 2026, S. 2)



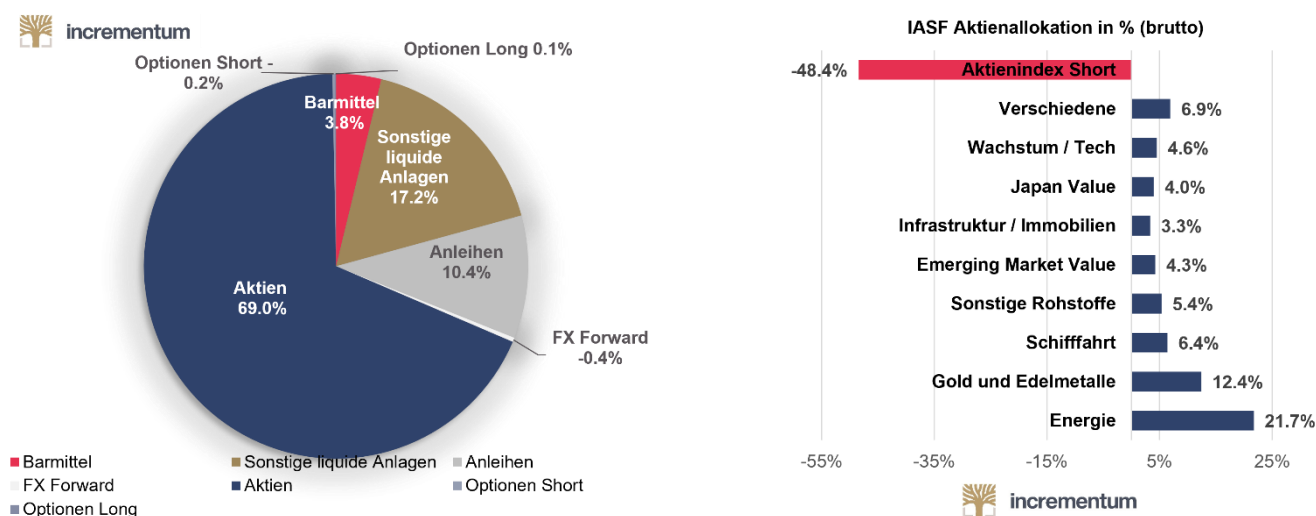
(S&P 500-Bärenmarkt-Kürze; Chart ebenfalls aus dem wie immer lesenswerten Palm Valley Capital Fund [Investorenbrief](#), 2Q 2026)

Dies ist eine Beobachtung, die wir in ähnlicher Form ebenfalls immer wieder auf diesen Seiten gemacht haben, nämlich dass die US-Märkte seit 2008/09 keinen wirklichen Bärenmarkt mehr erlebt haben. Durchschnittlich ca. 6 Wochen pro Jahr in einer Marktkorrektur zu stecken (auch wenn die längste davon ca. 2 Jahre anhielt), hat die Risikoneigung der Investoren offensichtlich sehr stark beeinflusst.



“Yep, ein Allzeit-Hoch!” – “Schon wieder?”
Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 28MAI2026

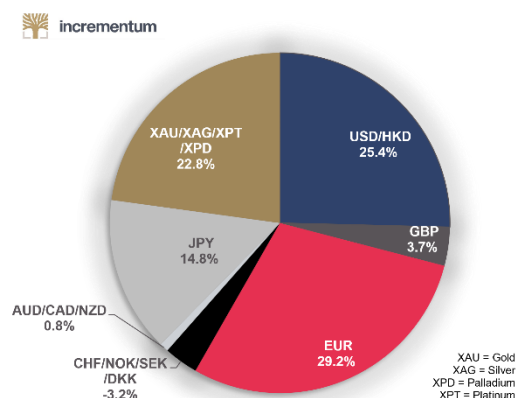
Aber letztlich sind wir fundamentale Anleger. Und genauso wie wir unsere Aktien-Anlagen nicht einfach liquidieren, nur weil sie kurzfristig nicht unseren Kursentwicklungserwartungen entsprechen, gehen wir auch mit unseren Aktienindex-Short-Positionen um. Schließlich ist die Überbewertung der großen amerikanischen Indices offensichtlich, und insgesamt haben diese – trotz aller Kritik – das IASF-Portfolio bei allgemeinen Marktkorrekturen deutlich widerstandsfähiger gemacht und für eine relativ geringe Korrelation mit den breiten Aktienmärkten gesorgt (Korrelation mit den globalen Aktienmärkten, gemessen am MSCI World Index, gemäß Bloomberg: ca. 0; adjustiertes Beta: ca. 0,4).



IASF-Asset-Allokation und Aktien-Themen-Übersicht per 30. Juni 2026

Die Ergebnisentwicklung des IASF wurde auch durch unsere 10-prozentige Anleiheposition gestützt, wobei die Allokation in Fonds von EM-Anleihen in lokaler Währung nur leichte Gewinne auswies, unsere Bestände an Unternehmensanleihen jedoch bei einem durchschnittlichen Kupon von rund 8% zum Teil noch zusätzlich ordentliche Kurssteigerungen verzeichneten. Bei vielen der letztgenannten handelt es sich um Titel aus dem Energie- und Schifffahrtssegment, wo sich die Bilanzen so stark verbessert haben, dass wir zunehmend mit vorzeitigen Rückzahlungen konfrontiert sind, über die wir uns freuen.

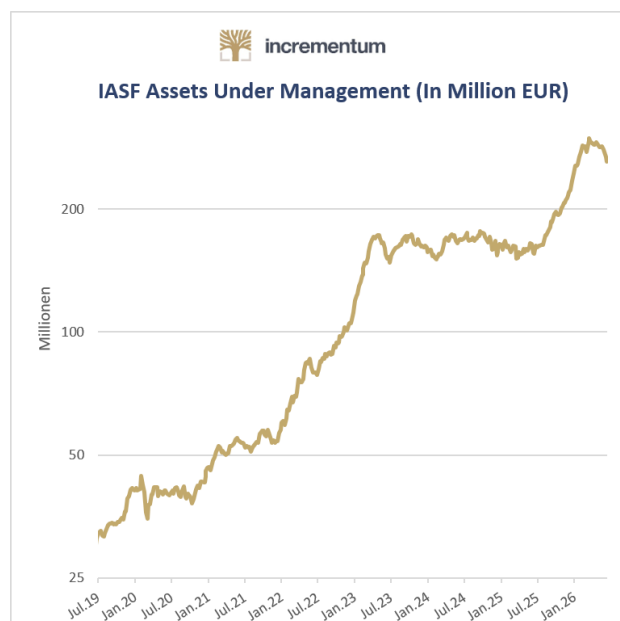
Unsere Edelmetall-ETCs, die 12% des Portfolios ausmachen, entwickelten sich insgesamt schwächer und belasteten die Portfolio-Performance im ersten Halbjahr 2026 um ca. 1,5%. Unsere Devisenallokation hatte dagegen keinen nennenswerten Performance-Einfluss, da die Stärke des USD und der NOK die Schwäche des JPY und des CAD sowie die Absicherungskosten in etwa ausglich.



IASF-Währungsallokation per 30. Juni 2026



Insgesamt haben wir das IASF-Portfolio im 1. Halbjahr, wie es unserem Anspruch entspricht, mit mehr als 600 Transaktionen aktiv bewirtschaftet, die Gewinnrealisierungen in Höhe von 27 Mio. EUR mit sich brachten. Unsere Volatilitätsrente (Optionsgeschäfte) erbrachte rund 2,7 Mio. EUR (1% des durchschnittl. Fondsvolumens von 261 Mio. EUR). Auf der Einkommensseite trugen die Nettozinseinnahmen aus unseren Anleihepositionen ca. 0,5 Mio. EUR und die Dividendeneinnahmen ca. 3,1 Mio. EUR bei (ca. 1,4% der AuM). Und insgesamt konnte der IASF auch trotz der jüngsten NAV-Korrektur weiter ansteigende Mittelzuflüsse (ca. 32 Mio. EUR) verzeichnen.



Alles in allem hätten sich wohl nur wenige Anleger beschwert, wenn wir das erste Halbjahr mit einem Gewinn von 2% abgeschlossen hätten, anstatt mit einem Anstieg von 21% aus den Startlöchern zu schießen, um dann wieder auf 2% zurückzufallen. Aber genau darin liegt die wahre Herausforderung des Investierens. Im Nachhinein fällt es auch uns leicht, aufzuzeigen, wo wir anders hätten handeln sollen, um das schon erreichte Rendite-Niveau zu sichern. Doch an den Finanzmärkten zählt immer nur die Zukunft – und diese ist stets von Unsicherheit überschattet.

Wir können jedoch festhalten, dass wir das IASF-Portfolio wie immer nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage unserer fundamentalen Einschätzungen und Überzeugungen verwaltet haben und daher den erlittenen Rückschlag akzeptieren müssen. Zur Halbzeit des Jahres 2026 können wir dennoch auf eine annualisierte Rendite von 12% / 14% / 10,5% für die IASF-Anteilsklassen EUR- / USD- / CHF-I in den vergangenen sieben Jahren zurückblicken, worauf wir angesichts einer durchschnittlichen Nettoaktienallokation von ca. 40% durchaus stolz sind. Und da dies das Inflationsniveau deutlich übertroffen hat, haben wir für jeden langfristigen Anleger das Versprechen ein komfortables reales, d.h. inflationsbereinigtes Wachstum der bei uns angelegten Mittel zu erreichen, klar gehalten, und wir sind zuversichtlich, dass wir dies auch in Zukunft tun werden.

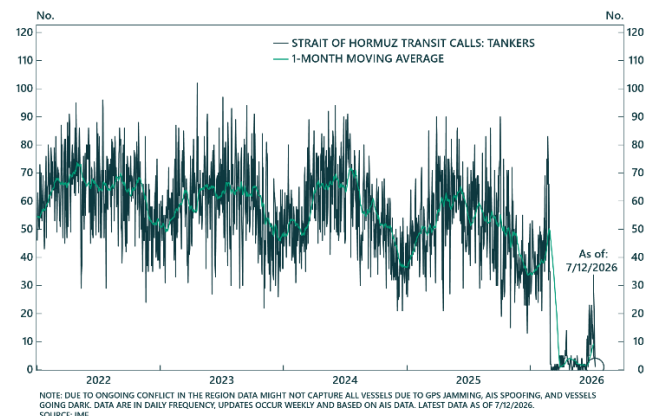
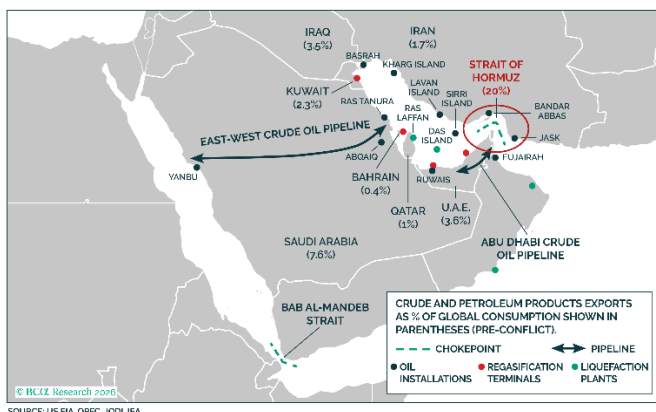




Iran-Krieg & der globale Ölmarkt – Ein Update

Nach diesem ausführlichen Halbjahres-Rückblick möchte ich mich nun den Fragen stellen, die für die laufende Positionierung des IASF in der zweiten Jahreshälfte eine besondere Rolle spielen könnten. Und hier will ich zuerst einmal aufzeigen, wieso unsere Erwartung höherer Ölpreise aus der Frühlingsausgabe der *Seasonal Reflections* nicht eingetreten ist.

Drei Monate später und der Iran-Krieg ist – trotz einer kurzen und hoffnungsvollen Pause nach der Unterzeichnung eines Rahmenabkommens (MoU) mit der Absicht eines Waffenstillstands und ultimativ einer Beilegung des Konfliktes – weiterhin heiß. Die iranische Seite will die Straße von Hormus (SoH) kontrollieren, da dies zurzeit den größten politischen Hebel mit sich bringt, und hat zuletzt wieder durchfahrende Schiffe angegriffen. Die USA bombardieren derweil den Iran mit dem Ziel dessen militärische Kapazitäten zu reduzieren und selbst die Kontrolle über bzw. eine Befreiung der SoH zu erreichen, durch die ca. 20% der globalen Öl- und Ölprodukt-Exporte fließen, und die – zur Erinnerung – vor Beginn des Krieges frei und ungehindert passierbar war.

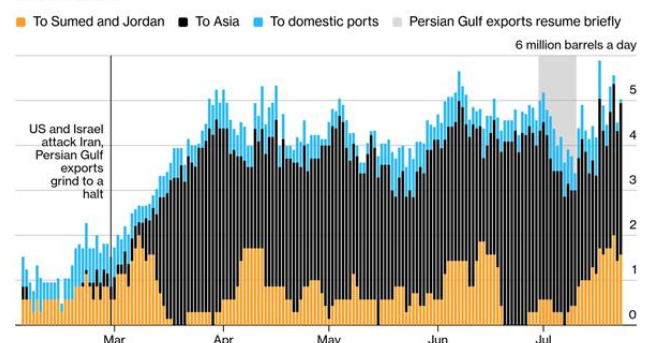


Geographische Lage – Iran Conflict Daily Dashboard, [BCA Research](#), 13JUL2026 – Tanker Transitzahlen seit 2022

Wie der Chart oben rechts zeigt, sind die Tanker-Transitzahlen seit Beginn des Krieges deutlich eingebrochen. Die dem Weltmarkt dadurch vorenthaltenen Ölmengen wurden teilweise durch eine stärkere Auslastung der Saudi-Arabischen Ost-West-Pipeline (s. Chart rechts) nach Yanbu kompensiert, wie auch durch den Einsatz von „Dark Fleet“-Schiffen, d.h. solchen die jegliche Ortungssignale ausschalten, um so die SoH heimlich zu durchschiffen.

Yanbu Crude Shipments

Observed exports from Saudi Arabia's Red Sea oil terminals remain high despite Houthi threats



Note: Seven-day rolling average
Source: Tanker tracking data compiled by Bloomberg

Bloomberg

Saudi Öl-Exporte aus Yanbu, [Bloomberg](#) Energy Daily, 24JUL2026





Dennoch rechnen Experten damit, dass dies nur eine geringfügige Kompensation des ausgefallenen Angebots ausmacht und seit Kriegsbeginn ca. 1.5 Mrd. Barrell Öl im globalen Angebot fehlen.

Im Frühling führten wir 3 Normalisierungs-Kriterien an, nämlich die Zahl der Schiffe, die die SoH passieren (s.o.), die Entwicklung der Versicherungsprämien für SoH passierende Schiffe (weiter viel zu hoch bzw. nicht angeboten), sowie die Differenz zwischen Öl-Futures und Spot-Preisen für physische Lieferung. Letzteres ist bislang die einzige Überraschung.



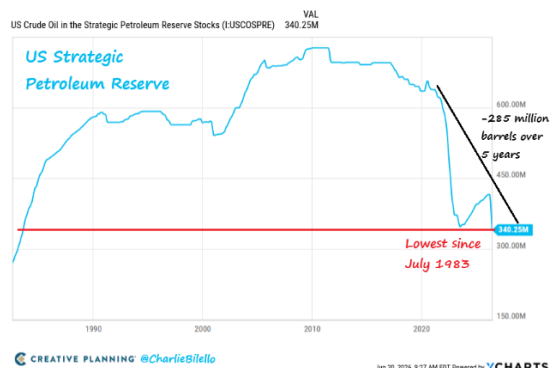
Dated Brent vs Brent Futures, Bloomberg, 21JUL2026

Tatsächlich wurde physisches Öl der Sorte Brent, wie der Chart links mit dem Vergleich von Dated Brent (als Spot-Markt-Indikator; weiße Linie) und dem Brent Futures-Preis (orange Linie) zeigt, nach einer kurzen Phase sehr viel höherer Preise im März und April seit dem 17. Juni, dem Tag der Unterzeichnung des Rahmenabkommen zwischen USA und Iran, welches die militärischen Feindseligkeiten beenden und den Weg für weitergehende Verhandlungen ebnen sollte, gar mit kleinen Abschlägen gehandelt.

