



2021 / 03

June / 2Q 2021

Seasonal Reflections

Deutsche Premieren-Ausgabe

(Rote Textpassagen beinhalten Internetadressen, die durch Anklicken aktiviert werden können)

Sehr geehrte Leser.

Herzlich willkommen zur ersten Ausgabe der „**Seasonal Reflections**“ in deutscher Sprache!

Seit mehr als 30 Jahren verfasse ich Investorenbriefe, doch nur die ersten Jahre davon in meiner Muttersprache. Am 14.2.1989 war ich Mitbegründer und in der Folge Geschäftsführer des Aktienclubs ESEC und sammelte so meine ersten wertvollen Erfahrungen im Verwalten von Anlegerkapital.



Beim Blättern in meinen Archiven habe ich das nebenstehende Deckblatt des ersten Geschäftsberichts gefunden. Form und Layout haben sich seitdem verändert – der erste Bericht entstand noch auf einem Commodore Amiga (mit Floppy Disk) und das Cover erforderte exaktes kopieren... – Aber das Bestreben meinen Investment-

Prozess transparent zu machen ist bis heute unverändert geblieben.



Quelle: [Wikipedia](#)

Seit 2019 verwalte ich den **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** und habe in dieser Kapazität seitdem einen regelmässigen Investorenbrief, die **IASF Seasonal Reflections**, verfasst. Dieser wurde aufgrund einer vorwiegend internationalen Anlegerschaft bislang nur in englischer Sprache auf der **Incrementum Homepage** veröffentlicht. Eine zuletzt wachsende Zahl deutschsprachiger Abonnenten hat mich dazu bewogen zu meinen Wurzeln zurückzukehren, und die **Seasonal Reflections** von nun an zweisprachig zu veröffentlichen. – Viel Spass beim Lesen!





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

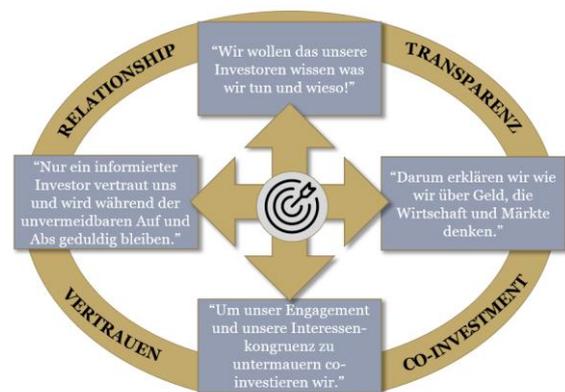
Geburt der Seasonal Reflections

Im Juni 2019 stiess ich als neuester (wenn auch nicht jüngster) Partner zur **Incrementum AG**, einer in Liechtenstein ansässigen und regulierten, unabhängigen Vermögensverwaltungsgesellschaft.

<p>Die Incrementum AG ist eine unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.</p>	<p>Incrementum Unabhängige Investment Partner</p>	<p>2013 gegründet und vollständig im Eigentum der 5 Managing Partner, die zusammen über 130 Jahre Erfahrung in Vermögensanlage und Fondsmanagement verfügen.</p>
<p>Wir sind:</p>		<p>Hauptgeschäftsbereiche:</p>
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Unabhängig in Analyse und Kommunikation ❖ Eine Investment-Boutique mit ganzheitlichem Ansatz ❖ Verlässlicher Partner für Investoren, Kunden und Geschäftspartner 		<ul style="list-style-type: none"> ❖ Fonds Management ❖ Vermögensverwaltung ❖ Research
<p>Mehr Information unter: www.incrementum.li/ www.ingoldwetrust.report/</p>		

In einer zuvor **30-jährigen Karriere** als Anlageberater und Vermögensverwalter habe ich meine Aufgabe nie darin gesehen meinen Kunden die heissesten Anlageprodukte zu verkaufen. Stattdessen ging es immer darum ein global diversifiziertes, aktiv gemanagtes Investment-Portfolio aufzubauen, welches mittel- bis langfristig und im Einklang mit dem Finanzmarktzyklus die Kaufkraft der investierten Gelder erhöht. Mein Ziel beim Schritt in die Selbstständigkeit war es eine solch universale Investmentstrategie innerhalb eines regulierten Investmentfonds anzubieten, dem vermögende Privatkunden unbesorgt ihre Ersparnisse zur professionellen Verwaltung anvertrauen können.

Dies haben wir mit dem **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** vor 2 Jahren umgesetzt! Die **Seasonal Reflections** dienen dabei vor allem dazu, dem Anleger unsere Investment-Strategie transparent zu machen und dabei gleichzeitig auch Rechenschaft über die Entwicklung des Fondsvermögens zu geben. Denn Transparenz schafft Glaubwürdigkeit und Vertrauen, welche im Anlagegeschäft von elementarer Wichtigkeit sind.





Aufgrund des Publikationsaufwands erscheinen die **Seasonal Reflections** quartalsweise. Ich beginne die Berichte in der Regel mit einer Reihe von Zitaten, sowie Hinweisen auf lesenswerte Artikel, bzw. interessante Videos und Podcasts, die jedoch in der Regel in englischer Sprache verfasst sind, weshalb ich diese in der deutschen Version nicht noch einmal aufführe. Wer Interesse hat dort trotzdem zu stöbern, kann dies gern auf den ersten Seiten der englischen Ausgabe tun.

Die **Seasonal Reflections** werden – wie auch die monatlichen Managementkommentare und Factsheets – automatisch an **IASF** Newsletter Abonnenten (vielen Dank an bislang 470 Interessenten!) versandt und stehen zudem auch im **Journal** auf der **Incrementum** Homepage zur Verfügung. Und damit möchte ich in die reguläre Berichterstattung einsteigen.

Der Kampf gegen das Virus

Seit nunmehr 1,5 Jahren befindet sich die Welt unter dem Einfluss der Covid 19-Pandemie, und wir alle haben die Konsequenzen am eigenen Leibe erfahren. Ich selbst habe mich nicht wissentlich infiziert und bin inzwischen geimpft. Aber ich kenne wie wohl jeder Leser Menschen, die infiziert waren – die meisten davon ohne grössere Probleme, aber es gibt auch Ausnahmen. Damit ist klar, dass das Covid-19 Virus nicht zu unterschätzen ist.

Dass der Ausbruch der Pandemie mit viel Sorge und Angst verbunden war, ist damit ebenfalls nachzuvollziehen, und ich habe wie wohl die meisten Leser die zur Verhinderung der Ausbreitung des Virus getroffenen Massnahmen geduldig mitgetragen.



Quelle: Weltgesundheitsorganisation ([WHO](https://www.who.int)), Daten vom 29. Juni

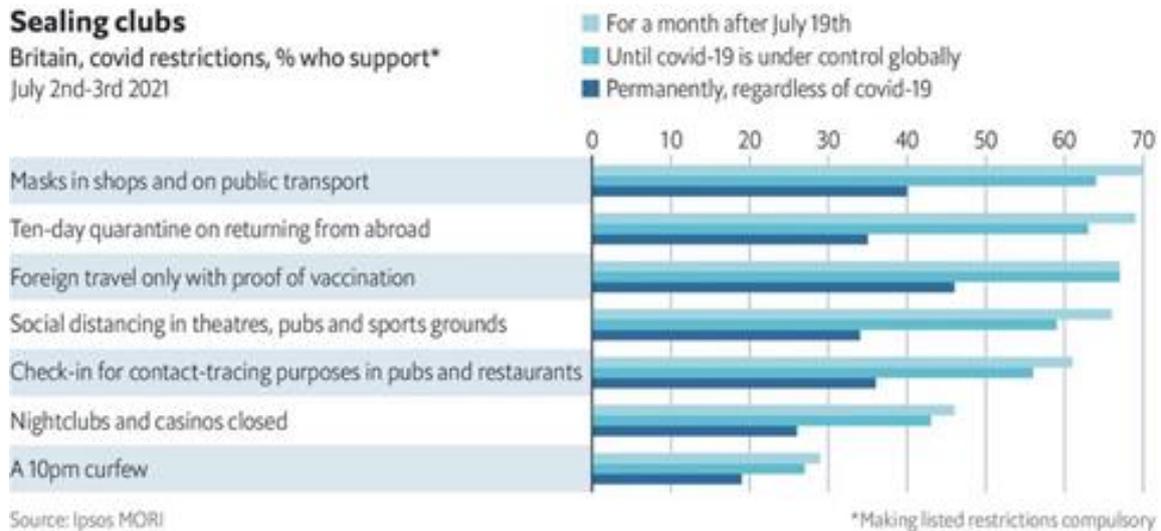
Quelle: [New York Times](https://www.nytimes.com)

Inzwischen hat die Welt jedoch auch die 2. Ansteckungswelle überstanden und dabei gelernt mit dem Virus umzugehen. Hier gibt vor allem die steigende Zahl der Impfungen Grund zum Optimismus, auch wenn zuletzt die Delta-Variante wieder neue Angst schürt, ob wir der Pandemie tatsächlich Herr werden (für aktuelle Zahlen klicken Sie bitte auf die Links unter den Charts). Und Angst ist in diesem Zusammenhang das Phänomen, dem aus meiner Sicht zu wenig Aufmerksamkeit gewidmet wird.



Sealing clubs

Britain, covid restrictions, % who support*
July 2nd-3rd 2021



Source: Ipsos MORI

*Making listed restrictions compulsory

The Economist

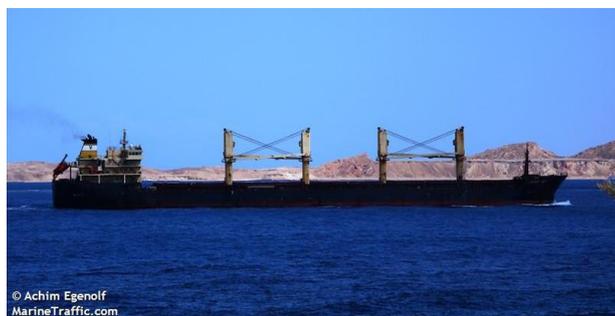
Quelle: Andreas Steno Larsen, @AndreasSteno, [Twitter](#), 11JUL2021

Wenn man sich die kürzlich im Economist veröffentlichten Umfrageergebnisse aus Grossbritannien anschaut, dann spricht die Tatsache, dass ca. ein Drittel der Befragten die oben genannten Massnahmen permanent befürworten würden, für eine in der Tat ausgeprägte Angst. (Ob alle Befragten die befürworteten Massnahmen auch rigoros selbst einhalten würden, darüber lässt sich vermutlich trefflich streiten...)

Diese Angst wurde in erster Linie von der Politik geschürt, was zu Beginn aufgrund der herrschenden Unsicherheit verständlich war. Frei nach dem Motto: Besser auf Nummer Sicher gehen! Inzwischen kann man sich im Umgang mit der Krise jedoch des Eindrucks nicht mehr erwehren, dass es der Politik vorrangig um das geht, was man im Englischen als «CYA (Cover Your Ass)» bezeichnet, nämlich sich gegen alle Eventualitäten abzusichern. Ich habe in früheren Berichten schon sowohl über den Flickenteppich an Massnahmen als auch die (zu?) wenig besprochenen Nebeneffekte berichtet. Letztere reichen von negativen Einflüssen auf die Entwicklung unserer Kinder, über den vielfach erlebten Stress aus der Kombination von Home-Office und Home-Schooling, bis hin zur wachsenden Vereinsamung alter Menschen, für die soziale Kontakte zu Familie und Freunden Lebenselixier sind.

Insbesondere Familien, die durch Landesgrenzen getrennt sind (und dazu gehört meine Familie auch), leiden besonders unter der gewachsenen Bürokratie. In den vergangenen Monaten sind mir viele Beispiele dafür begegnet. Dazu gehören Freunde und Bekannte, die im Sterben liegende Eltern / Verwandte nicht mehr sehen konnten und zum Teil ein Jahr später ihre Familien immer noch nicht besuchen dürfen. – Wenn man bedenkt wie viele Menschen weltweit ausserhalb ihrer Heimatländer leben und arbeiten, um damit daheim ganze Familien zu ernähren, dann wird einem bewusst was die Eindämmungsmassnahmen auch bedeuten.





Quelle: [Marine Traffic](#)

Wie viel Menschlichkeit hierbei auf der Strecke geblieben ist zeigt ein Beispiel aus der internationalen Schifffahrt, die für den IASF zur Zeit von besonderem Anlage-Interesse ist, und von dem ich aus erster Hand erfuhr: Es handelt sich dabei um den Fall des rumänischen Kapitäns der MV Vantage Wave, der am 19. April an Herzversagen auf hoher See verstarb.

Unter normalen Umständen wäre der Tote im nächsten Hafen von Bord genommen und vom verantwortlichen Reeder zur Bestattung in seine Heimat gebracht worden. Aber Todesfälle in Covid-Zeiten sind suspekt, und die Angst vor Ansteckungen oder einfach davor regulatorische Anforderungen nicht einzuhalten hat dazu geführt, dass das Schiff weder in Singapur, Malaysia, Indonesien, Thailand, Vietnam, Philippinen, Japan oder China die Erlaubnis erhielt den Toten von Bord zu bringen.

Die Leiche wird daher seit 3 Monaten in der Kühlanlage des Schiffes zusammen mit den Lebensmitteln für die Crew aufbewahrt. Seit dem 7. Mai liegt das Schiff in Süd-China vor Anker und wartet seitdem auf seine Landungs- und Entladungserlaubnis. Alle Bemühungen des Reeders, des Befrachters und selbst von [Menschenrechtsorganisationen](#) die Leiche von Bord zu bringen haben bisher (Stand Anfang Juli) nichts gefruchtet. Zum jetzigen Zeitpunkt wird auch der Proviant knapp und das Schiff hat nur noch für wenige Tage Treibstoff an Bord. Sämtliche Versuche, wenigstens die Versorgung des Schiffes sicherzustellen, sind bislang ebenfalls fehlgeschlagen.*

Wie kann es dazu kommen, fragt man sich? – Ich denke für die Entscheidungsträger innerhalb des bürokratischen Apparates, welcher zur Verhinderung der Ausbreitung des Virus geschaffen wurde, spielt der Einzelfall keine Rolle. Der Dank für die Lösung eines solchen Falls wird niemals auch nur annähernd das potenzielle Risiko, dass irgendetwas schief gehen könnte und man die Verantwortung dafür übernehmen muss, aufwiegen. Und so isoliert sich unsere doch so offen gewordene Welt wieder zunehmend und viele unserer Werte im Umgang miteinander fallen dem Bestreben der Behörden zum Opfer jegliche Risiken auszuschliessen. Sind wir bereit diesen Preis zu zahlen?

Meine persönliche Meinung dazu ist, dass Covid-19 inzwischen weder eine imminente noch eine unwägbare Bedrohung darstellt. Mit der Entwicklung und Distribution wirksamer Impfstoffe sollte auch die Politik realisieren, dass die Verantwortung für das eigene Risiko im Hinblick auf den Virus wieder dem Bürger überlassen werden kann. Denn wir können nicht weiterhin dem Kampf gegen das Virus, welches sich wohl kaum vollständig ausrotten lässt, alles andere unterordnen.

** Kurzes Update vom letzten Korrekturlesen: Das Schiff ist inzwischen auf dem Weg von Süd-China nach Vietnam; die Leiche ist unserer Kenntnis nach weiterhin an Bord.*

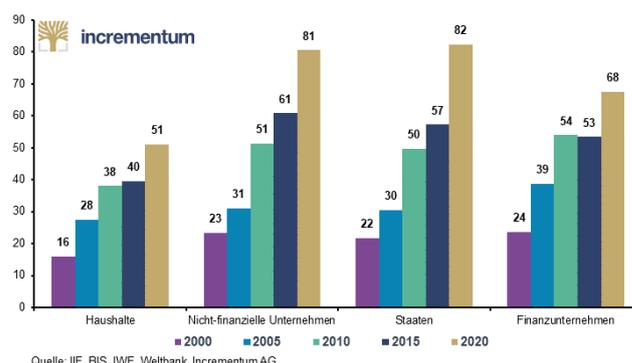
Die Konsequenzen der bisher getroffenen Massnahmen sind schon jetzt gravierend! Denn für die Politik war die Pandemie ein geeigneter Vorwand um sämtliche Hemmungen hinsichtlich der Regelung des Lebens der Bürger sowie bei der Lenkung der Volkswirtschaft, inklusive der damit verbundenen Ausgaben, über Bord zu werfen. In der Rückschau wird sich daher die Covid-19 Pandemie als Katalysator für politische und wirtschaftliche Veränderungen erweisen, die aus unserer Sicht die kommende Dekade prägen werden.

Ein makro-ökonomischer Überblick

Die zurzeit umstrittenste Diskussion unter Finanzmarkt-Profis ist die, ob der in den vergangenen Monaten beobachtete Inflationsanstieg nur vorübergehender Natur ist oder nicht. Und da dies nicht nur aus anlage-strategischen Überlegungen eine wichtige Frage ist, möchte ich hier den makro-ökonomischen Hintergrund in groben Zügen zusammenfassen:

Die vergangenen Jahrzehnte waren durch eine zunehmend interventionistische Wirtschaftspolitik geprägt, bei der die Geldpolitik neben dem traditionellen Ziel der Geldwertstabilität vor allem zur Glättung des Wirtschafts- und Finanzmarktzyklus eingesetzt wurde. Dies ging mit einer Manipulation der Zinsen zur und gar bis unter die Nullgrenze einher, die zu einem drastischen globalen Schuldenzuwachs führte.

Globale Schulden nach Sektoren, in Bill. USD, Q4/2000-Q4/2020



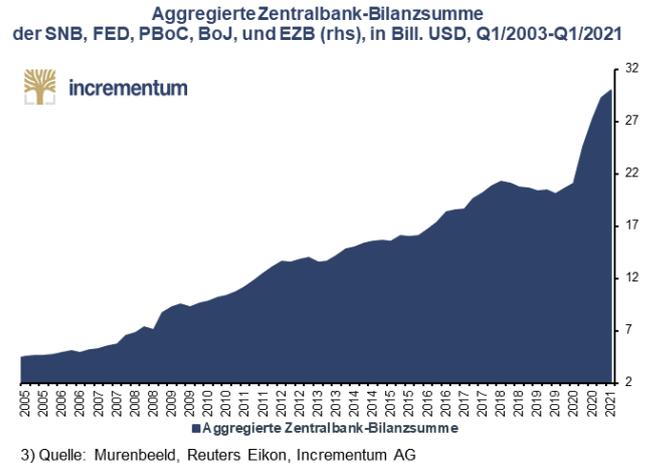
Gleichzeitig wurde in dieser Zeit jedoch nur ein moderater Anstieg der Waren- und Dienstleistungspreise gemessen, was viele Experten gar dazu verleitete, das Ende der Inflation oder doch zumindest deren dauerhafte Eindämmung auszurufen. Als Gründe dafür wurden der technische Fortschritt und verstärktes Produktivitätswachstum aufgeführt. Dämpfende Effekte hatten zudem demographische Entwicklungen (Baby Boomers im letzten Abschnitt ihrer beruflichen Laufbahn = erhöhte Sparquote), sowie die Integration der Schwellenländer in die globalen Produktionsketten. Auf statistische Veränderungen bei der Inflationsmessung, die zur Unterschätzung des effektiven Preisauftriebs führten, habe ich in vergangenen Berichten ebenfalls schon hingewiesen.



Titelblatt *Bloomberg Businessweek*,
22. April 2019



Seit 2008 hat die Geldpolitik zudem verstärkt auf das Instrument direkter Wertpapierkäufe, auch bekannt unter der englischen Bezeichnung «Quantitative Easing» (QE) gesetzt. Dabei kauften die Zentralbanken in erster Linie Staats-, aber auch Unternehmensanleihen und Aktien mit dem Ziel, die langfristigen Zinsen zu senken und so die Kreditvergabe und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzuregen. Diese Politik sollte zudem wachstumsanregende *Vermögenseffekte* zur Folge haben.

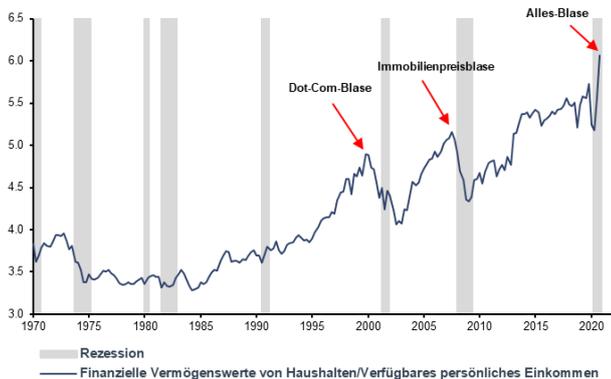


Sie fragen sich jetzt vielleicht was unter *Vermögenseffekten* zu verstehen ist?

Der Preis von Vermögenswerten hängt stark von den Kapitalkosten ab. So führt z.B. ein niedrigerer Kreditzins beim Immobilienkauf dazu, dass man sich bei gleichbleibenden jährlichen Zinskosten eine höhere Kreditsumme leisten kann. Fallende Zinsen sind daher auch der Hauptgrund für den weltweiten Anstieg der Immobilienpreise, und auch bei den Aktienmärkten ist über die vergangenen Jahrzehnte ein klar gegenläufiger Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Zinsniveaus und der Aktienkurse zu erkennen. Die vom Ex-US-Notenbank Präsidenten Ben Bernanke populär gemachte *Vermögenseffekt*-These besagt, dass steigende Vermögenspreise (dadurch, dass man sich «reicher» fühlt) zu steigendem Konsum und damit Wirtschaftswachstum führen.

Das Ziel einer Ausweitung der Kreditvergabe wurde mit einem erneuten Blick auf das Diagramm auf der vorigen Seite zur globalen Schuldenentwicklung offensichtlich erreicht.

Alles-Blase, Q1/1970-Q4/2020



Und auch die Vermögen sind deutlich angestiegen, wie die Wertentwicklung von Finanzanlagen, aber auch von Immobilien und sonstigen Sammlerwerten deutlich macht. Der amerikanische Investor Jesse Felder hat hierzu den Begriff von der «*Everything Bubble*», also der «*Alles-Blase*» geprägt, die sich in dem im Chart festgehaltenen Anstieg der finanziellen Vermögenswerte relativ zu den verfügbaren Haushaltseinkommen zeigt.



Ein unterdurchschnittliches Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahrzehnt zeugt jedoch davon, dass weder die Kreditexpansion noch der *Vermögenseffekt* zu einer deutlichen Steigerung der Ausgabeneigung geführt haben. Woran liegt das?

Nun, ein Teil der Kreditexpansion verpuffte im kurzfristigen Konsum oder wurde z.B. für Aktienrückkäufe verwandt, die keinen nachhaltigen Wachstumsimpuls liefern. Und was den Vermögenseffekt angeht, so sind die Inhaber von Immobilien und Wertpapierdepots vorwiegend im wohlhabenden Teil der Bevölkerung zu finden, der seine Konsumbedürfnisse in der Regel schon vollumfänglich befriedigt. Unseres Erachtens hat diese Politik daher im Ergebnis ihr Ziel verfehlt und stattdessen zum wachsenden Wohlstandsgefälle in den Industriestaaten beigetragen.