Das kann also nur als Beleg dienen, dass die Marktteilnehmer (zurzeit) keine physische Knappheit von Rohöl erkennen. Wie ist das möglich, wenn Ölmengen, die 15 Tage des globalen Verbrauchs abdecken, in den vergangenen Monaten nicht angeboten werden konnten? - Nun, wir haben offensichtlich zwei Faktoren unterschätzt: Zum einen die Reduktion der globalen Lagerhaltung, die in den vergangenen Monaten als effektiver Puffer diente, was dem Markt suggerierte, dass es keine Knappheit gibt. So sind die US-Lagerbestände seit April um ca. 20% und seit dem Hoch von 2017 um 40% gefallen. Das Gros davon entfiel auf die US SPR (Strategic Petroleum Reserve), die sich in den vergangenen fünf Jahren nahezu halbiert hat und damit nur noch 15,6 Tage des US-Ölkonsums abdeckt.



US DOE Rohöl Lagerbestände (inkl. SPR), Bloomberg, 20JUL2026



US SPR, @charliebillello, X, 20JUN2026



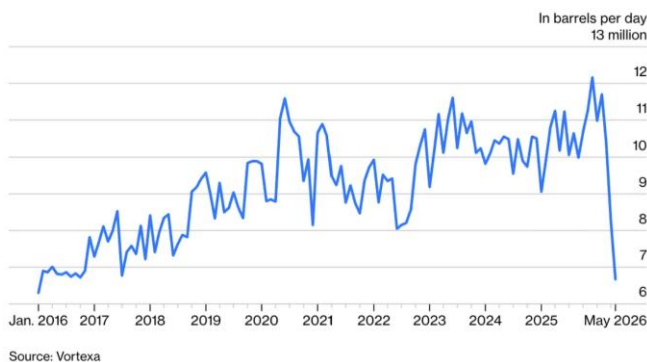


Ähnliche Reaktionen hat es überall auf der Welt gegeben, da Politiker bestrebt waren kurzfristige Schadensbegrenzung durch die Freisetzung von Reserven zu betreiben. Damit wurde die drohende Knappheit mit dem Ziel abgefedert, den erwarteten Anstieg der Öl-, Benzin- und allgemeinen Energiepreise einzugrenzen. Wie so oft in der modernen politischen Arena ist auch dies wohl kaum als nachhaltiges Verhalten zu werten.

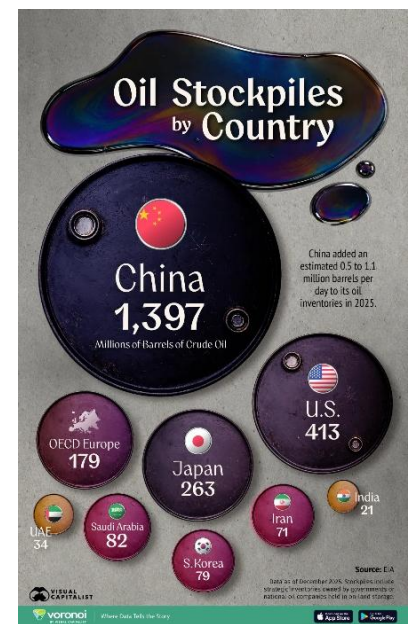
Nach Expertenmeinung spielte dabei das Verhalten Chinas die weitaus größte Rolle. Wie der Chart unten zeigt, fielen die Rohölimporte des Landes seit Kriegsbeginn nahezu um die Hälfte, was ca. ein Drittel der ausgefallenen Rohöllieferungen kompensierte.

Chinese Oil Imports Plunge to 10-Year Low

Beijing bought in May nearly 40% less crude by tanker than it did on average in 2026, although the mechanics behind the cut aren't well understood



Chinas Ölimporte, Trader Ferg, [Substack](#), 23JUN2026



Nationale Ölreserven in Mio. Barrels, [Visualcapitalist.com](#), 8MAI2026

Da Chinas Reserven, wie der Chart oben rechts zeigt, größer sind als die aller anderen Verbraucher- und Anbieter-Nationen zusammengenommen, hat sich das Land in diesem Jahr als effizientester Kontrolleur des Ölpreises gezeigt und so dem Markt kurzfristig suggeriert, dass es kein Angebotsproblem gibt.

Dazu kommt als weiterer Faktor die Tatsache, dass sich mit der Unterzeichnung des Rahmenabkommens am 17. Juni ein dreiwöchiges Fenster öffnete, das es vielen der im Persischen Golf festsitzenden Tanker (und sonstiger Schiffe) ermöglichte, voll beladen das Weite zu suchen. Wenn man zusätzlich noch berücksichtigt, dass die letzten vor Ausbruch des Krieges abgefahrenen Tanker ihre Destination erst im April erreichten, dann wird klar, dass der eigentliche Angebotsausfall bislang noch weniger eklatant spürbar wurde, als man das aufgrund der Länge des Konflikts und der damit verbundenen Schließung der SoH annehmen würde. Der tatsächliche Stand der Dinge wird erst in den kommenden Monaten offenbar werden, denn selbst wenn der Krieg morgen beendet und die SoH wieder frei passierbar wäre, würde es viele Wochen und Monate dauern, bevor die Vorkriegsenergieströme wieder vollends in Kraft gesetzt würden.



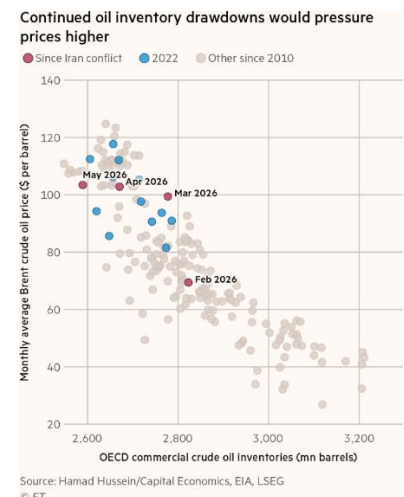


Brent Futures Kurven, 5.1., 27.2., 30.4., 30.6., 21.7. (live), Bloomberg

Wir sind weiterhin der Meinung, dass die geschilderten Angebotsausfälle unterschätzt werden und ihre Wirkung im Laufe des Jahres und in 2027 noch stärker spürbar werden. Denn historisch gibt es, wie der nebenstehende Chart aufzeigt, klar zu beobachtende Zusammenhänge zwischen der Höhe der globalen Lagerbestände und dem Ölpreis. Dies ist leicht nachvollziehbar, da erhöhte Lagerbestände mehr Spielraum für nötige Anpassungen an einen unerwarteten Angebotsausfall bieten. Solche reichen von der Erhöhung der sonstigen Ölförderung, über logistische Anpassungen bis hin zu Substitutions-Maßnahmen. Geringe Lagerbestände beschränken diesen Spielraum und treiben die Preise in die Höhe, um durch die damit verbundene ultimative Nachfragezerstörung den Markt wieder in ein Gleichgewicht zu bringen.

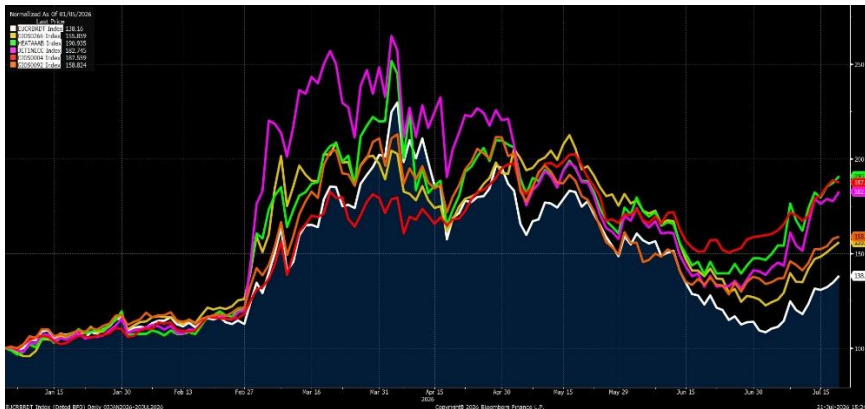
Letztlich können Lagerbestandsauflösung nur kurzfristig für Entlastung sorgen. Langfristig dagegen müssen diese jedoch wieder aufgefüllt und je nach Einschätzung der nationalen Energiesicherheit möglicherweise sogar ausgeweitet werden. Denn die heutigen Preise sind einfach zu niedrig, um eine langfristige Nachfrage-Zerstörung zu erreichen.

Dies zeigt sich vor allem an der Brent Futures-Kurve, deren Verlauf sich in diesem Jahr deutlich verändert hat. So sind die Preise für nahe Laufzeiten wie den September 2026 seit dem 5.1. um knapp 40% gestiegen (Ende April war der Unterschied sogar noch größer). Für September 2029 (+11,5%) und 2030 (+8%) fallen die Anstiege dagegen sehr viel moderater aus, was darauf hinweist, dass die Marktteilnehmer keine langfristige Knappheit erwarten.



OECD Öl-Lagerbestände (X),
Rohölpreis (Y), [FT Unhedged](#), 6JUN2026



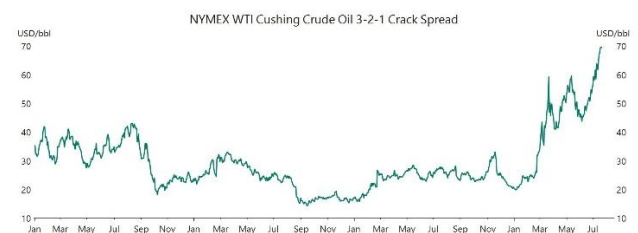


Gasoil (Schiffsdiesel), Gasoline (Diesel), Jet Fuel (Flugzeug-Treibstoff), Naphtha (Benzin), Fuel Oil (Heizöl), Dated Brent, Bloomberg, 21JUL2026

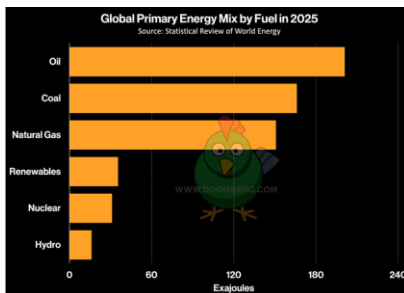
Wie ernst die Lage tatsächlich ist, zeigt sich an der Preisentwicklung für raffinierte Produkte. Während der Dated Brent (Rohöl-) Preis im Jahresverlauf um 38% angestiegen ist, liegen die Anstiege für Rohöl-Produkte in einer Bandbreite zwischen 56% (Heizöl) und 91% (Schiffsdiesel).

Wir haben diese Entwicklung genutzt um unsere (relativ kleine) Allokation zum Raffineriegeschäft zu reduzieren, welches zurzeit rekordhohe Margen erzielt (s. Chart rechts). Denn für uns sind diese Art von Übertreibungen in zyklischen Industrien immer auch ein Zeichen, dass viel Positives eingepreist ist und uns anderswo zu engagieren.

Refining margin rising



Raffinerie-Margen (WTI-3-2-1 Crack Spread), Apollo, 22JUL2026



Globaler Primärenergieverbrauch, Doomberg, Substack, 18JUL2026

Nun werden Sie möglicherweise einwenden, dass wir uns doch vom Öl und der Nutzung weiterer fossiler Brennstoffe lösen, nicht wahr? – Diesbezüglich kam mir gerade ein passender Beitrag auf den Tisch, der auf dem frisch erschienenen *Statistical Review of World Energy* des [Energy Institute](#) basiert. Der Beitrag beschäftigt sich mit dem darin aufgeführten Primärenergieverbrauch der Welt, den er wie in der nebenstehenden Graphik festgehalten quantifiziert und wie folgt kommentiert:

„Die Leiter des Instituts schwärmten ausführlich von erneuerbaren Stromquellen, der Notwendigkeit, den Ausstieg aus Öl, Gas und Kohle zu beschleunigen, und davon, wie ihre Daten genau die richtigen Schlussfolgerungen stützen. Im Kampf gegen den Klimawandel werden zwar erstaunliche Fortschritte erzielt, doch gleichzeitig reichen diese bei weitem nicht aus. – Kurz gesagt: Das Heilmittel für ein Problem, das wir gar nicht haben, ist mehr von dem, was nicht funktioniert.“

... Fossile Energieträger machten im Jahr 2025 86,24% der gesamten weltweit erzeugten Primärenergie aus, was einen deutlichen Rückgang gegenüber den 86,65% des Vorjahres darstellt. Es dauert nicht mehr lange!“ (Ironie aus)

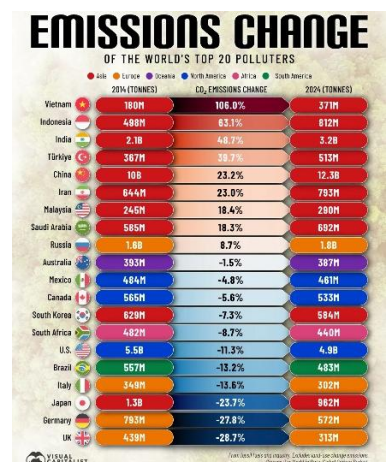




Und weiter: „Trotz dieses Rundungsfehlers des sogenannten Fortschritts – und der unbequemen Tatsache, dass alle wichtigen fossilen Energieträger im Jahr 2025 einen Rekordverbrauch verzeichneten – wurden alle möglichen statistischen Tricks angewendet, um den flüchtigen Beobachter vom Gegenteil zu überzeugen. Zu den abgedroschenen Tricks der Branche gehörten die beiläufige Gleichsetzung von Strom mit der gesamten Primärenergie, eine weit gefasste Gruppierung von „erneuerbaren Energien“, die auch die Verbrennung von Holz umfasst, sowie die Aufteilung des globalen Energiewachstums, um den inkrementellen Beitrag von Wind- und Solarenergie zu überhöhen. Dass erneuerbare Energien im Jahr 2025 ein Drittel des globalen Primärenergiewachstums ausmachten, klingt beeindruckend – bis man bedenkt, dass dieses Wachstum insgesamt nur etwas mehr als 1% betrug.“ (Doomberg, [Substack](#), 18JUL2026)

Ich habe wohl nie einen Hehl aus meiner Skepsis hinsichtlich der globalen Energiepolitik gemacht, die verlässliche Energieträger durch unzuverlässige und teure „erneuerbare“ ersetzt, was uns vorgaukeln soll, dass diese Form der Energie praktisch umsonst ist und dabei auch noch den Planeten rettet. Dies hat allein in den vergangenen 7 Jahren (seit Auflegung des IASF) zu einer Erhöhung der [deutschen Strompreise](#) von 35% geführt, die inzwischen die zweithöchsten in der EU (nach Irland, und damit 73% über dem EU-Durchschnitt) sind. Die [deutschen Dieselpreise](#) sind im selben Zeitraum um ca. zwei Drittel angestiegen, während die [Heizölpreise](#) sich gar verdoppelt haben. Und da Energie nicht zu den diskretionären Konsumgütern gehört und ein bedeutender Kostenfaktor in einer hoch-industrialisierten Volkswirtschaft ist, verwundert es kaum, dass die privaten Haushalte die schwindende Kaufkraft beklagen und die Industrie entweder den Laden dicht macht oder einfach abwandert.

Und so hat es Deutschland, wie der nebenstehende Chart zeigt, geschafft mit dieser Politik und den damit verbundenen gigantischen Kosten den Emissionsausstoß zwischen 2014 und 2024 um 27,8% zu senken. In absoluten Zahlen entsprach das einer Senkung des CO₂-Ausstoßes um 221 Mio. Tonnen, was sehr viel erscheint, bis man sich vor Augen führt, dass dies nur rund die Erhöhung des Ausstoßes in Vietnam (+191 Mio. Tonnen) kompensiert – von der Türkei (+146 Mio. T.), Indonesien (+314 Mio. T.), Indien (+1,2 Mrd. T.) oder China (+2,3 Mrd. T.) ganz zu schweigen. Von den Befürwortern dieser Politik wird oft die „One World“ beschworen, aber selten auch in ihrem Handeln berücksichtigt.