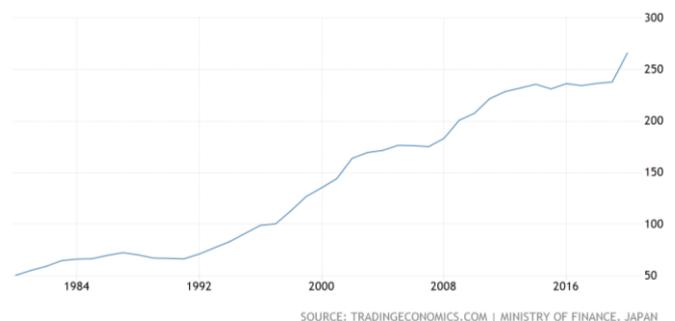
Die so auf null und darunter gedrückten Zinsen haben jedoch einen weiteren wichtigen Effekt gehabt: Wenn Sparer bei ihrem Bedürfnis Vorsorge zu bilden keinen positiven Realzins (= zu erzielender Zins minus Inflation) mehr erzielen können, d.h. ihre Ersparnisse schon durch eine geringe Inflation ständig an Kaufkraft verlieren, dann hat dies wiederum zwei Reaktionen zur Folge.

Die eine ist vorrangig beim klassischen Sparer festzustellen, der sich aufgrund der Feststellung, dass sein Sparguthaben nicht mehr durch Verzinsung wächst, dazu gezwungen sieht mehr zu sparen, um den Kaufkraftverlust auszugleichen – ein Phänomen, das in Japan über Jahrzehnte zu beobachten war. Die andere und wichtigere ist die des privaten Investors, der aus dem sicheren Hafen der Staatsanleihen gedrängt wird und sich zur Erzielung einer erwarteten Minimum-Rendite genötigt sieht anderswo höhere Risiken zu akzeptieren. Dieses «Crowding Out», oder Verdrängungs-Effekt, hat Investorenkapital verstärkt in Aktien, Unternehmensanleihen, aber auch Immobilien umgeleitet und dort die entsprechenden Bewertungsblasen noch verstärkt.

Ein wohl kaum unbeabsichtigter Nebeneffekt dieser inzwischen global weit verbreiteten und tief verwurzelten Nullzins-Politik ist, dass auch hoch- und zunehmend verschuldete Staaten den Bankrott vermeiden konnten. Als klassisches Beispiel dafür gilt inzwischen Japan, ein hoch entwickeltes Industrieland, welches seit mehr als 20 Jahren eine Nullzinspolitik verfolgt, die eine Staatsverschuldung von inzwischen 260% des GDP möglich gemacht hat.



Bank of Japan, Geldmarktsatz, Quelle: [Tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com)



Staatsverschuldung Japan zum BIP, Quelle: [Tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com)



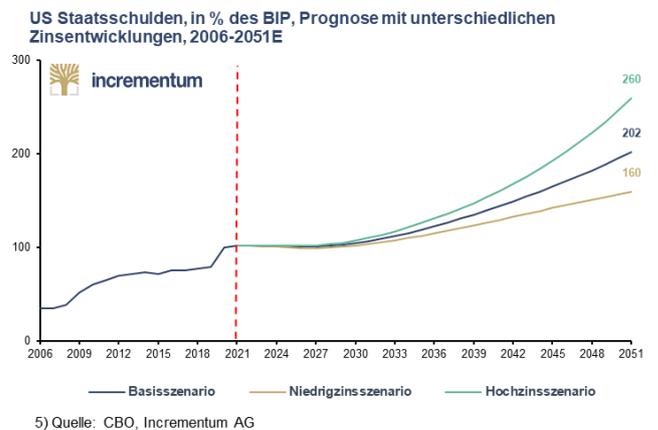


Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

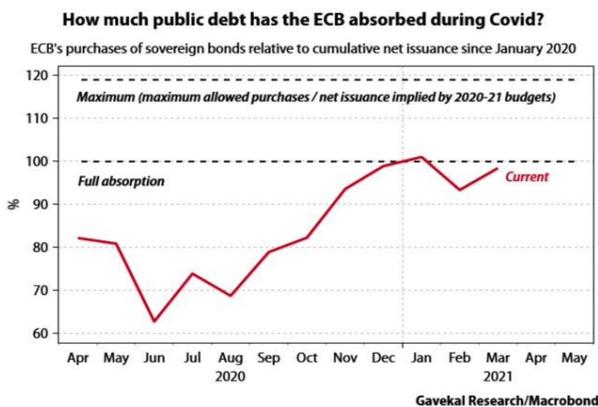
Mit dem Erreichen der Nullzinsgrenze und dem zunehmenden Einsatz von Anleihekäufen durch die Notenbanken hat die Effizienz der Geldpolitik bei der Steuerung des wirtschaftlichen Geschehens jedoch deutlich nachgelassen. Das verhaltene Wirtschaftswachstum und verstärkte Wohlstandsgefälle haben daher zu lauter werdenden Forderungen nach höheren Staatsausgaben geführt. Diese sollen gemäss Konzepten wie der *Modern Monetary Theory* (MMT) durch die Geldpresse finanziert werden. Trotz aller historischer Belege des Gegenteils glauben die Befürworter dieser «modernen» wirtschaftspolitischen Ansätze, dass man solch eine durch die Notenbank finanzierte steigende Staatsverschuldung auch ohne das Aufkommen von inflationären Tendenzen erreichen kann. Aber wie sagt man in der englischen Sprache so schön: «*You Can't Have Your Cake And Eat It, Too...*»

Der bis 2019 noch formidable Widerstand gegen eine derartige schuldenfinanzierte Ausgabenpolitik des Staates, die - und das liegt in der Natur der Sache - mit verstärkten Eingriffen des Staates in die Wirtschaft und das Leben der Bürger einhergeht, wurde in jedem Fall 2020 entscheidend gebrochen, als der Kampf gegen die Covid-19-Pandemie selbst die drastischsten staatlichen Hilfs- und Unterstützungsmassnahmen rechtfertigte.



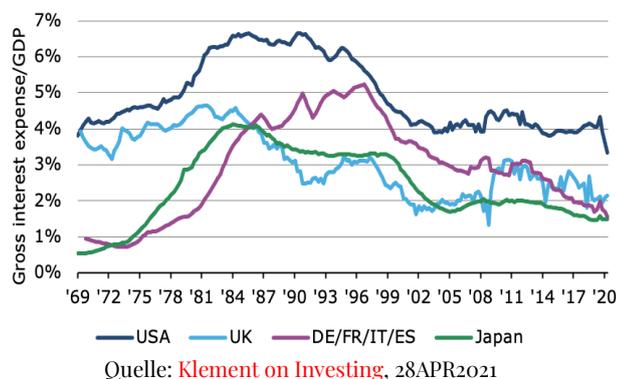
Für die USA ist der Effekt im Chart oben zu sehen, der den deutlichen Sprung der Staatsschulden im Verhältnis zum Brutto-Inlandsprodukt aufzeigt. Staatliche Ausgabenprogramme bemessen sich seither nicht mehr in Milliarden, sondern in Billionen... - Die oben aufgezeigten Prognosen über die weitere Entwicklung stammen übrigens vom Congressional Budget Office (CBO), einem Arm des US-Finanzministeriums. Selbst solch politisch eingefärbte Prognosen lassen eine Netto-Neuverschuldung von 3 Billionen USD im Jahr 2021 erwarten, was etwa 13% der US-Wirtschaftsleistung entspricht.

Die Situation in Europa ist im Übrigen ähnlich...



Quelle: Adam Tooze, @adam_tooze, [Twitter](#), 13JUN2021

Dort wurden zwischen Januar 2020 and März 2021 netto 1,3 Billionen an neuen Staatsanleihen zur Finanzierung der Pandemiebekämpfung herausgegeben. Im selben Zeitraum hat die europäische Zentralbank (EZB) Netto-Käufe von Staatsanleihen in Höhe von 98,5% dieses Betrages getätigt und damit fast die komplette Finanzierung geschultert. - Man ist geneigt sich zu fragen, warum wir nicht schon früher auf diese Idee gekommen sind?

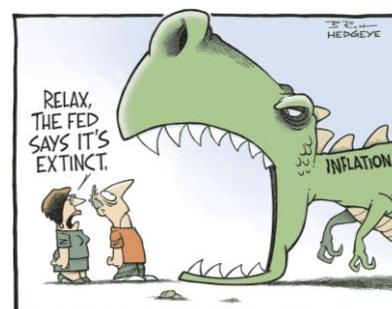


Diese letzte Phase in dem nun schon Jahrzehnte anhaltenden Schuldenzyklus hat nur deshalb so lange andauert, weil die (sich gern als unabhängig bezeichnenden) Zentralbanken den wichtigsten Preis einer Volkswirtschaft durch Ihre Geldpolitik nach unten manipuliert haben. Der anhaltende Zinsrückgang hat dazu geführt, dass eine ständig steigende absolute Verschuldung effektiv weniger kostet.

Das ist wunderbar für den Staatshaushalt, hat aber auch die oben beschriebenen Nebeneffekte, nämlich dass so auch die private Verschuldung immer stärker ansteigt, und damit die Wahrscheinlichkeit, dass diese Schulden irgendwann einmal zurückgezahlt werden können, entsprechend sinkt. Und auch wenn die zeitliche Entwicklung nicht genau vorherzusagen ist, so ist die Entwicklungsrichtung aus unserer Sicht alternativlos! Es gibt unzählige empirische Untersuchungen wie Staaten mit einer Überschuldung umgehen. Diese liegt dann vor, wenn der Staat anhaltende strukturelle Defizite ausweist, d.h. seine Einnahmen systematisch geringer sind als seine Ausgaben.

Eine solche Überschuldung des Staates wird entweder durch einen Konkurs mit Schuldenschnitt oder durch Inflation bereinigt. Ein Forderungsverzicht ist disruptiv und bevorzugt den Schuldner gegenüber dem Gläubiger. Als Griechenland im März 2012 eine teilweise „Umschuldung“ vornahm, wurde der private Sektor zum teilweisen Forderungsverzicht gedrängt: 100 Euro in einer griechischen Anleihe hatte zwar attraktive Zinsen gezahlt, aber am Ende erhielt man einen neuen Korb von griechischen Anleihen, die in Summe nur noch ca. 50 Euro wert waren, deutlich weniger Zinsen zahlten und auch wesentlich längere Laufzeiten aufwiesen. Der Gläubiger verlor, was der Schuldner gewann (geringere Schulden sowie niedrigere Zinsen). Wer sich daran erinnert, wie schwierig es war diese Umstrukturierung auf den Weg zu bringen wird vermutlich zustimmen, dass dies z.B. auf einer pan-europäischen Basis fast undenkbar ist.

Und das ist auch der Grund dafür, dass in der grossen Mehrzahl der Fälle eine Überschuldung des Staates durch Inflation bereinigt wird. Die Inflation lässt das nominale Wachstum (und damit die Steuereinnahmen) stärker steigen. Es handelt sich somit um eine versteckte Form der Steuer, die die reale Schuldenlast des Staates sinken lässt und so hilft, Insolvenzen und Abschreibungen im großen Stil zu vermeiden. Die Kosten trägt dabei der Bürger und hier besonders der Sparer durch eine verringerte Kaufkraft.



Quelle: [Hedgeye](#)



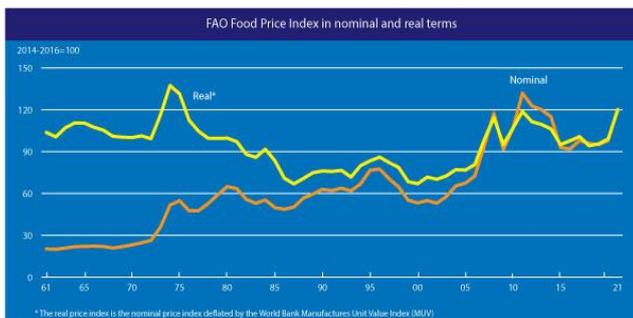
Inflation – Nur ein vorübergehendes Phänomen?

Es ist unbestritten, dass Inflation im Jahr 2021 wieder ein Thema geworden ist, und der nebenstehende Chart spricht diesbezüglich eine deutliche Sprache. Der Sprachgebrauch der Notenbankler wertet diese Entwicklungen jedoch als vorübergehend und vor allem den sogenannten Basiseffekten geschuldet, da sich Preise heute mit denen vor einem Jahr vergleichen, die noch von der ersten Covid-Welle und Ihren Konsequenzen gedrückt waren.



Quelle: [Financial Times](#), 16JUL2021

Ich will hier nicht zu sehr ins Detail gehen, da dies ein komplexes Argument ist, aber die inflationären Tendenzen werden aus meiner Sicht durch zwei wesentliche Triebkräfte beflügelt: Zum einen ist es ein sich entwickelnder Kostendruck (Cost-Push) von der Rohstoffseite (Energie, aber auch Metalle bis hin zu Agrar-Rohstoffen), gekoppelt mit Covid-bedingten Störungen der globalen Lieferketten, die sich in deutlich gestiegenen Transportkosten und Materialknappheiten niederschlagen. Der Energiesektor z.B. hat seit Jahren seine Investitionsbudgets reduziert, d.h. die Substitution von geförderten Mengen durch die Erschließung neuer Reserven (im Englischen: Reserve Replacement) wurde immer weiter zurückgefahren, sodass das Angebotspotential hinter das Nachfragewachstum zurückzufallen droht. Mit dem hohen Gewicht der Energiepreise bei der Messung des allgemeinen Preisniveaus ist hier somit zukünftig kaum mit inflationsdämpfenden Effekten zu rechnen.



Quelle: [FAO Food Price Index](#), bis Juni 2021

Einen wichtigen Einfluss hat auch der Anstieg der globalen Nahrungsmittelpreise, der den Inflationsdruck insbesondere in Entwicklungs- und Schwellenländern erhöht. Aber auch in Industrieländern spielt dies eine Rolle, da steigende Lebensmittelkosten in der Hauptsache und überproportional gering verdienende Haushalte betreffen.

Zusammen mit steigendem politischem Druck hinsichtlich einer Reduzierung des gewachsenen Wohlstandsgefälles ist zu erwarten, dass sich daraus ein erhöhter Lohnkostendruck entwickelt. Schliesslich ist Inflation nirgends so offensichtlich wie beim Lebensmitteleinkauf, der somit einen besonderen Einfluss auf die so wichtigen Inflationserwartungen hat.





Hinweise auf ansteigenden Lohnkostendruck liefert z.B. der Chart nebenan. Dieser fasst die Ergebnisse regelmäßiger Verbraucherumfragen der New York Fed bezüglich des erwarteten Minimum-Lohns für einen möglichen Jobwechsel zusammen. Der jüngste Anstieg der Lohnerwartungen ist klar erkennbar und wird auch in entsprechenden Aussagen von Unternehmerseite reflektiert.



Source: [Der Wellenreiter](#), 21JUL2021

Der zweite Faktor ist die effektive Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Hier hat sich aufgrund des pandemie-bedingten Anstiegs der Staatsausgaben sowie des Wiedereröffnungs-Booms nach Lockerung der Covid-Massnahmen (Stichwort Nachholeffekte) ebenfalls zusätzlicher Preisdruck ergeben. Für das zweite Halbjahr kann jedoch aufgrund des graduellen Auslaufens der fiskalischen Unterstützungsmassnahmen mit einem verlangsamten Nachfragewachstum gerechnet werden, was eines der Hauptargumente für die Erwartung eines nur vorübergehenden Inflationsanstieg darstellt. Die Furcht vor einer erneuten, dritten Covid-Welle könnte hier nochmal verstärkt dämpfend wirken.



Quelle: Global Independence C, [Presentation Snapshot](#), 25JUL2021

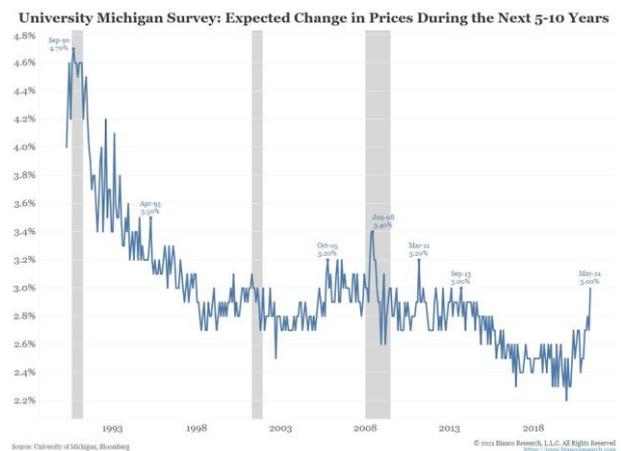
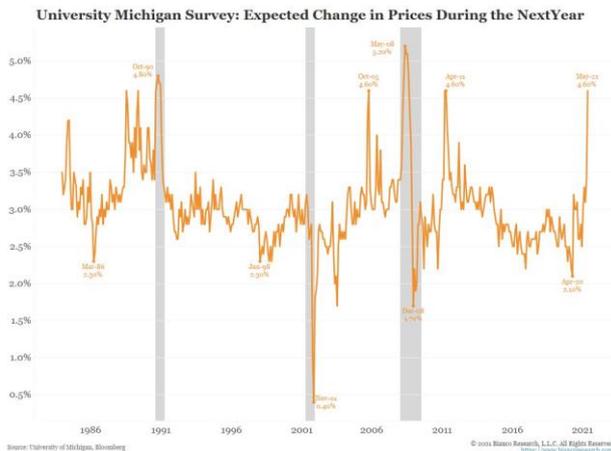
Das Zitat *«Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen»* stammt von Milton Friedman, und weist auf die Bedeutung einer Geldmengenausweitung als Inflationsfaktor hin. Wenn das weiterhin Bedeutung hat, dann spricht das Diagramm nebenan, das das M2-Wachstum in den USA im Vergleich zur Inflation darstellt, eine klare Sprache.

Aber das herkömmliche Verständnis von Inflation ist möglicherweise ohnehin zu eng gefasst, da es sich auf die Preise von Waren und Dienstleistungen beschränkt. Schließlich hat der vergangene Kreditboom einen Anstieg der Vermögenspreise ausgelöst, der sowohl zu einer Immobilien- als auch zu einer allgemeinen Vermögenspreisinflation führte.

Eine nachhaltige Steigerung der Güter- und Dienstleistungspreise wiederum wird stark von Inflationserwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen bestimmt. Auf der Haushaltsseite werden die Erwartungen zusätzlich zu den steigenden Preisen im Supermarkt und an der Tankstelle durch den zunehmenden Mietpreisanstieg geprägt, welcher wiederum ein Ergebnis des beschleunigten Immobilienpreisanstiegs auch in Europa ist. Hier wird Inflation somit ebenfalls auch vom überwiegenden Teil der privaten Haushalte erlebt, der in der Vergangenheit von den Vermögensblasen nur unwesentlich betroffen war, aber zunehmend den Kaufkraftverlust zu spüren bekommt.



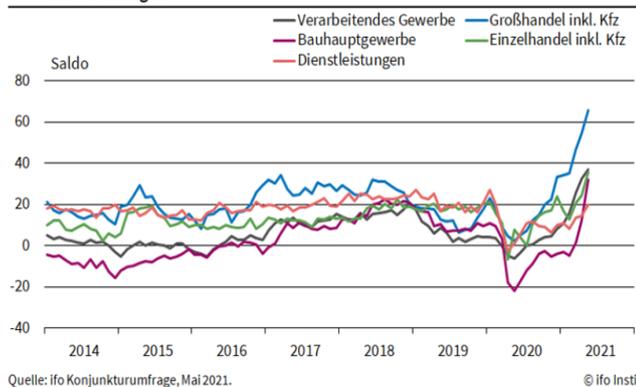
Dies führt also nicht unerwartet zu steigenden Inflationserwartungen der Haushalte, die in der Folge höhere Lohn- und Gehaltsforderungen nach sich ziehen, die wiederum ein wichtiger Faktor für eine nachhaltige Inflationodynamik sind. Und wie die Umfrageergebnisse der University of Michigan unten aufzeigen, ist dieser Anstieg der Inflationserwartungen inzwischen deutlich messbar:



Source: Jim Bianco, @biancoresearch, [Twitter](#), 30MAY2021

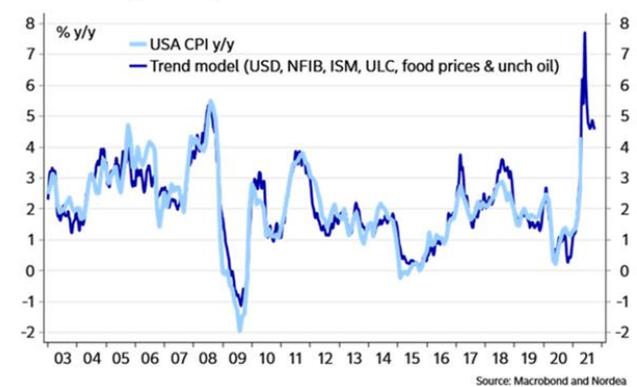
Auch die Industrie reagiert auf den Preisdruck mit steigenden Preiserwartungen.

ifo Preiserwartungen



Quelle: Ifo Konjunkturumfrage, Mai 2021. © Ifo Instt
Source: [Der Wellenreiter](#), 4JUN2021

Chart 1. Our trend model suggests 8% inflation in a couple of months from now. Enough to scare you?



Source: [A 3bps inflation scare! WOW, JUST WOW!](#), Nordea, 14MAY2021

In den USA werden von seriösen Beobachtern im Laufe des Jahres Konsumentenpreissteigerungen von 8% erwartet (s. Chart oben rechts). Auch wenn dies wohl nur eine kurzfristige Übertreibung darstellt, so deuten die Zeichen doch auf langfristig höhere Inflationen hin als die, die wir über die vergangene Dekade gewohnt waren. Dem halten die Befürworter eines anhaltend deflationären Umfeld entgegen, dass langfristige Zinsen nach dem Anstieg im 1. Quartal zuletzt wieder deutlich zurückfielen, und leiten daraus ab, dass Investoren ein feines Gespür für eine kommende wirtschaftliche Verlangsamung und eine nur vorübergehende Inflationserhöhung haben.

Finanzmärkte – Leichtsinnsinn oder weise Voraussicht?

Bevor wir weitermachen, möchte ich noch auf folgendes hinweisen:

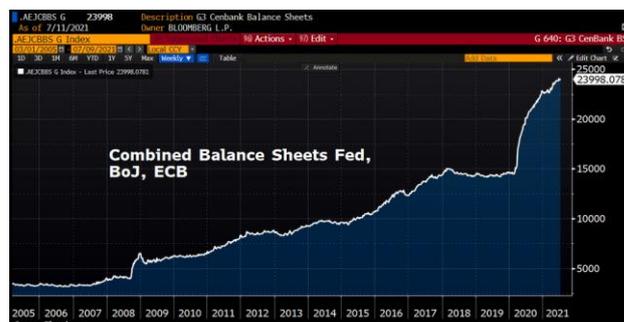
Alle in diesem Dokument enthaltenen Analysen, Annahmen und Ansichten basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und geben die persönliche Einschätzung des Autors wieder. Zudem wurden alle in diesem Newsletter enthaltenen Informationen vom Autor aus Quellen zusammengestellt, die er für zuverlässig hält. Weder er noch die Incrementum AG, übernimmt jedoch eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Dieser Newsletter wird nur zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten herausgegeben und ist keine Empfehlung für eine Anlage in individuellen Anlagegegenständen, Anlageklassen oder im Incrementum All Seasons Fund. Historische Wertentwicklungen geben zudem keinen Aufschluss über zukünftige Resultate, und der Wert von besprochenen Einzelanlagen wie auch des Fonds kann sowohl steigen als auch fallen. Falls Sie eine Anlageberatung wünschen, wenden Sie sich bitte an einen zugelassenen Anlageberater, oder nehmen Sie Ihre eigene Investment-Analyse vor.