[Visualcapitalist.com](#), 4MAI2026

Wie dem auch sei, ich möchte hier gar kein politisches Statement abgeben und mich auch nicht als Klimaleugner outen. Was ich generell bedauerlich finde, ist, wie sehr wir es in der Politik wie auch der Gesellschaft insgesamt verlernt haben die komplexen Zusammenhänge unserer Welt pragmatisch und frei von Ideologie anzugehen und sorgfältig abzuwägen welche Ziele wir als Gesellschaft definieren wollen, und wie wir sie mittel- bis langfristig optimal erreichen.





Als Fondsmanager ist genau das meine Aufgabe, nämlich mir Gedanken darüber zu machen, wie wir die bei uns angelegten Mittel pragmatisch (global und über alle Anlageklassen) so veranlagern können, dass das Ziel eines langfristigen Kaufkrafterhalts bzw. deren Steigerung erreicht werden kann. Und da sehe ich das Thema ENERGIE weiterhin als eines an, das Rückenwind genießen wird. Denn sowohl der beim Schreiben dieser Zeilen wieder aufflackernde Iran-Krieg, aber auch die zunehmende Ausweitung des Russland-Ukraine-Krieges auf Energieproduktion und -Infrastruktur, lassen wachsende strukturelle Versorgungsengpässe immer wahrscheinlicher werden.

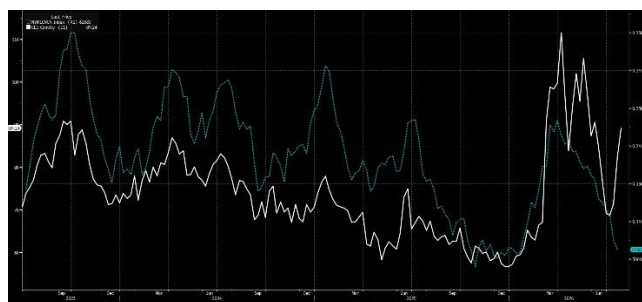
Aber warum ist der Ölpreis denn im Juni auf nahezu 70 Dollar zurückgefallen, was ja auch unsere Energieallokation im 2. Quartal belastet hat?

Hier darf man bei allen fundamentalen Überlegungen nicht vergessen, dass die Energie-(nicht nur Rohöl-) Futures-Märkte die Größe der physischen Märkte um ein Vielfaches übertreffen. Eine Anfrage beim MS Copilot ergab hier die folgenden relativen Verhältnisse der Marktstruktur:

Segment	Grobe jährliche Größenordnung
Physisches Rohöl / Öläquivalent	USD 2,4-3,3 Bio.
Börsengehandelte Energie-Derivate gesamt	USD 250-320 Bio. Notional
Davon Öl und Ölprodukte, grob geschätzt	USD 100-200+ Bio. Notional
OTC/Papiermarkt zusätzlich	wahrscheinlich erheblich, aber nicht transparent konsolidiert

MS Copilot, 21JUL2026

Wenn also Hedge Funds (CTAs und systematische Trendfolger) den Durchbruch wichtiger gleitender Durchschnitte oder Trendformationen verzeichnen, dann interessieren sie sich nicht für die physische Versorgungslage der Welt, sondern werfen auf Knopfdruck Tausende von Papierkontrakten in einen Markt ohne entsprechende Käufer. Risikomanager verschärfen daraufhin aufgrund der daraus resultierenden Volatilität die Margenanforderungen und zwingen gehebelte Investoren dazu, ihre Positionen abzustoßen, nur um die Nachschussforderung zu erfüllen.



WTI-Ölpreis vs Netto-Non-Commercial-Öl-Futures Positionen,
Bloomberg, 24JUL2026

Und das Ganze findet erst dann ein Gleichgewicht, wenn der Preis so niedrig ist, dass fundamentale Investoren auf der Finanz- aber auch realen Seite (nicht nur chinesische Ölhändler) bereit sind wieder Positionen zu beziehen. Das Ganze ist ein Prozess, der selbstverständlich auch umgekehrt abläuft und damit die Preise von über 120 USD im April erklärt.

Daraus ergibt sich die weiter oben belegte Volatilität des Spot- oder nahen Futures-Preises, während die langfristigen Preise von fundamentalen Überlegungen dominiert werden und auch für das Pricing von Energieaktien von Bedeutung sind. Und auch wenn der Anstieg hier bislang gering erscheint, so ist die Richtung m.E.n. eindeutig.

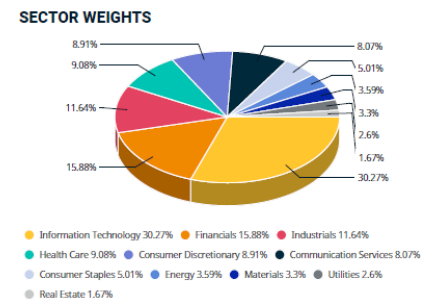




Ähnliche Überlegungen ließen sich auch im Fall von Naturgas, Kohle oder Uran anstellen, aber da das Investment-Argument ähnlich ist, möchte ich dieses Kapitel mit unserer augenblicklichen Allokation zum Aktienthema ENERGIE abschließen.

Hier sind wir per 21. Juli mit 22% allokiert, was bei einer Energiesektor-Allokation im MSCI World von 3,59% per 30.6. unsere Überzeugung für dieses Thema zum Ausdruck bringt.

Unsere Allokation setzt sich dabei aus 7,3% Ölproduzenten, 6,5% Dienstleister, 3,3% Gasproduzenten, 3,2% Uran und 1,7% Kohleproduzenten zusammen. Dabei haben Uran und Kohle ein sehr schwieriges erstes Halbjahr gehabt, während die Gewinner vor allem bei den Energie-Service-Unternehmen und Ölproduzenten zu finden waren. Letztere bleiben weiter attraktiv bewertet, erstere haben u.E. erhebliches Erholungspotential.



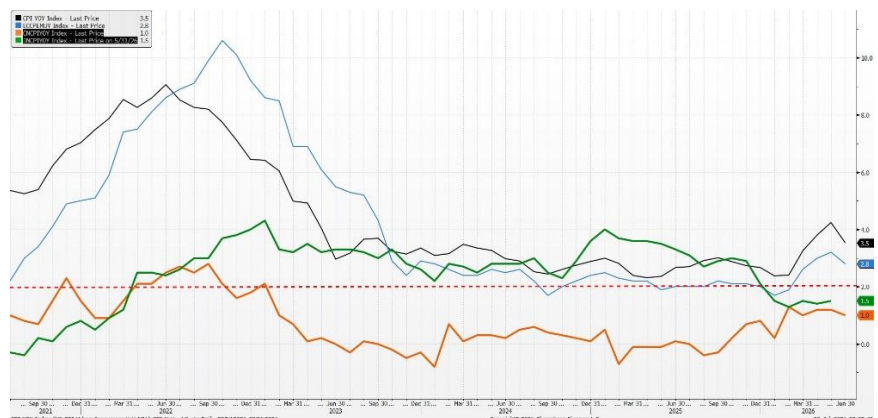
MSCI World Index (USD),
Ländergewichtung, 30JUN2026

Weitere Makro-Gedanken

Im Frühling haben wir ein zunehmend stagflationäres Umfeld prognostiziert, und zum jetzigen Zeitpunkt sehen wir keinen Grund diese Einschätzung zu revidieren. Dass die Wachstumsaussichten nicht besonders dynamisch erscheinen, zeigen z.B. die jüngsten Wachstumsschätzungen der BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) auf Seite 3 dieses Berichts.

Als Gründe dafür sieht die BIZ die gestiegene Inflation, die sich in den vergangenen 5 Jahren und nach den Exzessen der Post-Covid-Phase hartnäckig an und über der einstigen 2%-Obergrenze der Zentralbanken gehalten hat.

Die Ausnahme unter den wichtigsten Wirtschaftsblöcken ist dabei China. Dort hat ein rapide und effizient gewachsener Industriesektor sowie die Eindämmung der Immobilienspekulation und Vermögensblase für relativ tiefe Inflationsraten gesorgt, auch wenn der Trend zuletzt zu kehren scheint.



Konsumentenpreis-inflation (CPI), USA, EU, China, Japan, Bloomberg, 23JUL2026





Bloomberg Commodity TR Index, letzte 10 Jahre, Bloomberg

Was könnte aber nun für einen erneuten Anstieg der globalen Inflationsraten sorgen?

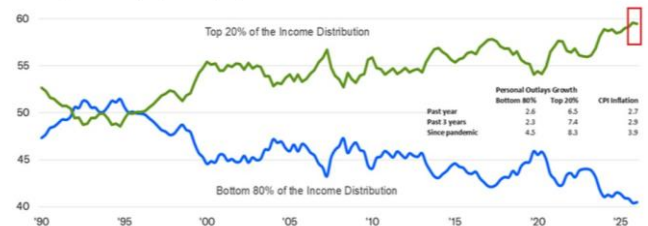
Nun, zum einen ist da der Kostendruck wieder steigender Energie- und Rohstoffpreise, ein Aufwärtstrend, der seit 2020 klar etabliert scheint. Ein weiterer wichtiger Faktor sind die weltweit steigenden Zinsen, die ebenfalls den Kostendruck erhöhen.

Dazu kommen steigende Zölle, anhaltende Lieferkettenprobleme und damit verbunden der Bedarf erhöhter Lagerhaltung. Auch die vor allem in Europa weiter steigenden regulatorischen Anforderungen sind ein Kostentreiber. In den USA wiederum hat die Börsenblase der vergangenen Jahre zu steigendem Konsum von Premium- und Luxusgütern geführt, deren Nachfrager offensichtlich weniger preissensitiv sind.

Die sich in den entsprechenden Segmenten leichter durchsetzbaren Preissteigerungen hängen mit der sogenannten *K-förmigen Wirtschaft* zusammen, unter deren Überschrift die unterschiedliche Wohlstandsentwicklung innerhalb der USA thematisiert wird. So hat sich der Anteil der Top 20%-Einkommensverdiener an den gesamten Konsumausgaben zuletzt auf nahezu 60% erhöht.

The K-Shaped Economy

Share of personal outlays by income group, %



Sources: Federal Reserve, Moody's Analytics

@KobeissiLetter, X, 25JUN2026



ISM Prices Paid – Industrie & Services, Bloomberg

Die Entwicklung der gezahlten Preise (Prices Paid) des US ISM (Institute for Supply Management) zeigt im nebenstehenden Chart klar auf, dass der Preisdruck schon seit geraumer Zeit wieder ansteigt. Die jüngste Korrektur ist dabei stark von den im 2. Quartal rückläufigen Energiepreisen geprägt, ein Trend der sich jüngst wieder umgekehrt hat.

Wieder zunehmende Preissteigerungen beschränken die Budgets der Wirtschaftsteilnehmer und sind damit ein wichtiger Grund für die antizipierte wirtschaftliche Stagnation.

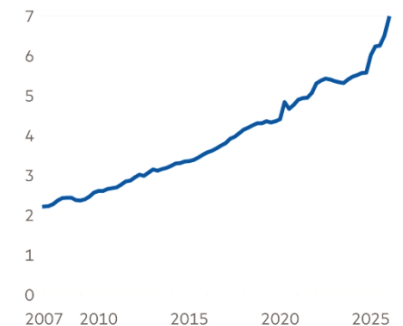




Ein weiterer Wachstumsdämpfer könnte ein sich verlangsames Wachstum oder gar eine Trendumkehr der zuletzt massiv gestiegenen IT- und Tech-Investitionsausgaben sein. Dies gilt vor allem für die USA, aber auch den Rest der Welt, der in vielfältiger Weise von diesen Mega-Investitionen profitiert hat. So sind, wie der nebenstehende Chart zeigt, die Investitionen in IT-Hard- und Software in den USA in den vergangenen 20 Jahren von knapp über 2% auf mehr als 7% des realen(!) BIP angestiegen. Und erste Schätzungen gehen davon aus, dass der Wachstumsbeitrag dieser vor allem KI-induzierten Investitionen im 2. Quartal größer war als der der US-Haushalts- und Konsumausgaben, welche im Durchschnitt und absoluten Zahlen ca. zehnmal höher sind als die Investitionsausgaben.

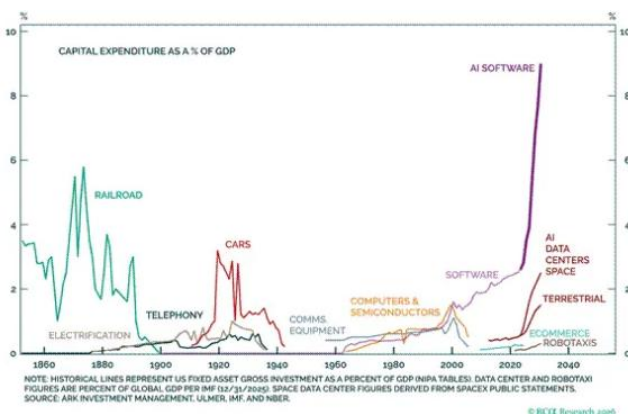
Something changed in 2025

Investment in information equipment and software, % of real GDP



Source: Bureau of Economic Analysis

IT-Investitionen in % des realen BIP, Unhedged, [FT](#), 1JUN2026



Historische Kapitalzyklen in % des BIP, z.B. Eisenbahn, Automobil, Computer & Halbleiter, KI-Software & Rechenzentren
[BCA Research](#) 2026

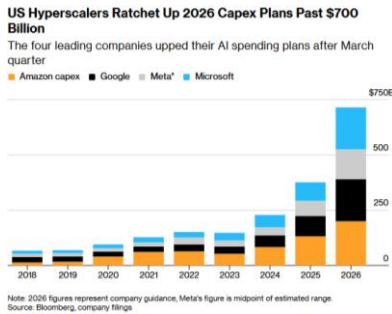
Tatsächlich hat die Vergangenheit hinreichende Belege dafür geliefert, dass die Investitionsausgaben der Unternehmen eine deutlich volatilere Komponente der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung darstellen als die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Der Investitionsausgabenzyklus ist daher auch der wichtigste Einflussfaktor für konjunkturelle Schwankungen. Und wie außergewöhnlich ausgeprägt der laufende Investitionszyklus historisch betrachtet ausgefallen ist, zeigt die nebenstehende Graphik.

Als IASF-Fondsmanager sind wir uns der zyklischen Natur von Wirtschaft und Finanzmärkten vielleicht besonders bewusst. Außergewöhnliche Entwicklungen wie die oben dargestellte lassen uns unweigerlich darüber nachdenken, wie weit der Zyklus fortschreiten kann und welche Auswirkungen seine Umkehr haben wird. Und letzteres ist sehr leicht mit einer c.p. negativen Entwicklung für das volkswirtschaftliche Wachstum zu beantworten.

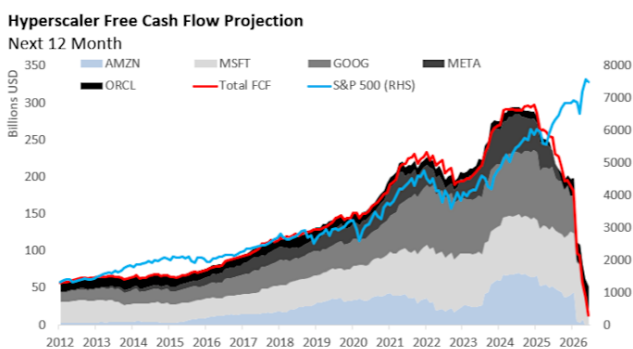
Aber kann der Zyklus nicht noch ein paar Jahre anhalten? – Die Frage möchte ich kurz zusammengefasst mit „Nein“ „Unwahrscheinlich“ beantworten...