Der im 2. Quartal zu beobachtende Rückgang der langfristigen Zinsen für 10- oder gar 30-jährige Anleihen ist in der Tat bemerkenswert. 10-jährige US-Staatsanleihen stiegen im Jahresverlauf von 0,92% auf 1,78% im März, bevor sie erst graduell und zuletzt beschleunigt auf ein Juli-Tief von 1,04% zurückfielen, was viele Marktteilnehmer in ihrer Sicht bestätigte, dass der Inflationsanstieg nur kurzfristiger Natur ist.

Ich halte dies für eine leichtsinnige Interpretation. Zum einen war diese Bewegung nirgendwo so ausgeprägt wie in den USA. In Deutschland z.B. stiegen die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen lediglich von -0,57% auf -0,07% im Mai, bevor sie zuletzt wieder auf -0,4% zurückkrutschten.

Zum anderen sind die Anleihenmärkte das Auffangbecken der gigantischen Anleihenkäufe der Zentralbanken, deren ausgewiesener Zweck es ist, die langfristigen Zinsen gegen Null zu manipulieren. Mit anderen Worten, ohne diese preis- und rendite-unsensitiven QE-Käufe würden die langfristigen Zinsen längst auf einem deutlich höheren Niveau liegen.



Source: Holger Zschaepitz, @Schuldensuehner, [Twitter](#), 11JUL2021

Wie hoch? – Nun, ein privater Investor, der sich mit dem Kauf von Staatsanleihen eine risikoarme langfristige Einkommensquelle zu sichern sucht, würde doch zumindest den Erhalt seiner Kaufkraft über die Laufzeit der Anleihe erzielen wollen. Historisch lagen langfristige Anleiherenditen im Schnitt ca. 2% über der zu erwartenden Inflation, was als Risikopuffer für die durch die Laufzeit bedingte erhöhte Preis-Unsicherheit angesehen werden konnte. Selbst unter der Annahme, dass sich die momentan ansteigende Inflationsdynamik umkehren würde und sich die Inflationsraten langfristig um die 2% einpendelten, würde das Renditen im Bereich von ca. 4% (positiv!) bedeuten, und dies nur bei den finanziell stärksten Staaten. Eine Reihe von Ländern der Eurozone, aber auch Japan würden bei solchen oder höheren Zinssätzen voraussichtlich als zahlungsunfähig eingestuft werden...

Als Leser fragen Sie sich am besten selbst, ob Sie Ihre Ersparnisse in Staatsanleihen Ihres Landes halten, und falls nicht, warum nicht? – Meiner Meinung nach wird kein frei und rational handelnder Investor den damit zu erwartenden garantierten Kaufkraftverlust sowie je nach Laufzeit ein zusätzliches nicht unerhebliches Kursrisiko in Kauf nehmen. Aktiv sind in diesen Märkten neben den Zentralbanken nur noch institutionellen Investoren, hier v.a. Banken, Versicherungen und Pensionskassen, die oft durch regulatorische Auflagen angehalten sind in Staatsanleihen zu investieren. Stattdessen sehe ich technische und marktstrukturelle Gründe für den zuletzt erfolgten Renditerückgang in der Verantwortung und erwarte, dass sich der Zinstrend in der 2. Jahreshälfte wieder drehen wird.

Überhaupt war das erste Halbjahr eines der verrücktesten, die ich je erlebt habe. Im Hinblick auf die Anleihemärkte wäre noch zu erwähnen, dass die Renditeunterschiede für Unternehmens- und Hochrisiko-Anleihen wieder auf rekordtiefe Niveaus gesunken sind. Man könnte den Eindruck erlangen, dass die Anleger alle Risikoerwägungen ausschalten und nur noch die Rendite zählt. Dies wäre nicht verwunderlich, wenn man bedenkt, dass sie in der jüngeren Vergangenheit immer wieder durch Notenbank-Interventionen vor grösseren Abschreibungen bewahrt blieben.

Gleichzeitig drängt immer mehr Kapital in Aktien und andere risikobehaftete Anlagen. Insbesondere die Aktienmärkte setzten im 1. Halbjahr – und hier v.a. im 1. Quartal – neue Massstäbe bei den spekulativen Exzessen, über die ich in den [SR Nr. 1](#) im Februar teils schon berichtete.

Der IPO-Boom, SPACs (Special Purpose Acquisition Companies, d.h. börsennotierte Gesellschaften, die Kapital aufgenommen haben, um damit private Firmen aufzukaufen), “Meme-Stocks” (in Social Media-Kanälen aufgebauchte Aktien), aber auch Exzesse im Bereich Cryptowährungen, bei NFTs, oder der Erfolg der «Free Trading»-App [Robinhood](#) belegen, dass Retail-Investoren massiv involviert sind.





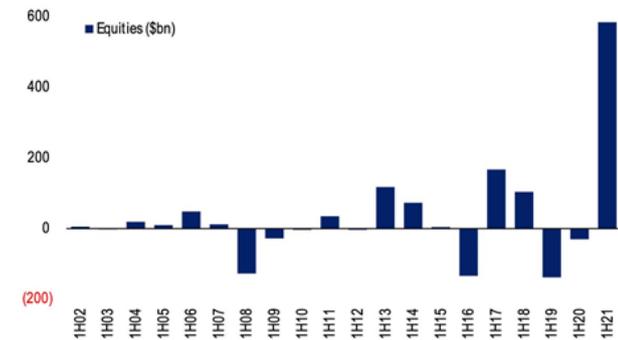
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Wie so oft ist dabei die Spekulation in den USA am ausgeprägtesten, zieht aber wie immer den Rest der Welt mit. Experten der BoA / EPFR haben berechnet, dass globale Aktienfonds im 1. Halbjahr Mittelzuflüsse von 580 Mrd. USD verzeichneten. Dies übertraf nicht nur bei weitem alle 1. Halbjahres-Zuflüsse sondern annualisiert auch die akkumulierten Zuflüsse der vergangen 20 Jahre...

Chart 3: H1 annualized inflow to equities largest ever

Equity flows in H1 (\$bn)

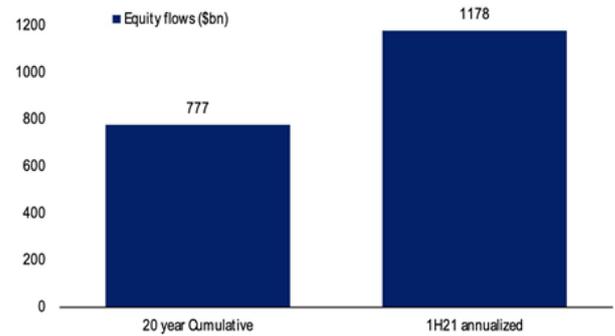


Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR; note H1'21 is annualized

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 4: H1 annualized equity inflows greater than prior 20 years

Annualized equity flows in H1 vs cumulative historical (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR; note H1'21 is annualized

BofA GLOBAL RESEARCH

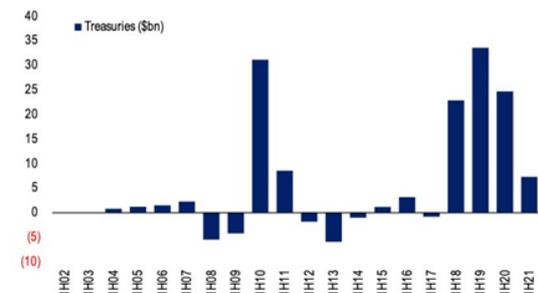
Quelle: [Financial Times](#), 5JUL2021

Der Grund? Die tiefen nicht vorhandenen Zinsen, am besten veranschaulicht anhand von insgesamt 12 Bio. \$ an (nominal, d.h. vor Inflation) negativ rentierenden Anleihen. Dies lässt die Aktienanlage als einzige verbleibende Alternative - zumindest unter den täglich liquiden Finanzanlagen - erscheinen. Der Boom bei Private Equity / Private Credit, sowie bei den Preisen für Immobilien oder Kunst zeigt, dass Anleger auch in weniger liquiden Märkten nach Alternativen suchen. Da wir uns hier jedoch mit den Finanzmärkten beschäftigen, möchte ich noch die folgenden Charts aufführen:

Das erste Paar zeigt die gemessenen Zuflüsse in US-Staatsanleihen (sinkend) und US-inflationsgeschützte Anleihen (Rekordzufluss). Unsere Sorge, dass wir uns in einer inflationären Phase befinden, wird damit offensichtlich von Anleihe-Investoren geteilt.

Chart 5: H1 annualized inflow to Treasuries falls to recent lows

Treasuries flows in H1 (\$bn)

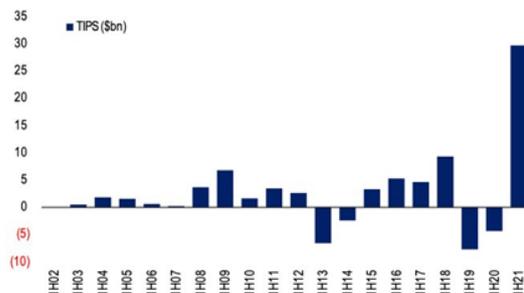


Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR; note H1'21 is annualized

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 6: H1 annualized TIPS inflows greater than prior 20 years

TIPS flows in H1 (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR; note H1'21 is annualized

BofA GLOBAL RESEARCH





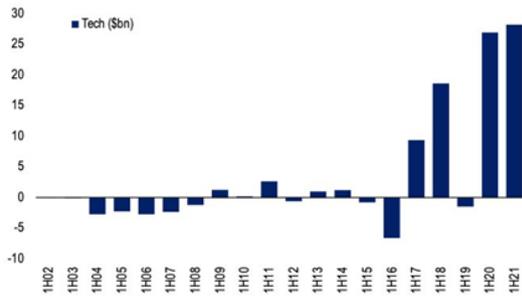
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Auf der Aktienseite ist es nicht verwunderlich, dass die grössten Zuflüsse im Technologiesektor (schon seit 2017 DER Magnet für Neuanlagen), sowie im Finanzsektor (insbesondere im 1. Quartal aufgrund einer steileren Renditestrukturkurve), erfolgten.

Chart 7: H1 annualized inflow to tech largest ever

Tech flows in H1 (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR; note H1'21 is annualized

BofA GLOBAL RESEARCH

Chart 8: H1 annualized financials inflows greater than prior 20 years

Financials flows in H1 (\$bn)



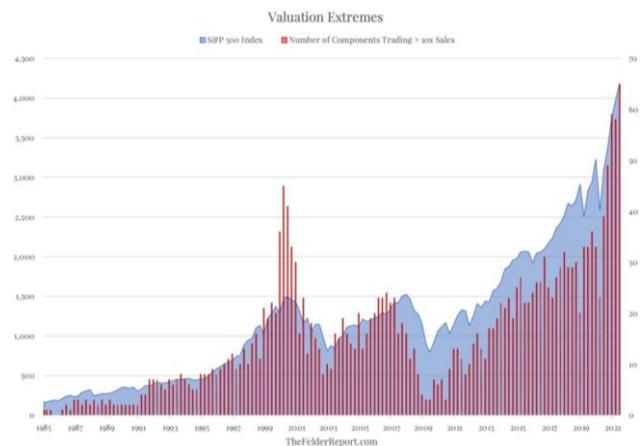
Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR; note H1'21 is annualized

BofA GLOBAL RESEARCH

Quelle: Robin Wigglesworth, @RobinWigg, [Twitter](#), 2JUL2021

Zu bedenken ist hier jedoch, dass Zuflüsse in den Markt eigentlich nicht stattfinden. Jedem Kauf einer Aktie steht am Sekundärmarkt immer ein Verkäufer gegenüber, d.h. der Käufer zahlt für den Kauf einer Aktie den Preis, zu dem der Verkäufer dieselbe Aktie verkauft, wofür er im Gegenzug das Geld des Käufers erhält. Die Preisentwicklung am Markt wird damit vorrangig durch die Bereitschaft der Anleger bestimmt, immer höhere Preise in der Hausse zu zahlen, bzw. auch tiefere Preise in der Baisse zu akzeptieren. Und auch wenn sich das Angebot an Aktien z.B. durch Börsengänge oder auch Aktienrückkäufe der Unternehmen verändert, so bestimmt letztlich die Risikoneigung der Anleger die Preisbildung am Markt, die wiederum von den Investmentalternativen beeinflusst wird.

Die Inflation am Aktienmarkt lässt sich am besten durch die Entwicklung von allgemeinen Bewertungskennziffern aufzeigen. Die üblichen Kandidaten sind z.B. das Kurs-Gewinnverhältnis, oder auch der Preis-zu-Buchwert. Bemerkenswert ist, dass im S&P 500 inzwischen mehr als 60 Gesellschaften eine Marktkapitalisierung von mehr als dem 10-fachen der jährlichen Umsätze aufweisen, eine Zahl, die selbst während der Technologieblase um die Jahrhundertwende nicht erreicht wurde.



Source: Greg, @GS_CapSF, [Twitter](#), 13MAY2021





Auf dieses spezielle Bewertungsniveau bezog sich der ehemalige CEO von Sun Microsystems, Scott McNealy, in einem [Bloomberg Interview](#) im März 2002, als er mit Bezug auf die im Hoch der Technologieblase 2000 mit dem 10-fachen Umsatz bewertete Aktie seines Unternehmens folgendes zum Besten gab: *«Beim 10-fachen des Umsatzes muss ich Ihnen, um eine 10-jährige Amortisation Ihres Investments zu erreichen, 10 Jahre lang 100% des Umsatzes der Gesellschaft in Form von Dividenden auszahlen.»*



Quelle: [Wikipedia](#)

Das setzt voraus, dass ich dazu die Bewilligung der Aktionäre erhalte. Das setzt voraus, dass ich keine Produktionskosten habe, was für eine Computerfirma sehr schwierig ist. Das setzt voraus, dass ich keine sonstigen Ausgaben habe, was bei 39.000 Mitarbeitern noch schwieriger ist. Das setzt voraus, dass ich als Unternehmen keine Steuern zahle, was ausserordentlich schwierig ist. Und das setzt voraus, dass Sie keine Steuern auf Ihre Dividenden zahlen, was illegal ist.



Quelle: [The Felder Report](#), 26OCT2017

Und das setzt voraus, dass ich ohne Ausgaben für Forschung & Entwicklung das Umsatzniveau für die nächsten 10 Jahre beibehalten kann.

Würde vor diesem Hintergrund jemand von Ihnen nochmal meine Aktie für \$64 kaufen? Ist Ihnen klar, wie lächerlich diese Grundannahmen sind? – Sie brauchen keine Transparenz. – Sie brauchen keine Fußnoten. – Was haben Sie sich nur dabei gedacht?»

Mit mehr als 30 Jahren Investment-Erfahrung war die Technologie-Blase und ihr Platzen eine der prägendsten Erfahrungen meiner beruflichen Karriere, und ich erinnere mich nur zu gut daran wie losgelöst von jeglichen Fundamentaldaten die Investoren damals investierten. Der Chart auf der vorigen Seite lässt vermuten, dass sich die Geschichte reimt, und die heutige Generation von Investoren den Fehler fundamentale Daten und Zusammenhänge zu ignorieren wiederholt.

Genau wie zur Jahrhundertwende weist das momentane Bewertungsniveau darauf hin, dass die Anleger nicht an Unternehmensgewinnen oder Dividenden interessiert sind. Dies ist meiner Meinung nach das Ergebnis der Nullzinspolitik des letzten Jahrzehnts. Die Anleger sind inzwischen daran gewöhnt, dass ihre «Investments» keine regelmässigen Renditen mehr abwerfen. Und so werden die abenteuerlichsten Wachstumsaussichten mit immer höheren Preisen belohnt. Dabei wird jedoch eine fundamentale Anlageerkenntnis ausser Acht gelassen. Wenn ich einen Eigentumsanteil an einer Gesellschaft und deren zukünftig zu erwartenden Cashflows und Liquidationswert erwerbe, dann ist meine Rendite von der Höhe des gezahlten Preises abhängig.





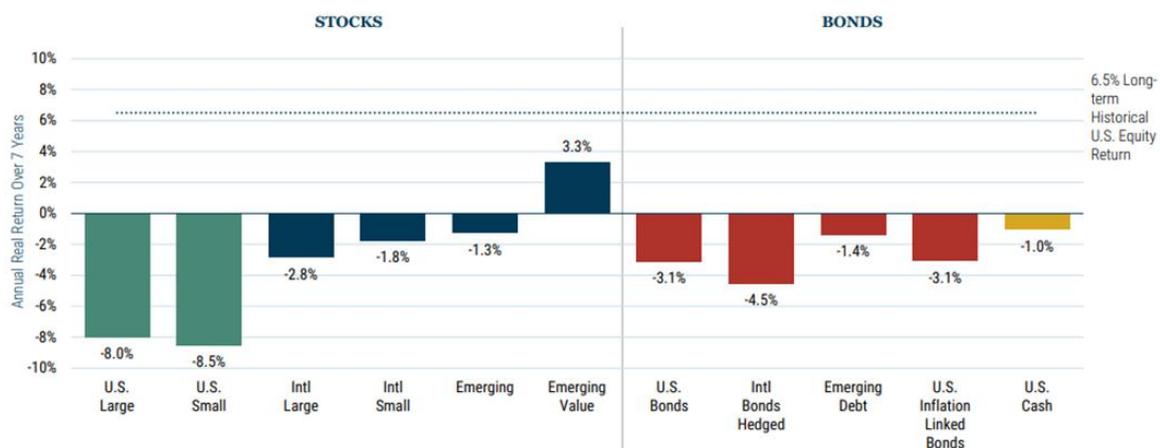
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Der Investment-Manager [GMO](#) aus Boston veröffentlicht auf Basis der vorliegenden fundamentalen Marktbewertungen und unter gewissen Wachstumserwartungen inklusive der Annahme, dass die US-Inflationsrate sich langfristig bei 2,2% einpendelt, die folgende Schätzung der jährlichen Erträge einzelner Assetklassen über die kommenden 7 Jahre:

7-YEAR ASSET CLASS REAL RETURN FORECASTS*

As of June 30, 2021



Source: GMO

*The chart represents local, real return forecasts for several asset classes and not for any GMO fund or strategy. These forecasts are forward-looking statements based upon the reasonable beliefs of GMO and are not a guarantee of future performance. Forward-looking statements speak only as of the date they are made, and GMO assumes no duty to and does not undertake to update forward-looking statements. Forward-looking statements are subject to numerous assumptions, risks, and uncertainties, which change over time. Actual results may differ materially from those anticipated in forward-looking statements. U.S. inflation is assumed to mean revert to long-term inflation of 2.2% over 15 years.

Quelle: [GMO](#)

Verehrte Leser, Ihr Auge täuscht Sie nicht: Die Analysten der GMO erwarten aufgrund der vorherrschenden fundamentalen Bewertungen, dass z.B. gross-kapitalisierte Aktien in den USA in den nächsten 7 Jahren ANNUALISIERTE VERLUSTE von 8% erzielen werden. Dies ist auch im Zusammenhang mit der Portfoliositionierung des IASF relevant. Dazu später mehr.

Dies ist jedoch konträr zu den Ertragserwartungen der Investoren, die gemäss einer globalen Umfrage der Natixis für 2021 einen Ertrag von 13% über der Inflationsrate (also real) erwarten, und langfristig sogar 14,5% Realertrag (p.a.). Selbst Anlageprofis, wenn auch moderater in ihren Erwartungen, gehen von 5,3% Realertrag aus. Diese Erwartungen erscheinen vor dem Hintergrund negativer Realverzinsung bei festverzinslichen Anlagen und z.B. einem gemäss [Investopedia](#) im Durchschnitt bei etwa 8% liegenden nominalen jährlichen Anstieg des S&P 500 seit 1957 (als der Index auf 500 Titel aufgestockt wurde) vollständig unrealistisch.



All Seasons Investing – Wie verwalten wir die uns anvertrauten Gelder?

Bei meinen Erstlesern möchte ich mich an dieser Stelle für Ihre Geduld bis hierher bedanken. In der Kürze liegt die Würze ist leider noch nie mein Motto gewesen, und in meinem Bestreben Ihnen eine gute Grundlage für das Verständnis unseres Investmentansatzes zu vermitteln, bin ich wohl etwas über das Ziel hinausgeschossen. Aber nun endlich zur Frage, wie wir in dem so beschriebenen Umfeld die Investorengelder im **Incrementum All Seasons Fund** veranlagen?

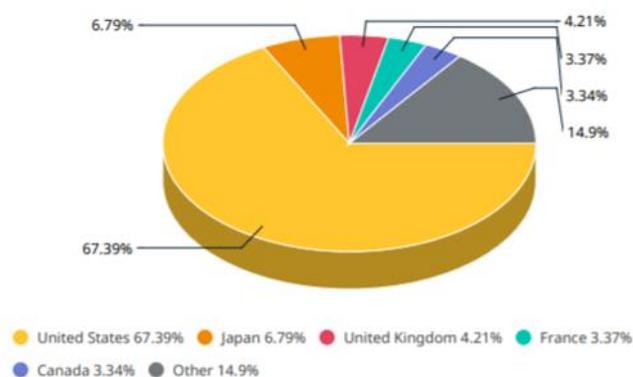
Auf der Incrementum Webseite beschreiben wir das Fonds-Mandat so: ***Der IASF verfolgt eine universelle, globale Investmentstrategie, die alle Anlageklassen beinhaltet und seine Investments im Einklang mit der Wetterlage an den Finanzmärkten vornimmt. Da wir nicht index- und trend-, sondern themen- und wert-orientiert investieren, verzichten wir auf den Einsatz von Benchmarks. Gleichzeitig bieten wir unseren Investoren durch unser regelmässiges Reporting volle Transparenz, sowohl was strategische Überlegungen und Portfoliopositionierung betrifft als auch bezüglich unserer Einschätzung der sozio-ökonomischen und politischen Entwicklungen, die unsere Anlageentscheidungen beeinflussen. Unser Ziel ist es, ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum des Anlagevermögens über den Marktzyklus zu erreichen, und wir haben zur Unterstreichung der Interessenkongruenz mit unseren Anlegern ein Eigeninvestment im Fonds getätigt.***

Aber wie stellt sich das in der Umsetzung dar? – Nun, die Basis für unsere generell flexible Portfolioausrichtung stellt der auf den ersten Seiten beschriebene makroökonomische Hintergrund dar. Dieser lässt uns zum Schluss kommen, dass 2021 Anleihen praktisch un-investierbar und Aktien historisch teuer sind, während die meisten internationalen Währungen systematisch entwertet werden.

Für Finanzinvestoren wie uns ergibt sich damit fast schon alternativlos eine Anlagemischung aus Aktien und Cash / Liquidität.

Wie schon berichtet sind aus einer globalen Perspektive und auf Indexbasis (also im Durchschnitt) US-Aktien mit Abstand am teuersten. Gleichzeitig repräsentieren sie gemäss dem MSCI World Index mehr als zwei Drittel der globalen Marktkapitalisierung.