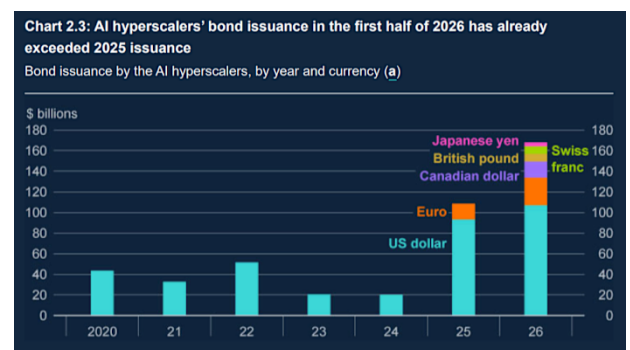
- in pursuit of real returns -

Hyperscaler Capex, [Bloomberg](#), 5MAI26

Unserer Einschätzung nach konnten die oben gezeigten und in der nebenstehenden Graphik projizierten gigantischen Investitionen nur von oligopolistischen Unternehmen getätigt werden, die in einem vermeintlichen Wettlauf um den heiligen Gral der Allgemeinen Künstlichen Intelligenz (AGI) ihre bilanziellen Überschüsse verpulvert haben und inzwischen vermehrt die Kapitalmärkte mit Neuemissionen belasten, wo sie noch bis vor kurzem durch Aktienrückkäufe entlastend wirkten.

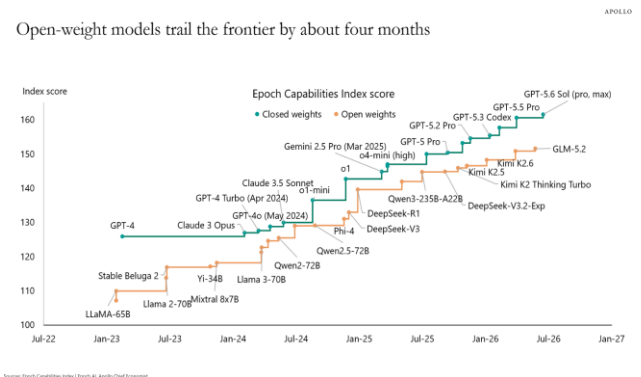


Hyperscaler Free Cash Flow-Prognosen --- Unhedged, Financial Times, 8JUL2026 – Bond-Emissionen der Hyperscaler



Bisher sehen wir wenig Evidenz dafür, dass ein Durchbruch zum Erreichen Allgemeiner Künstlicher Intelligenz bevorsteht, und fragen uns daher, ob diese gigantischen Investitionen entsprechende Früchte tragen, d.h. wie sie eine angemessene Rentabilität für die investierenden Unternehmen liefern können.

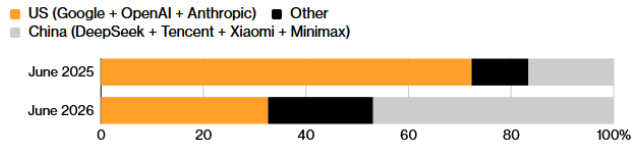
Hier bereitet uns vor allem die Feststellung Sorge, dass niemand in diesem Wettlauf bislang einen „Moat“ (Marktzugangsbeschränkung) vorweisen kann, der Abonnenten auch bei deutlichen Preissteigerungen bei der Stange hält. Stattdessen sind die Eintrittsbarrieren tief (und damit die preisgetriebene Wechselwilligkeit hoch) und die Unterschiede in der Qualität der Modelle gemäß den relevanten Indices und Benchmarks zunehmend gering.

Frontier vs Chinese Models, Torsten Slok, [Apollo](#), 16JUL2026



Users Shift to Open-Weight Chinese Models Like DeepSeek

The share of tokens used for US models on OpenRouter has collapsed



Note: Second week in June
Source: OpenRouter, Exponential View

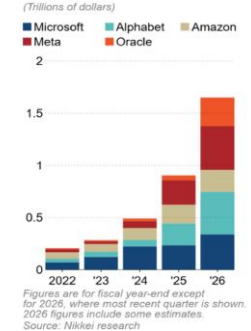
Nutzer wandern zu chinesischen Open Source-Modellen ab;
Michael W. Green, [Substack](#), 28JUN2026

Zudem wurde der Wettbewerb in den vergangenen beiden Jahren durch sehr viel preisgünstigere chinesische Open Source-Modelle noch verschärft. Gleichzeitig kommt der Ausbau der Rechenzentren langsamer als erwartet voran und erweist sich als teurer als ursprünglich angenommen.

[Grants Interest Rate Observer](#) schrieb dazu in der Ausgabe vom 3. Juli: „Die Leistung verschlechtert sich, wenn KI-Output zu KI-Input wird. ... Der Anteil aller Token, die mit Open-Source-Modellen verarbeitet wurden – vor allem Deep-Seek und MiniMax aus China – stieg in der zweiten Juniwoche auf rund 65%, gegenüber 34% in der gleichen Woche im Januar und 26% im Vorjahr. Das Schrumpfen der Leistungsdifferenz zwischen dem besten und dem zweitbesten Modell ist nur ein Grund dafür, dass der KI-Markt kein „Winner-takes-it-all“-Markt sein wird. Ein zweiter Grund ist, dass Nutzer ohne nennenswerte oder gar keine Betriebsunterbrechungen zwischen den Modellen wechseln können.“

Bislang wurde der Investitions-Boom im rücksichtslosen Wettbewerb mit der Mega-Tech Konkurrenz und zunehmend Off-Balance-Sheet ausgeweitet, da er von den Kapitalmärkten mit ständig steigenden Bewertungen belohnt wurde. Aber die Bondmärkte senden erste Warnzeichen, da die sich seit Beginn des vergangenen Jahres auf 350 Mrd. USD belaufenden und weiterwachsenden Tech-Bond-Neuemissionen auf schwindenden Marktenthusiasmus und steigende Rendite-Spreads treffen.

Off-Balance-Sheet Future Obligations



Figures are for fiscal year-end except for 2026, where most recent quarter is shown.
Source: Nikkei research

[Nikkei Asia](#), 21JUL2026

Mit Oracle wurde vor kurzem der erste Mega-Cap auf BBB- und damit auf die niedrigste Stufe vor dem Non-Investment Grade- / Junk-Level herabgestuft und der CDS (Credit Default Swap-) Chart spricht hier eine klare Sprache über die weitere Richtung. Dabei beschleunigen sich die geplanten Investitionen in der Branche weiterhin, was aus unserer Sicht erwarten lässt, dass die Finanzmärkte über kurz oder lang Verdauungsprobleme bekommen.



Oracle, 5-Jahres CDS, Bloomberg, 23JUL2026

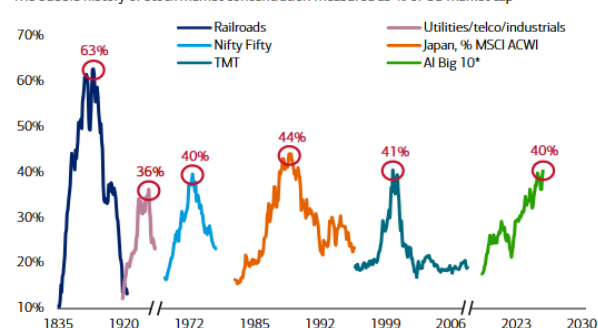




Ähnliche Entwicklungen haben sich in den unterschiedlichen Finanzmarktblasen der Vergangenheit schon mehrfach ergeben, und inzwischen hat die Marktkonzentration der 10 größten KI-Firmen ein vergleichbar hohes Niveau erreicht. In dem Moment, in dem der Markt eine weitere Fortführung oder Ausdehnung dieser Investitionen nicht mehr mit noch höheren Aktienpreisen und -bewertungen belohnt (was sich jüngst schon angedeutet hat), ist das Spiel zu Ende.

Chart 2: The history of stock market bubble concentration

The bubble history of stock market concentration measured as % of US market cap



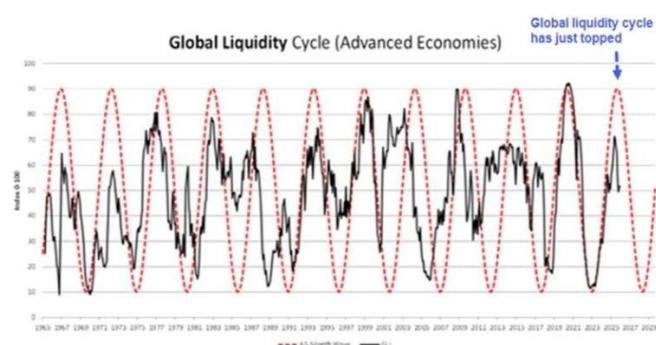
Source: BofA Global Investment Strategy, GFD Finaeon, Bloomberg. Note: Japan is measured as % of MSCI ACWI, all others as % of US stock market. *AI Big 10* = Magnificent 7 + Broadcom, AMD, Micron.

BofA GLOBAL RESEARCH

Historische Aktienmarktblasen, @biancoresearch, X, 30JUN2026

Damit wächst der Druck auf die Management-Teams und Eigner, den Fuß auf die Investment-Bremse zu setzen. Dieser Druck steigt auch durch eine wachsende Ablehnung der Technologie durch die breite Öffentlichkeit, die nicht nur Jobs und Lebensgrundlage als gefährdet ansieht. Und die Politik hat bekanntlich ein hohes Maß an Sensibilität für solche Stimmungsänderungen in der öffentlichen Meinung.

Dass sich dieser Faktor damit v.a. in den USA, aber auch international, wachstumsdämpfend auswirken könnte, ist aus meinen Darlegungen hoffentlich nachvollziehbar. Dabei hat dieser Faktor durch entsprechend reduzierte Anlageinvestitionen einen direkten Einfluss auf das BIP. Dazu kommt noch der nicht zu unterschätzende indirekte Einfluss, der sich aufgrund eines potenziell umgekehrten Vermögenseffektes (Wealth Effect), den eine ausgeprägte Aktienmarktkorrektur mit sich bringt, ergeben würde.



Source: Michael Howell GLI

Globaler Liquiditätszyklus gemäss Michael Howell, @Thierry
From Arvy, [Substack](#), 20JUL2026

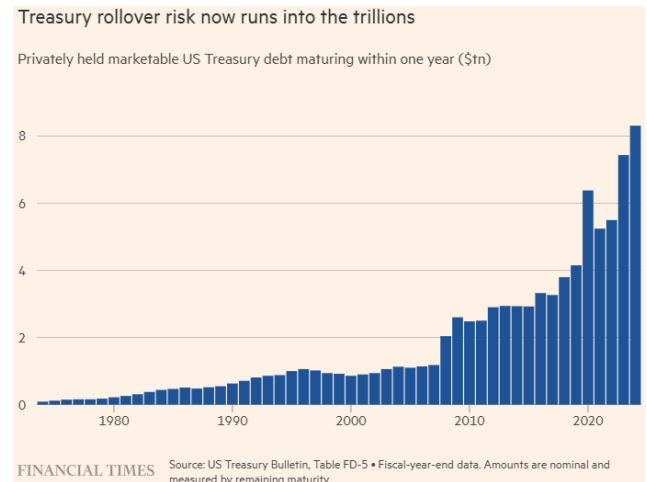
Ein Rückgang der globalen Liquiditätsversorgung ist ein weiterer bislang eher vernachlässigter Risikofaktor für das globale Wachstum. Trotz ansteigender Durchschnittszinsen erwies sich die globale Liquiditätsausstattung bislang als generös, was sich auch in den im Halbjahresbericht erwähnten gedrückten Risikoprämien an den Anleihemärkten widerspiegelt, und auf erneute Zentralbankinterventionen zurückzuführen ist.



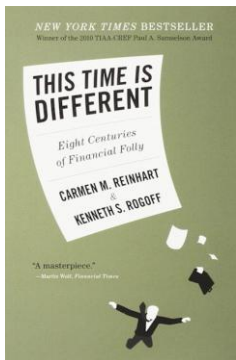


Doch die oben geschilderten Mammut-Investitionen im Tech-Bereich, wie auch der sich als unerwartet teuer erweisende Iran-Krieg haben hier eine Umkehr herbeigeführt. In diesem Zusammenhang stellen u.E. vor allem die in ihrem Volumen extrem stark gewachsenen privaten Märkte (v.a. Private Equity & Credit) einen potenziell hoch volatilen und potenten Risikofaktor dar, welche beim Auf- und Ausbau des globalen Leverage eine wichtige Rolle gespielt hat.

Ein weiterer Risikofaktor für die globalen Wachstumsaussichten ist die rasant steigende Staatsverschuldung, über die wir in diesen Seiten regelmäßig berichtet haben. Wir sehen hier weiter das Risiko einer sich beschleunigenden Schuldenspirale, in der steigende Defizite neue Kredite erfordern, die mit steigenden Zinsen einhergehen, die wiederum die Defizite weiter anschwellen lassen. Dies ist ein sich selbst verstärkender Kreislauf und ist in der schon erreichten Größenordnung nur sehr schwer zu durchbrechen.



Zu refinanzierende US-Staatsanleihen pro Jahr,
Financial Times, [The Long View](#), 6JUN2026



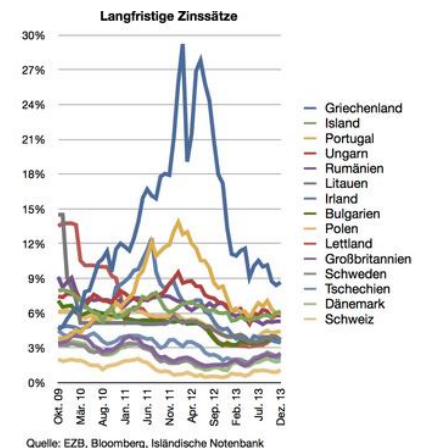
Das gilt umso mehr, da offenbar jeglicher politische Wille fehlt, es überhaupt zu versuchen... – Und warum auch? – Schließlich ist es ganze 17 Jahre her, dass Carmen Reinhart und Kenneth S. Rogoff ihr Buch *[This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly](#)* (Diesmal ist es anders: Acht Jahrhunderte finanzieller Torheit) veröffentlichten, welches im Anschluss an die globale Finanzkrise und zum Auftakt der Eurozonen-Schuldenkrise viel Aufmerksamkeit erlangte und in Ökonomen- und Anlegerkreisen heiß diskutiert wurde.

Die FT schrieb dazu 2009: „Im Laufe der Geschichte haben sowohl reiche als auch arme Länder Kredite vergeben, Kredite aufgenommen, Zusammenbrüche erlebt – und sich wieder erholt –, während sie eine außergewöhnliche Bandbreite an Finanzkrisen durchlebten. Jedes Mal haben die Experten im Chor verkündet: „Dieses Mal ist es anders“ – und behauptet, dass die alten Bewertungsregeln nicht mehr gelten und dass die neue Situation kaum Ähnlichkeit mit früheren Katastrophen aufweist. Mit dieser bahnbrechenden Studie widerlegen die führenden Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff diese Behauptungen endgültig.“ ([Financial Times](#), 2009)





Aber konnten sie das wirklich? – Denn bislang scheint der Eindruck vorzuherrschen, dass dieses Mal tatsächlich alles anders ist. Zwar gab es die Euro-Krise 2010/2011, in der Griechenland und die gemeinsam als PIIGS-Staaten bezeichneten Portugal, Irland, Italien und Spanien sich mit einem Käuferstreik der Bond-Investoren und damit steigenden Zinsen konfrontiert sahen. Diese Schuldenkrise konnte jedoch durch die EZB und ihre Anleihenkäufe abgefedert werden, und letztlich mittels der verschiedenen EU-Rettungsschirme wie EFSF und ESM sowie einem „freiwilligen“ Forderungsverzicht und einer damit verbundenen Umschuldung griechischer Staatsanleihen das Vertrauen des Marktes wiederhergestellt werden.



Renditen 10-j. Staatsanleihen während der Euro-Krise, Quelle: [Wikipedia](https://de.wikipedia.org/wiki/Euro-Krise)

Dies hat zwar in der Folge in Europa für mehr Ausgabendisziplin gesorgt, aber selbst diese wurde spätestens während der Pandemie auf dem Altar des kurzfristigen politischen Aktivismus geopfert. Und somit sind inzwischen die Staatsschulden in fast allen großen Nationen der Welt weit über die als „Point of no Return“ definierte Schwelle von 90% des BIP gestiegen, ohne dass es zu einem systemischen Kollaps gekommen wäre. Ein solcher wurde durch die beispiellose Geldpolitik der 10-er Jahre mit Null- und Negativzinsen plus Zentralbankkäufen von Staatsanleihen verhindert. Das wiederum führte jedoch zu anderen unangenehmen Symptomen einer übermäßigen Staatsverschuldung, wie z.B. Kredit-, Vermögens- und Spekulationsblasen sowie seit dem laufenden Jahrzehnt damit verbundenen Inflationsschüben.

Das Problem ist damit jedoch nur aufgeschoben und jede neue Intervention wird einen höheren Preis fordern und geht mit einem höheren Risiko einher, dass die Dinge außer Kontrolle geraten. Schließlich sind die damit zusammenhängende systematische Geldentwertung wie auch die rapide wachsende Kluft in der Einkommens- und Vermögensverteilung vor dem Hintergrund einer stark alternden Bevölkerung ein nicht zu unterschätzender politischer Zündstoff, der die bestehenden Reaktionsmuster durchaus in Frage stellen könnte.

Was wir dabei gelernt haben, ist, dass die tatsächliche politische und auch Markt-Entwicklung nicht zuverlässig vorausgesehen werden kann. Stattdessen sind wir bestrebt das IASF-Portfolio so auszurichten, dass es allen Eventualitäten zum Trotz bestehen kann, auch wenn diese mit einem Ausbruch aus den vertrauten Mustern und entsprechenden Zyklus-Wenden einhergehen. Denn der Gedanke wir könnten aus der fortgeschrittenen Schuldenkrise herauswachsen wird durch die Zahlen nicht gestützt, die zeigen, dass jede zusätzliche Schuldeneinheit einen immer geringeren Wachstumsimpuls liefern. – Am Ende, fürchte ich, werden Reinhart & Rogoff mit ihrer empirischen Analyse doch recht bekommen und „Diesmal ist es anders“ erweist sich erneut als Trugschluss.





Investoren-Fragen & Feedback zu den IASF-Shorts

Wie üblich zieht sich dieser Bericht in die Länge und die Zeit bis zur Fertigstellung wird immer knapper. Daher möchte ich hier ein weiteres Investment-Thema anhand einer Anlegerfrage zu den IASF-Short Positionen und meiner Antwort vom 18.5. behandeln:

„ich bin bei Ihnen in dem IASF mit einem großen Anteil meines Vermögens investiert, da ich viel von Ihrer Strategie halte. Als einziges macht mir immer wieder erneut Ihre Short-Absicherung gegen einen fallenden Aktienmarkt Sorgen. Das war mindestens die letzten 2 Jahre verlustreich und könnte aufgrund der monetären Illusion durchaus mit weiter steigenden Aktienkursen, gemessen in weiter verfallender Währung so weitergehen, obwohl die Wirtschaft real schwächelt.“

Hierzu möchte ich gerne mit Ihnen folgenden Videobeitrag von ... teilen.

Mich interessiert Ihre Meinung dazu. Sollten die Short-Absicherungen im IASF nicht besser heruntergefahren werden?“

Liebe Leserinnen und Leser,

es wird sie kaum überraschen, dass dies weiterhin – ich kann wohl sagen, das einzige – kontroverse Anlagethema des IASF ist. Dies ist besonders interessant, weil unsere Short-Positionen im ersten Halbjahr nicht als einziges einen negativen Ergebnisbeitrag geleistet haben. So fielen z.B. unsere Verluste im Bereich GOLD UND EDELMETALLE (inkl. der Edelmetall ETCs) ähnlich hoch aus.

Natürlich ist mir bewusst, dass es für Anleger nicht immer leicht nachvollziehbar ist, dass wir praktisch seit Auflegung des Fonds nahezu durchgehend US-Aktien short waren. Das Unverständnis beruht vor allem darauf, dass sie in erster Linie den Fokus auf die damit einhergehenden entgangenen Gewinne und nicht wie wir auf die damit einhergehende größere Robustheit des Fonds und dessen defensives Verhalten in allgemeinen Marktkorrekturphasen richten.



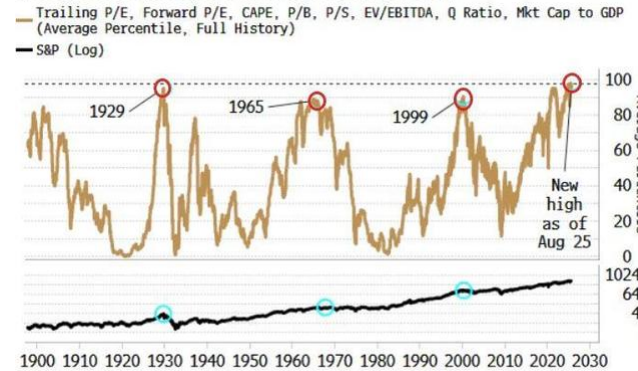
Hier also nun meine Antwort: „Danke auch für Ihr Feedback, das nach 2,5 Jahren wilder Hausse in den US-Märkten typisch ist, weshalb ich ja auch auf dieses Thema immer wieder ad nauseam in meinen Seasonal Reflections eingehe (s. S.27 der [jüngsten Ausgabe](#)). Den Beitrag von ... habe ich mir kurz angehört, aber er ist mir zu oberflächlich. Falls Sie eine meiner Meinung nach differenziertere Einschätzung suchen, schauen Sie sich gern das Interview auf [Thoughtful Money](#) mit (Prof. und Fondsmanager) Mike Green an, der v.a. die zunehmende Passivierung des Anlegens wie auch die automatischen Flows in den USA für die außergewöhnliche Aktienmarkt-Performance verantwortlich macht.





Als fundamental orientierte Investoren nutzen wir die Shorts im IASF als taktische Absicherung in einem heiß gelaufenen Bullen-Markt, der historisch das teuerste Niveau erreicht hat, und dies getragen von einer Handvoll von Aktien, die entweder ein weitgehend zyklisches Geschäft betreiben (z.B. Nvidia & Co) oder deren Geschäftsmodell sich drastisch verändert (von Asset Light und Cash-Flow-positiv zum Gegenteil, wie z.B. die Hyperscaler). Als fundamentaler Investor schrillen da bei mir alle Alarmglocken.

US Stock Valuations Hit New All-Time High



Source: Bloomberg

US S&P 500-Bewertungs-Cocktail, @ekwufinance, X, 23JUL2026

Natürlich kann man nach 7 Jahren zwar sagen, dass uns die Shorts Geld gekostet haben, aber auch dass sie sich in den herausfordernden Marktphasen (1Q 2020 und 2022) als wertvoll erwiesen haben, da sie die jeweiligen Abwärtsbewegungen deutlich abgefedert bzw. völlig verhindert haben. Am Ende haben wir dennoch eine zufriedenstellende Performance seit Auflegung des IASF (wie auch über kürzere Fristen) erreicht – und dies bei einer geringen Korrelation zum Aktien- (oder Bondmarkt) wie auch einem sehr geringen Beta.

Es wird Sie daher wohl nicht überraschen, wenn ich sage, dass wir unseren Ansatz nicht ändern, sondern weiter attraktive Anlagen suchen, die uns reale Erträge versprechen, und diese in Überbewertungsphasen z.B. durch Short-Positionen in den heiß gelaufenen Märkten absichern werden. Dass andere Investoren oder Wettbewerber das nicht für sinnvoll halten und andere Anlagestrategien und -ansätze verfolgen, überrascht mich nicht, da der Herdentrieb und das Karriererisiko in unserer Branche weit verbreitet sind. Aber wenn unsere Anleger glauben, dass sie anderswo besser aufgehoben sind, dann müssen wir das akzeptieren... – Mit anderen Worten, wir bieten am Markt eine Anlagestrategie an, von der wir überzeugt und in der wir selbst signifikant investiert sind, machen diese genügend transparent und verständlich, und warten dann (oder suchen aktiv nach) Anlegern, die unsere Expertise schätzen, sich in dieser Strategie wohlfühlen und glauben damit ihre Anlageziele erreichen zu können.

Herr, dass überbewertete Märkte noch überbewerteter werden können, haben wir seit 2019 zur Genüge feststellen müssen. Was noch fehlt ist die erneuerte Erkenntnis, dass der Marktzyklus Übertreibungen nicht nur nach oben kennt, sondern auch nach unten. Dies steht uns in den nächsten Jahren noch bevor, und dann werden unsere Anleger unsere Standhaftigkeit und Konsequenz auch in dieser Angelegenheit wieder schätzen. – Ich hoffe Sie werden weiter dabei sein.“

Ich hoffe, dass dies als Auffrischung zu diesem Thema genügt und möchte mich an dieser Stelle nochmal explizit für dieses und jegliches weitere sachliche Investoren-Feedback bedanken. Schließlich hilft uns dies sehr in unserer Investoren-Kommunikation, die ja vor allem dazu dient, unsere Arbeit transparent und verständlich zu machen.





Auszüge aus dem Quartalskommentar an die Incrementum VV-Kunden

Trotz der fortgeschrittenen Länge dieses Berichts, möchte ich an dieser Stelle gern noch einige Auszüge aus dem Quartalsbericht unseres geschätzten [Partners und CEO, Dr. Stefan M. Kremeth](#), wiedergeben, die die Philosophie der Incrementum AG und ihrer Partner insgesamt sehr gut beschreiben und hinsichtlich unserer Arbeit daher eventuell von Interesse und hoffentlich aufschlussreich sind:

„Wir leben in einer anstrengenden Zeit und wahrscheinlich macht es Sinn, nicht immer jede Kartoffel ganz so heiß zu essen, wie sie gekocht wird. Krisen gehören zum Leben, aber Gelassenheit lässt sich zumindest teilweise erlernen. ...

Vermögensstrukturierung zur Erreichung Ihrer Lebensziele

Wir stellen uns immer wieder die Frage, wie wir mit unserer Vermögensverwaltung dazu beitragen können, dass Sie Ihre Lebensziele erreichen.

Wir wollen unseren Ansatz konsequent an den individuellen Bedürfnissen und Zielsetzungen unserer Kundinnen und Kunden ausrichten. Hierzu unterscheiden wir grundsätzlich drei zentrale Schwerpunkte: Den Vermögensaufbau mit Fokus auf langfristiges Wachstum, die Ausschüttungen mit dem Ziel regelmäßiger Erträge sowie Sicherheit und Stabilität, wobei die Minimierung von Volatilität und Verlustrisiken im Vordergrund steht.

Wir erleben immer wieder, dass sich unsere Privatkunden vor allem Klarheit, Berechenbarkeit und Vertrauen in den Anlageprozess wünschen. Genau hier setzen wir an... Unser Ziel ist es, diese Erwartungen durch transparente Entscheidungsprozesse, nachvollziehbare Strategien und ein diszipliniertes Vorgehen über viele Jahre hinweg konsequent zu erfüllen. Wenn uns dies nicht immer gelingen sollte, bitten wir um Nachsicht, da wir teilweise in einem Zielkonflikt stehen. Sollen wir nun versuchen, die Rendite zu maximieren oder die Volatilität niedrig zu halten? Wir stellen fest, dass sich Kundinnen und Kunden in der Regel in steigenden Märkten eine möglichst hohe Partizipation und in sinkenden Märkten eine möglichst geringe Volatilität wünschen. Dies ist menschlich, jedoch schwer umsetzbar. ...

Asset Allocation im Zentrum

Im Zentrum unserer Arbeit stehen eine bedarfsgerechte Asset Allocation sowie unsere konsequente Unabhängigkeit in der Vermögensverwaltung. Letztere gewährleisten wir unter anderem, indem wir seit jeher vollständig auf Retrozessionen verzichten.

Unser Anspruch ist es, für unsere Kundinnen und Kunden ein Portfolio zu gestalten, das nicht nur ihren Zielen entspricht, sondern auch in sich stimmig und belastbar ist. Denn wir sind überzeugt, dass nachhaltiger Anlageerfolg auf klaren Prinzipien wie Konsistenz, Stabilität und Disziplin bei der Allokation beruht, statt einer kurzfristigen Orientierung an Modeerscheinungen und Preiszyklen.





Dabei sind wir uns bewusst, dass es keine risikolosen Anlagen gibt. Jede Anlage birgt ein eigenes Risiko; das gilt nicht nur für Aktien und Obligationen, sondern auch für Immobilien und Edelmetalle. Wir erleben immer wieder Menschen, die eine bestimmte Assetklasse als risikofrei betrachten. Wissenschaftlich gesehen sind solche Betrachtungen nicht belastbar und falsch. – Ein diversifiziertes Portfolio kann nicht jegliche Risiken ausgleichen aber mittel- bis langfristig zu einem ansehnlichen Vermögenszuwachs oder der Liquidität zur Bestreitung des Lebensunterhaltes führen, bei gleichzeitig vernünftigem Risiko.

Zusammenarbeit

Jesse Livermore hat sein Zitat über die Wall Street vor hundert Jahren formuliert. Es gilt heute genauso: «Die Geldbeutel wechseln. Die Aktien wechseln. Die Anleger wechseln. Aber die menschliche Natur, die Gier, die FOMO (fear of missing out, also die Angst etwas zu verpassen), die Überzeugung, dass man dieses Mal schneller und schlauer sein wird als die Herde, nie». Trotzdem sind es am Ende nicht kurzfristige Trends, die Vermögen nachhaltig wachsen lassen, sondern kontinuierliche Akkumulation auf einem soliden, berechenbaren Fundament. Hierzu müssen Anlegerinnen und Anleger bereit sein, mit uns zusammenzuarbeiten, am eingeschlagenen Weg festzuhalten und sich nicht von kurzfristigen oder wenig fundierten Gedanken beeinflussen zu lassen.

Unsere Rolle als Portfoliomanager

Es gibt diese Momente an den Märkten, in denen sich alles bewegt, Kurse steigen und fallen und scheinbar hektisch auf jede neue Schlagzeile reagiert wird. Auf den ersten Blick wirkt es, als würde der Preis selbst die Wahrheit sagen. Doch genau hier beginnt unsere eigentliche Arbeit. Wie es mein Partner Hans G. Schiefen einmal treffend formuliert hat, besteht die Aufgabe eines Portfolio Managers darin, innezuhalten, wenn der Markt laut wird, und genauer hinzusehen, wo sich Preis und Realität auseinanderentwickeln. Denn während die Kurse oft den Blick für die Gegenwart verlieren, liegen die entscheidenden Antworten meist in den Daten – in den Fundamentaldaten –, in dem, was sich unter der Oberfläche tatsächlich verändert, oder eben nicht. Als treuhänderisch handelnde Investoren verstehen wir es daher als unsere Pflicht, diese Spannungsfelder zu identifizieren und zu erkennen, wann Märkte überreagieren, unterschätzen oder schlicht falsch liegen. Unsere Entscheidungen entstehen deshalb nicht im Rhythmus der Kurse, sondern im Takt und Zusammenspiel mit den Fakten. ... Liebe Kundinnen und liebe Kunden, auch wir machen Fehler. Dafür bitte ich um Verständnis. Wir versuchen, diese über die Zeit auszumerzen, und bisher ist uns das recht gut gelungen.

... Vielen Dank“

Liebe Leserinnen und Leser. Persönlich bin ich sehr froh, dass ich in einer Gesellschaft mitarbeiten darf, in der die Werte der teilnehmenden Partner einen so hohen Deckungsgrad haben.

Falls Sie mehr über die [Incrementum-Vermögensverwaltung](#) erfahren möchten, dann wenden Sie sich doch bitte gern direkt an smk@incrementum.li.