COUNTRY WEIGHTS



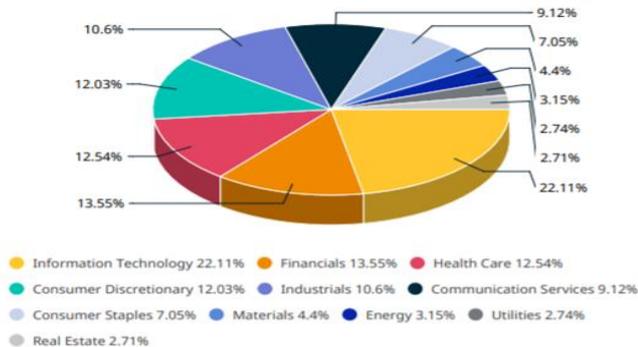
Quelle: [MSCI World Index Factsheet](#), June 2021



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

SECTOR WEIGHTS



TOP 10 CONSTITUENTS

	Float Adj Mkt Cap (USD Billions)	Index Wt. (%)	Sector
APPLE	2,299.30	3.97	Info Tech
MICROSOFT CORP	1,941.03	3.35	Info Tech
AMAZON.COM	1,472.49	2.54	Cons Discr
FACEBOOK A	836.40	1.44	Comm Srvc
ALPHABET C	738.87	1.28	Comm Srvc
ALPHABET A	734.34	1.27	Comm Srvc
TESLA	521.93	0.90	Cons Discr
NVIDIA	495.26	0.86	Info Tech
JPMORGAN CHASE & CO	474.63	0.82	Financials
JOHNSON & JOHNSON	433.05	0.75	Health Care
Total	9,947.29	17.18	

Quelle (alle): [MSCI World Index Factsheet](#), June 2021

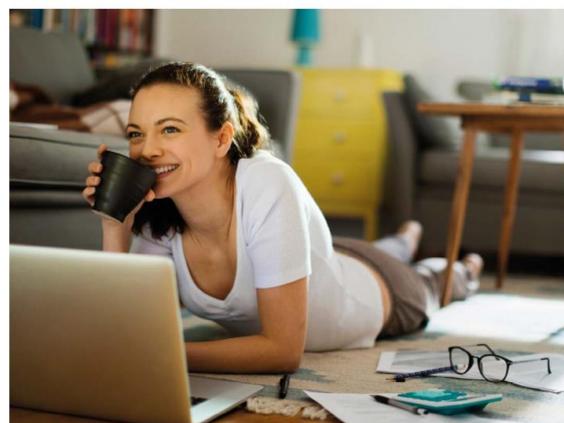
Kaum überraschend besteht damit die Liste der 10 höchstkapitalisierten Aktien weltweit ausschliesslich aus US-Aktien, und die Top 8 sind alle dem Technologiebereich zuzuordnen, der weltweit fast ein Viertel des Gesamtgewichtes ausmacht. Dies macht das Investieren im heutigen Umfeld so herausfordernd: Nicht in (US) Tech investiert zu sein stellt ein enormes Handicap beim Versuch dar auch nur eine Index-Performance zu erzielen, was eine grosse Zahl von aktiven Fondsmanagern in den vergangenen Jahren zur Geschäftsaufgabe gebracht hat.

Dies bringt mich zu einem weiteren wichtigen Punkt. Die globalen Aktienmärkte werden heute von passiven Investments dominiert. Darunter versteht man index-bezogene Investments, d.h. es wird nicht mehr aktiv investiert, also selektiert, welche Aktien das beste Potential bieten, sondern es erfolgt ein Investment durch Vehikel, die simpel und kostengünstig Aktienindices nachbilden. Dies können Länder-Indices sein wie der S&P 500 oder der DAX, oder sektoren-abbildende Vehikel, die z.B. einen Index von Pharma-Aktien nachbilden, oder aber Themen-Indices, wie besonders innovative Aktien. Als Vehikel dient in der Regel der ETF (Exchange Traded Fund), also ein kollektives Investmentvehikel (=Fonds), welches alle Mittelflüsse proportional zum unterliegenden Index veranlagt. – Wie das geht und wie leicht und profitabel das ist zeigt z.B. das folgende Ergebnis meiner Internetsuche...

Was ist passives Investieren?

Einfach gesagt: Passives Investieren bedeutet, Kapital bedacht und langfristig an den Börsen einzusetzen. Anleger, die diese Strategie fahren, halten ihre Wertpapiere auch bei Börsencrashes oder Hochphasen. Sie versuchen nicht, die Kurse zu lesen und zusätzlichen Gewinn durch Spekulationen zu erzielen. Die Rendite, die sie erzielen, ist das, was der Markt hergibt und wie er sich entwickelt. Allerdings ist es zwingend notwendig, in zahlreiche Werte breit gestreut zu investieren, da nur mit dieser Methode auch der Markt abgebildet werden kann.

Von aktivem Investieren spricht der Fachmann, wenn Anleger Aktien, Fonds oder ETFs nicht nur kaufen, sondern den Kursverlauf genau beobachten und Kennzahlen prüfen. Sie wählen einzelne Werte aus, denen sie eine hervorragende Entwicklung zutrauen. Verlangsamt sich die Wachstumskurve, streichen sie Gewinne ein, bricht ein Kurs ein, begrenzen sie Verluste. Aktive Anleger kennen also genau den Finanzmarkt und kaufen bzw. verkaufen regelmäßig, um möglichst eine bessere Rendite zu erwirtschaften.

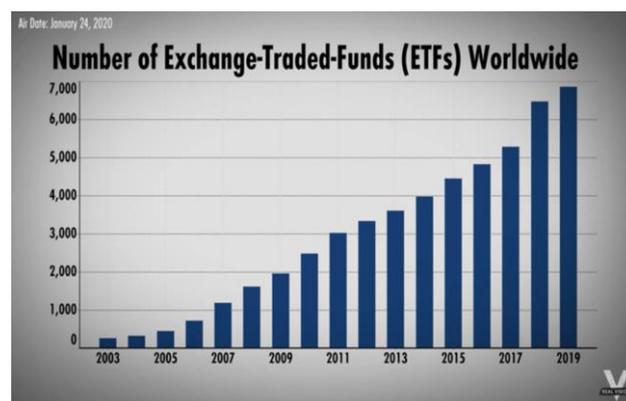


Quelle: [Commerzbank.de](#)



Ich möchte mich hier nicht zu sehr mit den Für und Wider beschäftigen, nicht zuletzt, weil wir uns offensichtlich als aktive Investoren verstehen, sondern lediglich darauf hinweisen, dass die grosse Mehrzahl aller Portfolio-Investments heute quasi-passiv getätigt werden. Dies geschieht nicht nur durch direkte Index-Investments, sondern auch durch eine Vielzahl von „aktiven“ Investmentvehikeln, die nur sehr geringe Abweichungen von ihrer sogenannten Benchmark (d.h. dem Referenzindex, der einen Vergleich mit der eigenen Investmentperformance möglich machen soll) zulassen.

Das phänomenale Wachstum von passiven und quasi-passiven Investmentvehikeln weltweit hat zu einer zunehmenden und ungesunden Konzentration am Aktienmarkt geführt. Dies hat insbesondere mit der wachsenden Grösse vieler ETFs zu tun. Um möglichen Anteilsrücknahmen mit der erforderlichen Proportionalität zum Index begegnen zu können, ist die Handelsliquidität des Anlageuniversum von kritischer Bedeutung.



Quelle: [RVTV Interview with Steve Bregman](#), 24JAN2020

Damit können nur noch die grössten und liquidesten Aktien ins Anlageuniversum aufgenommen werden. Dies ist nicht nur anlagetechnisch ungesund, da Aktienbewertungen beim passiven Investieren keine Rolle mehr spielen, sondern auch volkswirtschaftlich, da die Investorengelder immer stärker einer schrumpfenden Zahl von Gesellschaften zufließen, deren Kapitalkosten im Vergleich zu ihren kleineren und nicht bzw. weniger in passiven Vehikeln vertretenen Konkurrenten somit immer attraktiver werden. Wer mehr über die Thematik wissen möchte, dem kann ich das unter dem Chart oben verlinkte RealVision TV-Interview mit Steve Bregman nur wärmstens empfehlen.

Das wiederum eröffnet dem langfristigen **IASF**-Mandat die Chance ausserordentliche Erträge in Aktien zu erzielen, die in passiven Vehikeln wenig bis gar nicht vertreten sind, bzw. auf deutlich vom Index abweichende Allokationen zu setzen. Dabei beruht die Auswahl von Investmentthemen immer auf unserer gesamtwirtschaftlichen Analyse sowie der Einschätzung zukünftiger makro-ökonomischer Entwicklungen. So erwies sich unser Investment in Schifffahrtsaktien auf der Grundlage der Erwartung eines zyklischen Wiedereröffnungsaufschwungs, aber auch aufgrund ihres inflations-sensitiven Charakters, als eine treibende Kraft der diesjährigen Fonds-Performance.

Passives investieren wird zudem auch immer mit einem langfristigen Buy & Hold (Kaufen & Halten) in Verbindung gebracht, was aus unserer Sicht das Produkt des jahrzehntelangen Aktienbooms ist, in dem sich jede auch noch so scharfe Korrektur als attraktive Chance zur Neuanlage erwies. Ein [NZZ](#)-Kommentar vom 25. Juli zu diesem Thema schloss daher mit diesem Rat: „Wenn man eine langfristige Anlagestrategie verfolgt, ist der richtige Zeitpunkt für Aktienanlagen immer der gleiche: jetzt.“



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

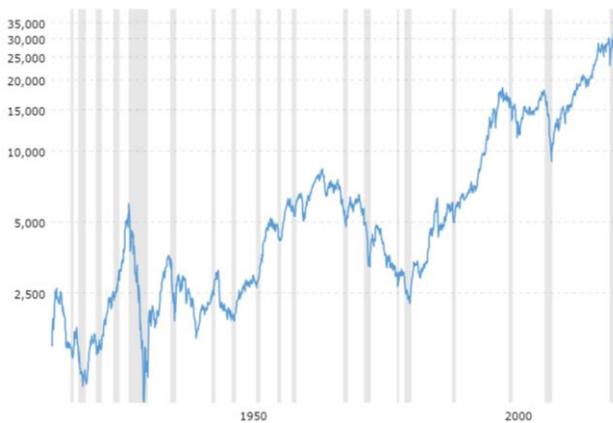
Passiv investieren – bequemer Vermögensaufbau mit Buy-and-Hold ✓

<https://www.testsieger-konto.de/depotkonto/geldanlage/passiv-investieren>

Passives Investieren hingegen zeichnet sich vor allem durch einen strikten Buy-and-Hold-Ansatz aus. Du kaufst und verkaufst nicht ständig Wertpapiere und ...

(Quelle: Mein Top-Resultat der Web-Suche für „passiv investieren“)

Dies war historisch jedoch längst nicht immer der Fall. Der Dow Jones Industrial Index z.B. benötigte 30 Jahre, um sein Hoch von 1966 wieder zu überschreiten (die Post-1966 Baisse allein dauerte mehr als 16 Jahre) und der japanische Nikkei 225 hat sein 1990'er Allzeithoch bis heute nicht wieder erreicht (die Post-1990 Baisse dauerte knapp 2 Jahrzehnte).



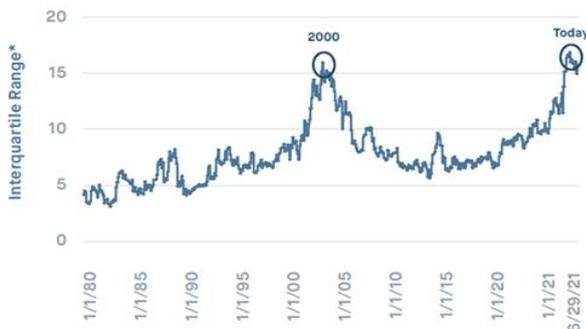
Dow Jones Industrial Index, Quelle: macrotrends.net



Nikkei 225 Index, Quelle: macrotrends.net

Vor diesem Hintergrund sehen wir uns als profund aktive Investoren, die sich in Anlehnung an die Marktzyklen flexibel positionieren und sich bei der Selektion der Einzelinvestments von fundamentalen Daten und Bewertungskennziffern leiten lassen. Dabei scheuen wir uns nicht das IASF-Portfolio auch aktiv zu bewirtschaften, sei es durch das Handeln von Spitzenpositionen (Stichwort: Rebalancing) oder auch durch den Einsatz von Derivaten (Stichwort: Verkauf von Optionen).