Standort, Ausblick & Abschluss

Ende Juli (am Wochenende vom 25./26.7.) sieht die Welt an den globalen Finanzmärkten nicht mehr ganz so rosig aus. Der Iran-Krieg steht vor einer erneuten Verschärfung, die Straße von Hormus ist weiter praktisch geschlossen, und der Ölpreis ist in der Konsequenz im Monatsverlauf wieder auf knapp 100\$ gestiegen. Eine Energiekrise scheint wieder realistischer, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass Europa bislang seine Gaslager nicht hinreichend wieder aufgefüllt hat. Die Trump-Administration hat zudem gerade erneute Zölle in Höhe von 10%+ auf 60 Handelspartner erhoben, die für 99,4% der US-Importe verantwortlich sind. Da diese größtenteils von US-Importeuren und Konsumenten gezahlt werden, riskiert dies in Kombination mit den wieder angezogenen Energiepreisen einen erneuten Inflationsschub. In den USA stehen zudem die Mid-Term-Elections (Wahlen) am 3. November an, die die neue Zusammensetzung des US-Kongress bestimmen, und in die Präsident Trump mit den schlechtesten Umfragewerten verglichen zu seinen Vorgängern zu gehen droht. – Insgesamt sind die positiven Nachrichten an der geopolitischen Front rar gesät.

Index	2day	Value	Net Chg.	%Chg	Δ AWT	Time	Adv/Dcl	Ytd	YtdCur
1) Americas									
10 DOW JONES		51947.25	+235.60	+0.46%	-4.85%	07/24	23/7	+8.08%	+8.08%
10 S&P 500		7411.98	+3.68	+0.05%	+1.70%	07/24	363/140	+8.28%	+8.28%
10 NASDAQ		24975.82	+161.57	+0.64%	-4.16%	07/24	1339/1848	+7.46%	+7.46%
10 S&P/TSX Comp		35369.10	+176.44	+0.50%	-10.12%	07/24	135/82	+11.53%	+8.59%
10 S&P/BMV IPC		66383.26	+117.25	+0.18%	-9.79%	07/24	20/15	+3.23%	+6.34%
10 IBOVESPA		174042.00	+2681.63	+1.52%	-19.46%	07/24	11/66	+8.02%	+16.78%
2) EMEA									
10 Euro Stoxx 50		6280.94	+70.77	+1.14%	-14.15%	07/24	40/10	+8.45%	+4.99%
10 FTSE 100		10736.23	+97.06	+0.91%	-23.00%	07/24	83/17	+8.10%	+6.89%
10 CAC 40		8372.28	+73.19	+0.88%	+9.16%	07/24	27/12	+2.73%	-0.55%
10 OMX		25999.00	+335.88	+1.29%	-9.86%	07/24	29/11	+2.49%	-0.79%
10 IBEX 35		19585.40	+318.40	+1.65%	+33.40%	07/24	29/15	+13.16%	+9.54%
10 FTSE MIB		51802.23	+486.39	+0.95%	-9.84%	07/24	27/9	+15.26%	+11.58%
10 OMX STOCK0		3199.62	+32.52	+1.03%	+22.71%	07/24	26/4	+10.98%	+5.13%
10 SWISS MKT		14327.20	+112.25	+0.79%	-20.55%	07/24	18/2	+7.99%	+4.61%
3) Asia/Pacific									
10 NIKKEI		64611.15	-1811.45	-2.73%	-12.20%	07/24	91/133	+28.35%	+22.77%
10 HANG SENG		24963.23	-247.58	-0.98%	-23.42%	07/24	16/74	-2.60%	-3.35%
10 CSI 300		4649.19	-78.81	-1.67%	-23.97%	07/24	42/255	+0.42%	+3.62%
10 S&P/ASX 200		8722.31	-66.68	-0.75%	+8.94%	07/24	38/149	+0.67%	+5.27%
4) Global									
10 BBG World I/M		2558.73	-5.14	-0.20%	-16.55%	07/24	1055/1235	+8.61%	+8.61%

Aktienmarktpformance im Jahresverlauf

– Bloomberg

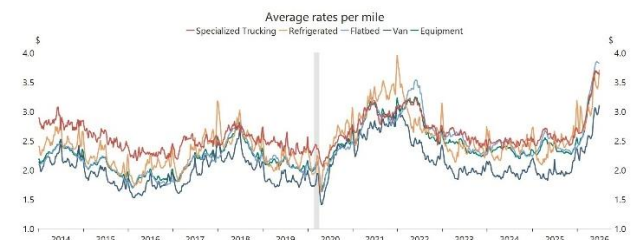
Maturity	10 Year	RMI	Security	Price	Chg	Yld	Chg	Yld	Data Range	Low	Range	High	YTD Chg
1) Americas													
10 United States													
10 Canada													
10 Brazil (USD)													
10 Argentina (USD)													
10 Mexico (USD)													
2) EMEA													
10 United Kingdom													
10 France													
10 Germany													
10 Italy													
10 Spain													
10 Portugal													
10 Sweden													
10 Netherlands													
10 Switzerland													
10 Greece													
3) Asia/Pacific													
10 Japan													
10 Australia													
10 New Zealand													
10 South Korea													
10 China													

10-j. Staatsanleihen-Performance im Jahresverlauf

Die Finanzmärkte scheinen davon an der Oberfläche bislang nur wenig berührt. Die globalen Aktienmärkte haben nach dem Zwischenspur im 2. Quartal eine Verschnaufpause eingelegt, befinden sich aber weiterhin auf Jahresbasis in positivem Territorium (MSCI World +8,1% / +11,5% in USD/EUR).

(Staats-)Anleihen haben dagegen zuletzt erneut Verluste verzeichnen müssen, da die jüngste Zykluswende beim Ölpreis plus Zölle die Inflationserwartungen erneut befeuert haben. (Ein Beispiel für die Zeitverzögerung, mit der die Verwerfungen im Energiemarkt in der Realwirtschaft ankommen, liefert der nebenstehende Chart. – Ähnliche Entwicklungen wird es global und in vielen weiteren Sektoren geben.)

'Truck transportation costs rising



Durchschnittliche LKW-Frachtraten in den USA

The Daily Spark, Torsten Slok, Apollo, 24JUL2026

Dennoch scheint die Stimmung gelassen und die Anleger sind offensichtlich wenig besorgt.

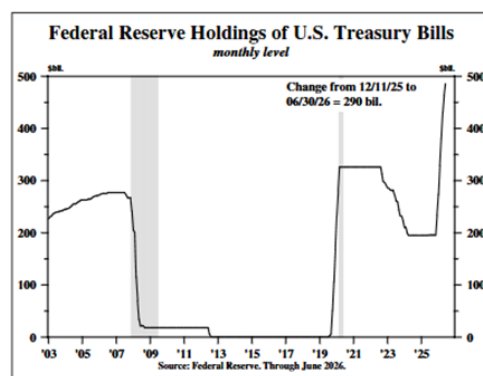


Aber unter der Oberfläche nehmen die Risse im Bild weiter zu.

Am Anleihemarkt steigen nicht nur die Renditen langfristiger Anleihen, sondern seit dem Beginn des Iran-Krieges auch die der kurzlaufenden, z.B. 2-jährigen Staatsanleihen, über die die Zentralbanken wesentlich mehr Kontrolle haben. In den USA sind die 2-jährigen um fast einen Prozentpunkt gestiegen und dies, obwohl die Fed seit Dezember 2025 ca. 500 Mrd. USD an T-Bills gekauft hat.

Maturity	2 Year									02/27/26		07/25/26	Custom	
Region	RMI	Security		Price	Chg	Yld	Chg	Yld		Low	Range	High	Hst Chg	
Americas														
United States		T 4 3/8 06/28		99-19 3/4	+ 01	4.331	-1.6			3.375	 	4.347	+95.6	
Canada		CAN2 5/8 05/28		99.309	+0.085	2.903	-4.8			2.389		3.059	+51.4	
Brazil (USD)		BRAZIL4 3/8 28		100.334	+0.016	4.343	-1.6			4.169		4.695	+50.3	
Mexico (USD)		MEX3 3/4 01/28		100.007	-0.043	2.484	+719.900			-15.288		22.790	-150.1	
EMEA														
United Kingdom		UKT4 3/8 03/28		99.948	+0.118	4.406	-7.6			3.505	 	4.557	+90.1	
France		FRTR2.4 09/28		98.775	+0.120	2.992	-5.8			2.110	 	3.050	+88.2	
Germany		BKO 2.7 09/28		99.742	+0.117	2.883	-5.7			1.992	 	2.880	+83.0	
Italy		BTPS 2.65 28		99.360	+0.115	3.024	-6.4			2.142	 	3.088	+88.1	
Spain		SPGB2.4 05/28		99.176	+0.093	2.864	-5.2			2.108	 	2.915	+75.6	
Portugal		PGB2 3/8 10/28		98.582	+0.074	2.789	-3.4			2.016	 	2.824	+77.2	
Sweden		SG80 3/8 05/28		97.078	+0.041	2.438	-2.2			1.846	 	2.491	+59.3	
Netherlands		NETHER0 3/8 28		96.137	+0.112	2.798	-5.8			2.020	 	2.857	+77.8	
Switzerland		SWISS 4 04/28		106.462	+0.038	0.177	-2.7			-1.194	 	.204	+37.1	
Greece		GGB3 3/8 06/28		101.794	-0.104	2.879	+5.5			2.114	 	2.899	+76.5	
Asia/Pacific														
Japan		JGB 1.4 07/28		99.819	-0.041	1.496	+2.2			1.211	 	1.496	+58.2	
Australia		ACGB 2 3/4 28		95.762	-0.229	4.712	+15.0			4.155	 	4.808	+51.4	
New Zealand		NZGB 0 3/8 28		93.950	-0.200	3.759	+14.1			3.063	 	3.759	+69.6	
South Korea		KTB3 0 04/28		99.964	-0.037	3.746	+4.3			2.823	 	3.845	+92.3	
Hong Kong		HKGB 2.52 28		99.200	-0.010	2.993	+0.8							
China		CGB1.21 06/28		99.918	-0.008	1.253	+0.4			1.204	 	1.347	-7.0	

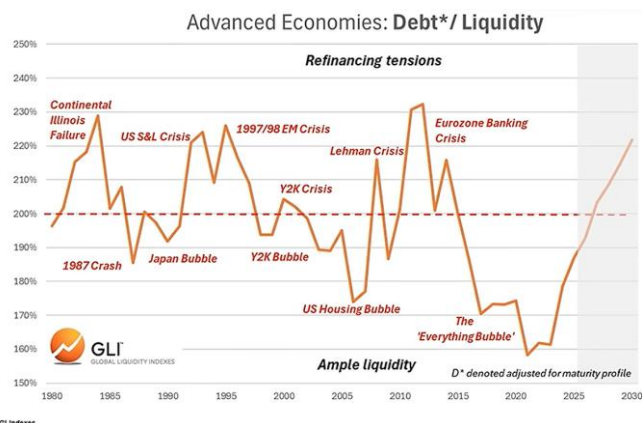
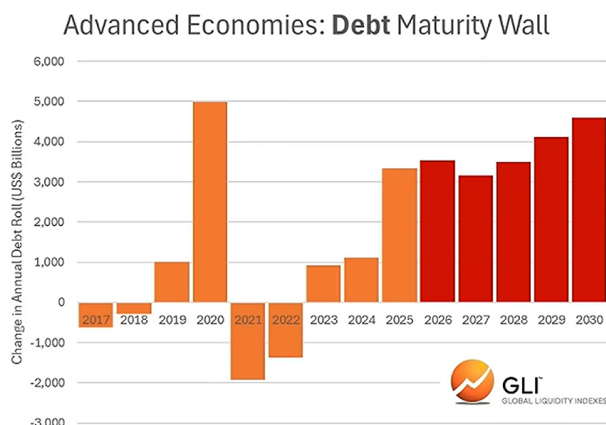
2-j. Staatsanleihen-Performance im Jahresverlauf, Bloomberg



Source: Hoisington Investment Management

Fed-T-Bills-Holdings, @wmiddelkoop, X, 25JUL2026

Ähnlich gelagerte Renditeanstiege am kurzen Ende sind außerhalb Chinas überall zu verzeichnen und geschehen zu einem Zeitpunkt, an dem der Refinanzierungsbedarf massiv gestiegen ist. Die unten links aufgeführte Graphik stammt aus einer Präsentation von [Crossborder Capitals](#) Michael Howell und bezieht sich auf die Fälligkeitswelle (Maturity Wall) der global zu refinanzierenden Anleihen. Sie zeigt, wie während der Pandemie 2020 mit Hilfe des Staates rund 5 Bio. USD an Anleihen zu extrem niedrigen Zinsen refinanziert wurden, die in den nächsten Jahren zur erneuten Refinanzierung anstehen. Dabei berücksichtigt diese Fälligkeitswelle weder die staatliche Nettoneuverschuldung noch die explodierenden Finanzierungen zum KI-Ausbau oder sonstige Mittelneuaufnahmen, und macht deutlich, welche gewaltigen Herausforderungen sich daraus für die Kapitalmärkte ergeben werden.



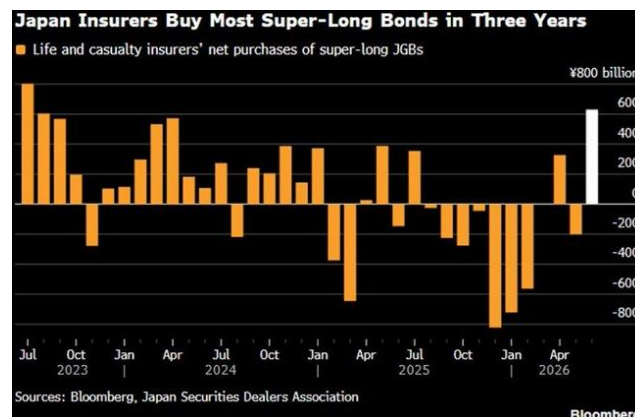
Globale Liquiditäts-Indices: Jährl. Refinanzierungsbedarf - Crossborder Capital, [RealVision](#), 19JUL2026 - Schulden / Liquiditäts-Quote



Mit der weiter rapide wachsenden Schuldenaufnahme wird immer mehr Liquidität gebunden, was zum Anstieg der Verbindlichkeiten-zu-Liquiditäts-Quote (oben rechts) führt. Deren Pfad bewegt sich klar in ein Gebiet hinein, welches in der Vergangenheit für Finanzkrisen gesorgt hat.

So mancher wird hier einwenden, dass die Politik (via Zentralbank) da sicher intervenieren wird. (Ich finde es in diesem Zusammenhang bemerkenswert, dass dieselben Stimmen, die die westliche Politik weitgehend als kurzfristig orientiert, opportunistisch und dilettantisch einschätzt, dennoch fest davon überzeugt sind, dass sie bei der Lenkung der Finanzmärkte alles perfekt unter Kontrolle hat und vor allem sicherstellen wird, dass die Finanzmarktpreise insgesamt stabil bleiben bzw. immer weiter steigen werden...) – Insgesamt geben wir dabei jedoch zu bedenken, dass die Politik in ihren Entscheidungen heute mit einem sehr viel stärkeren Interessenkonflikt konfrontiert ist. Mit Inflationsraten, die seit Jahren deutlich über der 2%-Marke liegen, ist der Spielraum für Zinssenkungen (außerhalb einer Rezession) nämlich begrenzt. Und Anleihen- (oder gar Aktien-)käufe der Zentralbanken in wieder zunehmendem Masse riskieren das Vertrauen in die entsprechenden Währungen zu beschädigen und sind daher auch nicht leichtfertig vorzunehmen. Das Problem wird noch verstärkt dadurch, dass es globaler Natur ist, und man im internationalen Wettbewerb um Kapital eine feste Währung benötigt.

Wir sehen am Beispiel Japan zurzeit, welche Schritte Regierungen unternehmen, um die eigene Währung zu stützen und gleichzeitig den lokalen Zinsanstieg unter Kontrolle zu halten. So hat die [japanische Finanzministerin am 10. Juli](#) die heimischen Pensionskassen, die zu den größten der Welt gehören, mit genau diesem Ziel dazu aufgefordert verstärkt in heimische Anlagen zu investieren. Denn wenn die Liquidität knapp wird, steigt deren Preis und damit der Kampf um die verfügbaren Mittel...



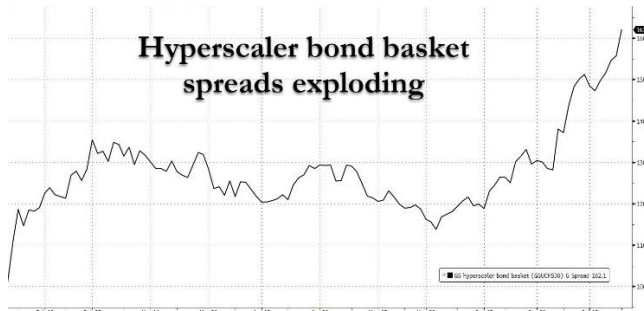
Langfristige Anleihenkäufe japanischer Versicherungen;
@Cointelegraph, X, 23JUL2026

Dazu kommt noch, dass Kriege traditionell inflationär wirken, und dies ist in der jetzigen Iteration klar auch der Fall. Denn es sind ja vor allem die internationalen Gläubigerländer wie z.B. Deutschland, Japan oder Südkorea, die verstärkt in die militärische Aufrüstung investieren und dies mit höherer Neuverschuldung finanzieren. Dies wird am Anleihenmarkt schon durch entsprechend ansteigende Langfristzinsen widerspiegelt. Damit sind es nur noch wenige Schritte hin zu einer Politik der Renditestrukturkurven- und damit verbunden Kapitalverkehrs-Kontrolle. Denn eine Repatriierung von internationalem Kapital kann bei den Gläubigernationen insgesamt sowohl auf der Zins- wie auf der Währungsseite für Entlastung sorgen. Japan scheint hier wie üblich bei der Umsetzung schon am weitesten zu sein – und dies birgt aus unserer Sicht das Hauptrisiko für den USD, als die Währung der Hauptschuldernation weltweit.

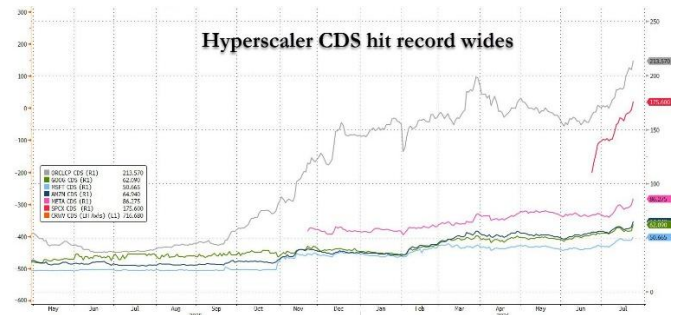




Unter der Oberfläche sind auch Veränderungen der Credit Spreads bei Unternehmensanleihen nicht mehr zu übersehen, v.a. bei den Lieblingen von gestern, nämlich den US-Mega Caps / Hyperscalern, deren Anleihen in den vergangenen 8 Wochen eine Spread-Ausweitung von 50bp gesehen haben, während die Credit Default Swap-Raten (CDS = Kontrakte zur Absicherung gegen eine Insolvenz bei Unternehmensanleihen), angeführt von Oracle und SpaceX ebenfalls deutlich gestiegen sind.



Hyperscaler-Bond-Spreads, @zerohedge, [X](#), 23JUL2026

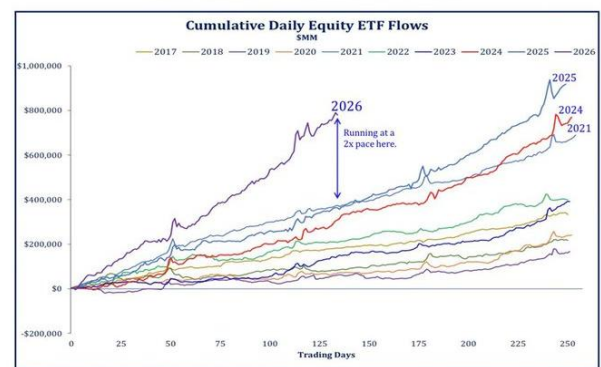


Hyperscaler CDS-Preise, @zerohedge, [X](#), 24JUL2026

Ist es Zeit für die Rückkehr der „Bond Vigilantes“? – Wir können uns das sehr gut vorstellen, weshalb wir im Anleihemarkt deutlich untergewichtet sind.

Das könnte im globalen Wettbewerb um Kapital auch negative Auswirkungen auf den Aktienmarkt haben, wo wir derweil einen erneuten Echo-Boom erleben. So haben US-Aktien-ETFs seit Jahresbeginn Zuflüsse von insgesamt mehr als 800 Mrd. USD erfahren, ein Trend, der alle Vorjahresergebnisse deutlich übertrifft und bei einer entsprechenden Weiterführung ein Gesamtvolumen von 1,4 Bio. USD erreichen könnte.

YTD EQUITY FLOWS APPROACHING \$880 BN



US-Equity ETF Flows, @KobeissiLetter, [X](#), 24JUL2026

This wave of leveraged equity demand is one for the history books. Powell's dovish pivot in Q4'23 started it. Will Warsh bring regime change?



Deutsche Bank, FINRA

Rekord-Leverage, [On My Radar](#), Steve Blumenthal, 24JUL2026

Dass ein nicht unbedeutender Teil dieser Zuflüsse geleveraged ist, d.h. in (Kredit-)gehebelte Produkte fließt, haben wir in den SR schon häufiger erwähnt. Auch hier ist jedoch die jüngste Entwicklung, wie die Charts links zeigen nicht nur in absoluten, sondern auch in relativen Größen, auf eindeutigem Rekordkurs, was ein klarer Indikator für die erhöhte Risikobereitschaft im Markt darstellt. Dieser „Kredithebel“ wirkt jedoch im Auf- wie im Abwärtstrend gleichermaßen...





Dafür, dass der Forever Bull weiter lebt sorgen natürlich auch die üblichen Cheerleader, die sich nicht nur auf der Sell Side der großen Investmentbanken und Research-Häuser finden, sondern natürlich auch auf Social Media. Ein passendes Beispiel bot das 2. Quartalsergebnis der Google-Holding, Alphabet Inc. – Die Gesellschaft war in ihrer Quartalsübung die Analystenerwartungen zu übertreffen mal wieder erfolgreich, doch der Aktienkurs litt in der Folge in Reaktion auf die Ankündigung des Managements, das Investitionsvolumen für 2026 auf 200 Mrd. anzuheben.

Sicher, oberflächlich betrachtet wies Alphabet ein Rekordergebnis aus und zusammen mit der nachfolgenden Korrektur des Aktienpreises (-7%) fiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis in der Tat deutlich – gemäß dieses X-Teilnehmers „auf die tiefste Bewertung seit 2015“, womit sie „zu den 20% der am günstigsten bewerteten Aktien des S&P 500 gehört“.

S&P 100 (OEX) Other Income / Expense Adjustments				
Jan 2016 to May 2026 100 companies all signs flipped values in \$ millions				
Top 10 Highest Events (flipped)				
#	Company	Quarter	Fiscal Period	Other Income (\$M)
1	GOOGL	2026Q1	2026-03-31	+\$36,722
2	NVDA	2026Q2	2026-04-26	+\$15,929
3	AMZN	2026Q1	2026-03-31	+\$15,807
4	MO	2016Q4	2016-12-31	+\$13,660
5	GOOGL	2025Q3	2025-09-30	+\$11,969
6	AMZN	2021Q4	2021-12-31	+\$11,838
7	GOOGL	2025Q1	2025-03-31	+\$10,322
8	AMZN	2025Q3	2025-09-30	+\$10,187
9	MSFT	2025Q4	2025-12-31	+\$9,917
10	CMCSA	2025Q2	2025-06-30	+\$9,760

Sonst. Einkünfte / Ausgaben, [The MacroTourist](#), 27JUL2026

Diese Art der Aufwertung von Firmenbeteiligungen sind Sonderfaktoren, die nicht die nachhaltige Gewinn- oder gar Free Cash Flow-Entwicklung des Unternehmens bestimmen.



„Das ist wahnwitzig“, @TrendSpider, [X](#), 24JUL2026

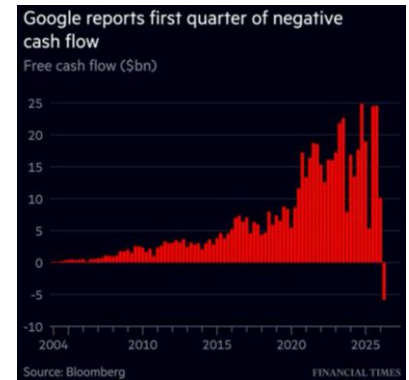
Das Gewinnwachstum erscheint jedoch in einem anderen Licht, wenn man dessen Qualität berücksichtigt. So stammten nämlich ganze 87% (oder 98 Mrd. USD) des Rekord-Nettogewinns von Alphabet in Höhe von 112 Mrd. USD im 2. Quartal aus Wertsteigerungen bei den Unternehmensbeteiligungen (hier vor allem SpaceX, Anthropic, usw.). Diese (Auf-)Wert(ungs)berichtigungen lagen damit fast drei Mal so hoch wie die rekordhohen Zuschreibungen im 1. Quartal, welche wie die Übersicht des MacroTourist nebenan zeigt bis dato die höchste je gesehene Anpassung war.



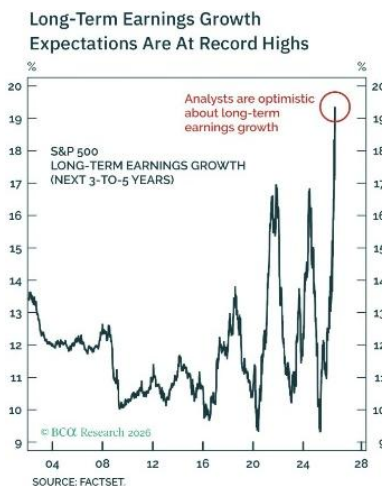


Und wer sich allein die SpaceX-Aktienentwicklung im Juli (-33% bis 24.7., entspricht für Alphabet zu diesem Zeitpunkt ca. 38 Mrd. USD Abschreibungen auf ca. 690 Mio. Aktien = rund ein Drittel des 2Q-Gewinns) vor Augen führt, müsste diese Sonderfaktoren auch auf der Abwärtsseite diskontieren.

Mit anderen Worten, ohne diese „sonstigen Erträge“ hätte der Nettogewinn von Alphabet gegenüber dem 1. Quartal nur einen bescheidenen Anstieg von 2% auf rund 33 Milliarden US-Dollar verzeichnet. Und die Wandlung des Unternehmens, wie auch der meisten seiner Konkurrenten, von einem Asset Light-Tech-Konglomerat zu einem zunehmend Asset Heavy-quasi-Immobilien-Unternehmen, welches sich mehr und mehr mit der Finanzierung des Baus von Datenzentren beschäftigt, zeigt sich auch im Free Cashflow (FCF) der Gesellschaft.



GOOG FCF, @brewmarkets, X, 23JUL2026



Langfristige US-Gewinnerwartungen,
@PeterBerezin, BCA, X, 24JUL2026

Unter den Cheerleadern des US-Aktienmarktes gilt dieser angesichts der stark steigenden Unternehmensgewinne seit Langem als „*der meistgehasste Bullenmarkt der Geschichte*“. Dahinter steht die Annahme, dass die bekannten Risiken und negativen Entwicklungen bereits weitgehend in den Kursen reflektiert sind. Kritische Beobachter – zu denen auch wir zählen – verweisen jedoch seit Jahren auf die zunehmende Konzentration innerhalb des Marktes, die Aufblähung der Unternehmensgewinne durch den zeitlichen Verzug zwischen den kräftigen Orderzuflüssen im Technologiesektor und den entsprechenden Abschreibungen, die Aufwertung nicht börsennotierter Beteiligungen sowie die wachsende Nutzung außerbilanzieller Finanzierungsstrukturen zur Kapitalbeschaffung.

Das lässt uns weiterhin skeptisch hinsichtlich der Zukunftsaussichten des so dominierenden US-Tech-Sektor sein, sowohl was das KI-Geschäft als auch die KI-„Zulieferer“ angeht. Und damit bleiben wir mit voller Überzeugung sowohl Nasdaq 100 wie auch S&P 500 short.

NotYourAdvisor hat das KI-Geschäftsmodell vor kurzem und inspiriert von der legendären „**Bubble Bath Scene**“ mit Margot Robbie im Film The Big Short von 2015 wie folgt zusammengefasst:

“Sie haben wahrscheinlich schon gehört, dass KI alles verändert. Und wann immer etwas alles verändert, fangen Investoren an, gigantische Gebäude zu errichten. Das sind KI-Rechenzentren. Darin befinden sich Tausende teurer Computerchips, die enorme Mengen an Strom verbrauchen, damit Sie einen Chatbot fragen können, ob Hähnchenfleisch noch sicher zu essen ist.





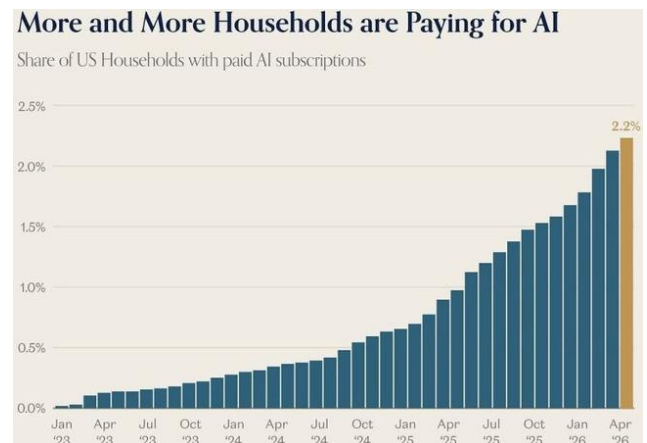
Das Geschäftsmodell ist einfach:

- 1) Die Chips kaufen
- 2) Die Anlagen bauen
- 3) Die Stromversorgung sichern
- 4) Kunden finden
- 5) Enorme Gewinne einfahren

Aber es gibt eine kleine Komplikation. Alle versuchen, das gleichzeitig zu tun. Daher konkurrieren nun Technologieunternehmen, Private-Equity-Firmen, Energieversorger, Immobilienentwickler und möglicherweise sogar Ihr Zahnarzt um dieselben Chips, Transformatoren, Grundstücke und Strom. Die Prognosen gehen davon aus, dass die Nachfrage weiter steigt, die Geräte niemals veralten und die Kunden bereit sind, immer höhere Preise zu zahlen.

Könnte das passieren? – Auf jeden Fall. Geht vielleicht jede dieser Prognosen von derselben perfekten Zukunft aus? – Auch auf jeden Fall. – Aber keine Sorge. Man nennt das ja „Infrastruktur“! (FIRM Selling, Not Your Advisor, Substack, 23JUL2026)

Speziell Punkt 4 des Geschäftsmodells lässt bislang noch zu wünschen übrig. Eine aktuelle Studie kommt zum Schluss, dass 4 Jahre nach dem Start von ChatGPT lediglich 2,2% der US-Haushalte bislang für ein KI-Abo zahlen – und zwar im Durchschnitt 20 USD pro Monat. ChatGPT hat demnach 900 Mio. wöchentliche Nutzer, aber nur 5% davon sind zahlende Abonnenten. Netflix hatte 4 Jahre nach dem Start schon 25% zahlende Kunden, Spotify immerhin 15%.