S&P 500⁵ INTERQUARTILE P/E⁶ SPREAD



*The Interquartile Range measures the difference between the 75th percentile (higher) and 25th percentile (lower) P/E multiple of S&P 500 Index constituents.

Source: Company Reports, Berenberg.

Quelle: [Third Avenue Value Fund, 21Q2-Quarterly Letter](#)

Besondere Chancen ergeben sich derzeit daraus, dass sich hinter der Durchschnittssicht breiter Aktienindices eine ungewöhnliche Bewertungs-Dichotomie verbirgt. Wie der Chart für den S&P 500 zeigt, war das teuerste relativ zum günstigsten Marktsegment in den vergangenen 40 Jahren lediglich während der TMT-Blase ähnlich überteuert. Das teuerste Viertel des Marktes ist demnach auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 15-mal teurer als das günstigste Viertel, was Chancen für bewertungs-orientierte Anleger eröffnet.



Dies eröffnet dem langfristigen Investor trotz im Durchschnitt teurer Märkte attraktive Möglichkeiten der Geldanlage. Dabei verlassen wir uns bei der Titelselektion nicht nur auf unsere eigene Analyse, sondern haben eine Reihe von Research-Dienstleistungen abonniert, die uns dabei helfen die für ein Investment nötige fundamentale Transparenz zu erlangen.

Ein weiterer wichtiger Aspekt für ein globales Investmentportfolio ist das Management des Währungsrisikos. Wechselkursschwankungen sind in den vergangenen Jahren nicht sehr ausgeprägt gewesen, was hauptsächlich damit zu tun hat, dass alle grossen Zentralbanken eine ähnliche (Nullzins- und QE-) Politik betreiben. Aufgrund einer zunehmenden Geldmengenausweitung und der erwarteten langfristigen Inflationserhöhung halten wir einen nicht unerheblichen Teil der Fondsliquidität in Edelmetall-gebundenen Anlagen. Wir haben zudem kleine Positionen in liquiden Trendfolge- und Quant-Fonds, von denen wir uns langfristig positive Erträge sowie einen zusätzlichen Diversifikationseffekt für das Gesamtportfolio erwarten.

Grundsätzlich ziehen wir alle Assetklassen für ein Investment in Erwägung, sind jedoch aufgrund der Beschränkungen für UCITS-Funds im Rohstoffbereich relativ eingeschränkt. Hier können wir nur indirekt über Aktien oder Zertifikate Position beziehen.

Alles in allem ist ein Investment im **IASF** für langfristige Anleger geeignet, die einen aktiven, fundamental-orientierten „All Seasons“-Investmentansatz suchen, mit dem Ziel durch eine benchmark-unabhängige und flexible Verwaltung eine Kaufkraftsteigerung der investierten Mittel zu erreichen. Für weitere Fragen stehe ich Ihnen selbstverständlich jederzeit gern zur Verfügung.

Incrementum All Seasons Fund – 2021 Halbjahres-Review

Wie hat sich nun unser Investment-Management-Ansatz im ersten Halbjahr geschlagen? – Die Ergebnisse sind in der folgenden Aufstellung wie üblich zusammengefasst: (Zu den monatlichen Entwicklungen finden sich die entsprechenden Fondsmanagement-Kommentare in den **IASF** Factsheets.)

	USD-D	EUR-D	EUR-P	CHF-D
Aktueller Anteilswert:	130.73	126.59	124.13	124.81
Juni Performance (%):	0.51%	0.43%	0.40%	0.38%
2021 Performance (%):	23.56%	22.39%	22.19%	22.33%
Seit Auflegung p.a.:	13.95%	12.18%	11.40%	13.19%

Wie die Übersicht auf der vorigen Seite zeigt, lieferte das erste Halbjahr (letzter Bewertungstag aufgrund der nur wöchentlich (jeweils donnerstags) erfolgenden **IASF**-Anteilsbewertung war der 24.6.) ein sehr gutes Ergebnis ab. Die Basis dafür wurde schon im 1. Quartal gelegt, welches mit ca. 15% Anteilspreisanstieg herausragt, während das 2. Quartal mit einem mehr als 6%igen Anstieg ebenfalls sehr zufriedenstellend verlief.

Wirtschaftlich erlebte die Welt im 1. Halbjahr einen starken Wachstumsschub, der einerseits durch die wachsende Zahl von Covid-Impfungen und damit zusammenhängend eine graduelle Wiedereröffnung der Wirtschaft, andererseits durch die weiter enormen fiskalischen Impulse in Form von Transferleistungen, Steuererleichterungen oder Kreditgarantien angetrieben wurde. Nicht überraschend führte das im Laufe des Jahres zu immer stärker steigenden Inflationszahlen. Diese wurden nicht nur durch die sehr gute gesamtwirtschaftliche Nachfrage, sondern auch von der Angebotsseite (Knappheit bei Halbleitern, steigende Rohstoffpreise und Logistikkosten) auf unerwartete Höhen getrieben, und es spricht wie oben beschrieben einiges dafür, dass sich diese inflationären Tendenzen eben nicht als vorübergehend erweisen werden.

Insgesamt wurde das Geschehen an den für den **IASF** wichtigen Aktienmärkten durch massive Zuflüsse gerade auch aus dem Retail-Sektor bestimmt, wobei die US-Märkte aufgrund ihrer Grösse und Bedeutung klar die Richtung vorgaben. Spekulative Exzesse waren weit verbreitet: Der Reddit-getriebene Boom der sogenannten Meme-Aktien, die Spekulation in SPACs (Special Purpose Acquisition Companies), das Auf und Ab in Cryptowährungen sowie das Phänomen der NFTs (Non-Fungible Tokens) setzten diesbezüglich neue Standards. Im Zuge dessen erreichten die breiten Aktienmärkte wie auch deren Bewertungen neue Hochs, wobei die Diskrepanz zwischen der US-Leitbörse und den Märkten in Europa oder Japan weiter ausserordentlich gross ist.

Der **IASF** erwies sich vor diesem Hintergrund als günstig positioniert. Eine rund 75%ige Aktienallokation hatte Ihre thematischen Schwerpunkte in den Bereichen *Schifffahrt*, *Energie*, sowie *Gold- und Edelmetallproduzenten*, die insgesamt ca. 45% der Portfolio-Allokation ausmachten. Die beiden erstgenannten Anlageschwerpunkte lieferten ausserordentlich gute Ergebnisse ab, während letzterer einen negativen Ergebnisbeitrag leistete. Relevant für uns als langfristige Investoren ist jedoch, dass die fundamentale Bewertung weiter niedrig ist und der Ausblick für alle drei Sektoren ausgesprochen positiv. Insgesamt gute Ergebnisse lieferten auch die weniger stark gewichteten Themen *Disruptive Technologien / Wachstum*, aber auch *Infrastruktur / Immobilien*, oder *Japan Value*. Insgesamt gilt zudem festzuhalten, dass das Gros der Aktienanlagen in inflations-sensitiven Titeln erfolgte. Im Bereich Schifffahrt z.B. erlebte unsere Tanker-Allokation ein schwieriges Frachtratenumfeld, profitierte aber von den deutlich anziehenden Sekundärmarktpreisen und damit NAVs.



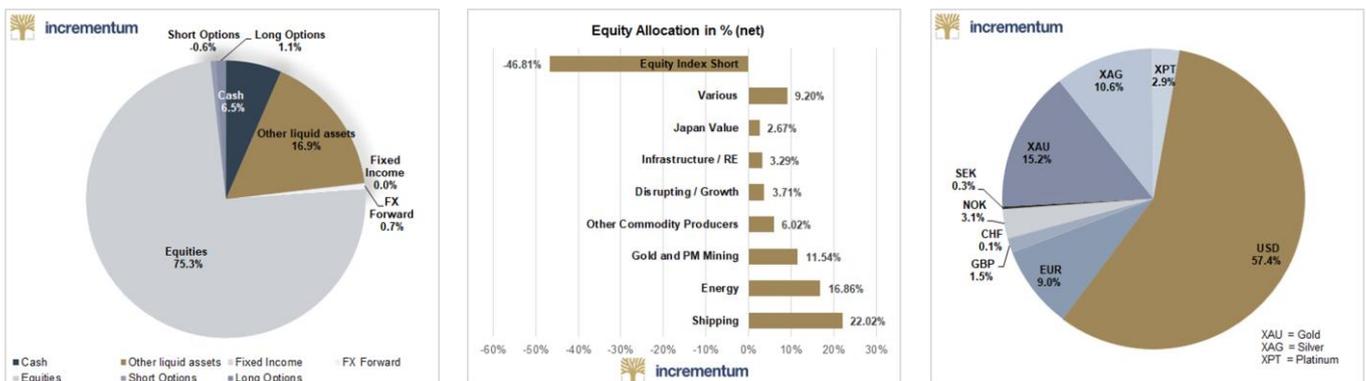
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Da wir von einer mittel- bis langfristigen Rotation aus «Long Duration»/Wachstumsaktien in Substanz-/»Value«-Aktien ausgehen und aufgrund der spekulativen Exzesse und extremen Bewertungen insbesondere der US-Börsen ein hohes Rückschlagpotential sehen, haben wir mit einer knapp über 45%igen Short-Position im Nasdaq (ca. 2/3) und S&P 500 (ca. 1/3) das durch eine breite Marktkorrektur gesehene Rückschlagpotential abzufedern gesucht. Ein solcher Rückschlag ist bisher jedoch nicht eingetreten, was uns in Summe ca. 5% Portfolio-Performance kostete.

Gute Ergebnisse lieferte auch unsere Volatilitäts-Ernte («Vol Harvesting») durch den Verkauf von Optionen, die im 1. Halbjahr ca. 3% Performance-Beitrag leistete. Und auch unser Währungsmanagement lieferte gute Ergebnisse, wobei vor allem die Absicherung der USD-Anlagen bis April / Mai rechtzeitig wieder aufgelöst wurde, um von der seither vorherrschenden USD-Stärke zu profitieren.

Die Ende Juni bestehende IASF-Portfolioallokation sah folgendermassen aus:



Im Vergleich zum Ende des 1. Quartals ist die Aktienallokation zu Lasten der Cash-Quote brutto um ca. 5% und netto (nach Abzug der Shortposition) um ca. 3,5% auf 28,5% gestiegen. Bei den Aktienthemen hat es nur kleine Abweichungen gegeben, die alle unter 2% lagen. Auf der Währungsseite ist der USD mit 57% gewichtet, was mehr als 32% über dem Ende des 1. Quartals liegt und zu Lasten der EUR-Allokation ging. Die weiteren Währungsgewichte haben sich nur unwesentlich verschoben.

ZUR ERINNERUNG: Aufgrund meiner Rolle als verantwortlicher Fondsmanager des IASF sollten Sie alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere die zu den Fondsanlagen, als voreingenommen betrachtet, und sie sind definitiv nicht auf die individuellen Bedürfnisse meiner Leser zugeschnitten. Obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, spiegelt er meine persönlichen Ansichten und Meinungen wider, und da alles, was ich als Fondsmanager tue, mit großen Unsicherheiten behaftet ist, sollten Sie sich nicht auf seine Richtigkeit verlassen. Wenden Sie sich daher immer an einen lizenzierten Anlageexperten, wenn Sie eine Anlageberatung wünschen! Und denken Sie daran, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für zukünftige Renditen ist und dass alle Investitionen mit Risiken verbunden sind, einschließlich des