Zahlende KI-(Privat-) Kunden, @HedgieMarkets, X, 24JUL2026

Natürlich basieren ein Großteil der Einnahmen auf Abos aus dem Unternehmenssektor. Aber auch hier ist keineswegs sicher, wie nachhaltig diese sind, wie die Neuigkeiten über reduzierte KI-Budgets und die jüngsten Trends zur Nutzung chinesischer Open Source Modelle zeigen.

Das lässt uns weiterhin überzeugt davon sein, dass die große Rotation (von Asset Light- / Long Duration-Anlagen zu HALO- / Rohstoff-Anlagen) sich noch in einem Stotter-Start befindet, wie dies ja üblicherweise bei allen bedeutenden Regime-Wechseln im Markt der Fall ist. Wir halten daher an unserer augenblicklichen Substanzwert-Orientierung und auch unseren internationalen Themen auf der Aktienseite fest und sind zuversichtlich, dass wir in den kommenden Monaten wenigstens einen Teil des Rücksetzers aus dem 2. Quartal wieder wettmachen können.





Zur Erinnerung: „Der letzte brutale Bärenmarkt an den Aktienmärkten endete letzten Monat vor 17 Jahren – für viele junge Anleger liegt das fast ein ganzes Leben zurück. Zwischen dem 9. Oktober 2007 und dem 9. März 2009 verlor der S&P 500 55,3%, einschließlich reinvestierter Dividenden. Dadurch sank der Wert jedes investierten Dollars auf weniger als 45 Cent. Der S&P 500 erholte sich erst Ende 2012 wieder und blieb erst dann dauerhaft über seinem Höchststand von 2007.

Seitdem war jeder Rückgang an den Aktienmärkten – vor allem dank einer aggressiven Geld- und Fiskalpolitik – ein Ereignis, das man fast verpasst hätte, wenn man nur kurz wegschaute. Der Corona-Crash von 2020 dauerte nur fünf Wochen und ging dann in einen rasanten Bullenmarkt über. Im Jahr 2022 verloren US-Aktien 18%, doch Ende 2023 erreichten sie bereits neue Rekordhöhen.

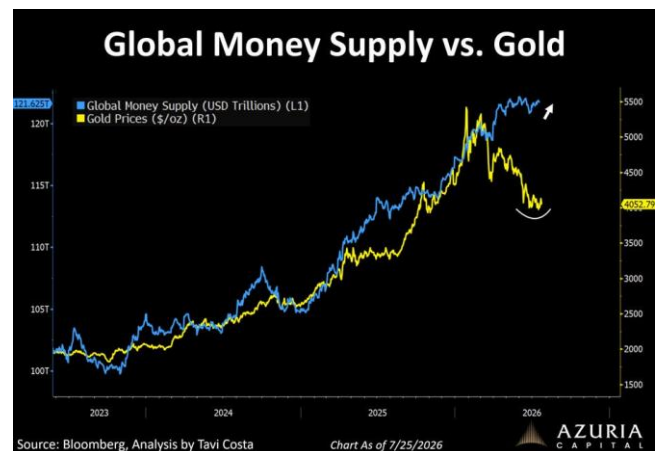
Je jünger man ist, desto größer ist der Einfluss dieser jüngsten Performance auf einen – schließlich investiert man noch nicht lange genug, um Märkte erlebt zu haben, die fallen und sich nicht sofort wieder erholen.“ (Jason Zweig, [WSJ](#), 17APR2026)

In Anbetracht der spekulativen und Bewertungs-Exzesse an den Aktienmärkten ist es an der Zeit, dass diese Erfahrung auch für jüngere Anlegergruppen wieder einmal aufgefrischt wird.

Und zum Schluss noch ein paar Bemerkungen zu unserer momentan ebenfalls ausgeprägten Allokation zu Rohstoff-Aktien und v.a. Gold und Edelmetallen. Diese bleiben weiter im Fokus des IASF, da sie eine probate Anlagealternative in einer Welt darstellen, in der die globale Verschuldung von Rekord zu Rekord steigt und in Reaktion darauf Fiat-Geld konstant (und beschleunigend) abgewertet wird. Wenn die kollektiven Schulden zu hoch sind, um sie durch eine wachsende Wirtschaft abtragen zu können, dann können sie nur weg-inflationiert werden. Denn wie sagte es Luke Gromen, Gründer von FTTT LLC und Makro-Experte par excellence, in einem [Macro Voices Podcast](#) vom 16. April 2026 so treffend:

„Auf lange Sicht gibt es nichts Inflationsfördernderes als eine Regierung, die Geld drucken muss, um ihre Rechnungen zu bezahlen.“

Und diese vom späten Schuldenzyklus geprägte Situation erfordert ein neutrales Reserve-Medium für die Zentralbanken dieser Welt, aber auch für den privaten Sektor, welches sich gegenüber den traditionell vertrauten (US-)Staatsanleihen als verlässlichere und bessere (da Gegenpartei-Risiko freie und Kaufkraft erhaltende) Alternative erweist.



Globale Geldmenge vs Gold – Tavi Costa, [Substack](#), 26JUL2026



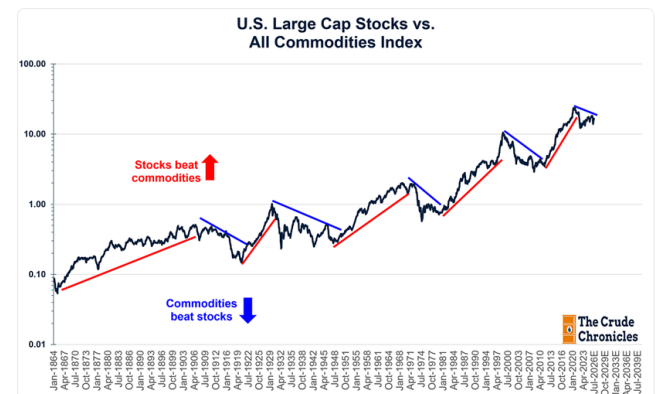


Gold-Marktkapitalisierung in % des globalen Aktienmarktes,
Tavi Costa, [Substack](#), 26JUL2026

Dass eine erneute Phase der Rohstoff- (und damit Substanz-) Dominanz schon begonnen hat, zeigt auch der Chart rechts. Hier wird noch einmal deutlich, dass die Wirtschaft wie auch die Finanzmärkte langfristigen Zyklen unterliegen, die für den geduldgigen Investor die Chance bieten von entsprechend langfristigen Trends zu profitieren. Während der vergangenen 15 Jahre dominierten klar die Finanzanlagen – aber dieser Trend hat jüngst gedreht.

Das ist Gold, und wir sind überzeugt davon, dass es in den kommenden Jahren die Kaufkraft besser erhalten wird als die verzinnten Schuldnerpapiere dieser Welt.

Die relative (Unter-)bewertung des Goldes zeigt sich auch im Verhältnis der globalen Goldmarktkapitalisierung zu der des Aktienmarktes im Chart links. Dieser zeigt das Potential auf, dass der laufende Gold-Bullmarkt noch hat – wobei die Quote auch durch eine Aktienmarktkorrektur steigen kann...



US Large Cap Aktien relativ zu breitem Rohstoffindex,
The Crude Chronicles, [Substack](#), 3JUL2026



Incrementum AG

"Trees that are slow to grow bear the best fruit." Molière

Und so halten wir es wie immer bei der [Incrementum](#) und bleiben auch bei den unvermeidlich vorkommenden Rückschlägen geduldig, beharrlich und diszipliniert in unserem Anlageansatz, wohl wissend, "dass Bäume, die nur langsam wachsen, die besten Früchte tragen" ([Molière](#)).

Und damit schließe ich mit einem finalen Zitat: "Wahres Investieren erfordert, unterschiedliche Anlageklassen und Wertpapiere hinsichtlich ihres Wertversprechens zu analysieren und jene auszuwählen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt die attraktivsten zukünftigen Renditen erwarten lassen. Der Begriff „passives Investieren“ ist daher eigentlich ein Widerspruch in sich. Dass dies überhaupt erwähnt werden muss, ist ein bemerkenswertes Zeugnis der beinahe blinden Hingabe, die die Märkte aufgrund ihrer herausragenden Wertentwicklung bei vielen Anlegern hervorgerufen haben." ([The Felder Report](#), 3JUL2026)

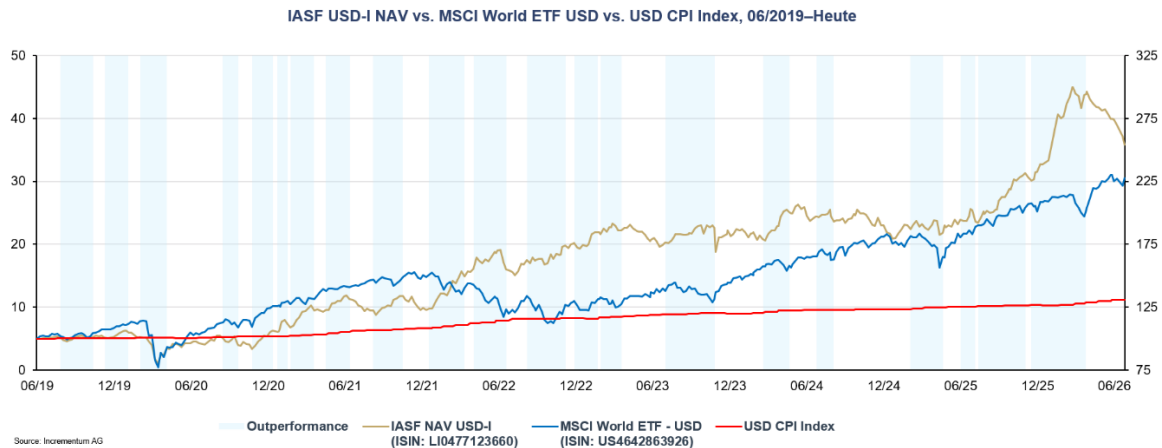




Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Wahrhaftiges aktives Investieren bedeutet, bewusst das Risiko einzugehen, zeitweise erheblich vom blinden Durchschnitt der Finanzmarktindizes abzuweichen, ein Phänomen, das für IASF-Anleger gerade im letzten Jahr nochmal besonders deutlich wurde.



Dieser Herausforderung stellen wir uns seit jeher aus Überzeugung und genau darin sehen wir den Mehrwert, den wir Ihnen als Anleger bieten können. Eines können wir Ihnen dabei weiterhin versprechen: Wir werden Ihr Kapital stets so behandeln und veranlagern, als wäre es unser eigenes.

Damit möchte ich diese Ausgabe der Seasonal Reflections abschließen. Aus Zeit- und Ressourcen-Gründen plane ich diese Berichte in Zukunft nur noch halbjährlich zu verfassen, d.h. jeweils eine Sommer- & Herbst- sowie eine Winter- & Frühlings-Ausgabe. Sollten dazwischen liegende signifikante Änderungen in der strategischen und Portfolio-Ausrichtung auftreten, werden wir darüber ad hoc und in kürzerer Form berichten.

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

Web: www.incrementum.li

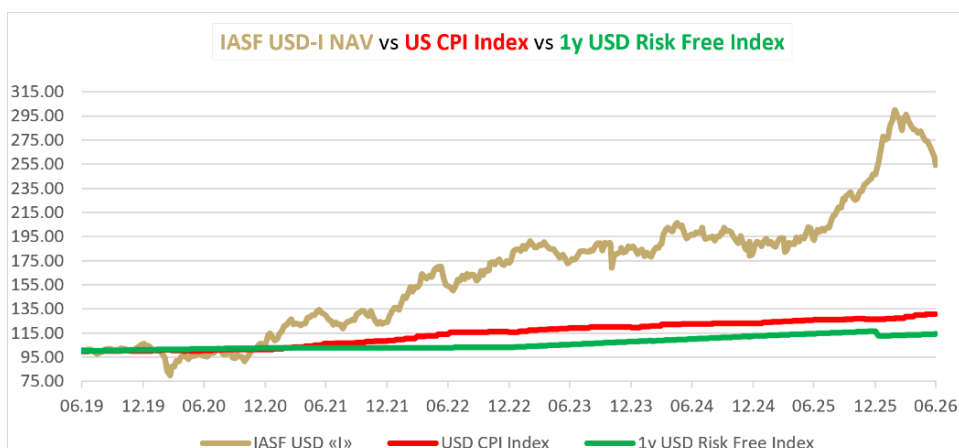
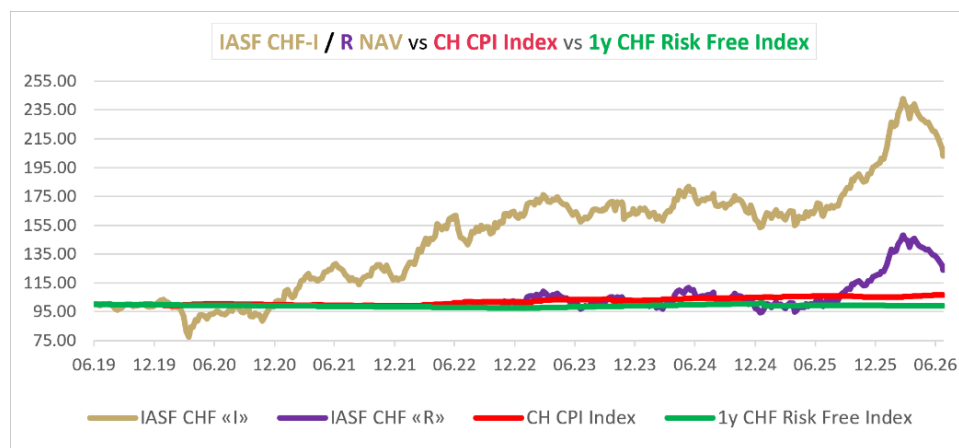
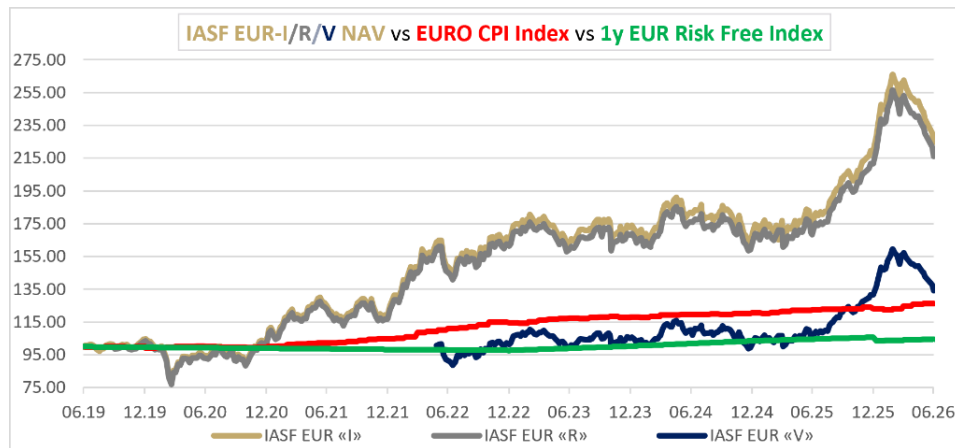




Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Anhang



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (30JUN2026), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile, 2NOV2022 für CHF-R-Anteile) auf indexierter Basis.





IASF – Portfolio Management-Leitlinien

- 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 Leitzatz zu folgen: „Sei ängstlich, wenn andere gierig sind, und gierig, wenn andere ängstlich sind.“
- 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.
- Kapitalerhalt ist die Basis für langfristigen Anlageerfolg.**
Dabei ist eine langfristige, fundamental-basierte Anlagestrategie der Jagd nach Momentum und Trend vorzuziehen.
- Man sollte sich stets bewusst sein, ob man spekuliert oder investiert.**
- Die grundlegendsten und wirksamsten Instrumente des Risikomanagements**
sind eine angemessene Diversifikation sowie die Fähigkeit Liquidität zu halten.
- Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten und Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.**
- Anreizstrukturen haben eine oft unterschätzte Relevanz.**
Wahre Interessenkongruenz wirkt sich langfristig zugunsten der Anleger aus.
- 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 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 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) 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.llbswiss.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) 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.

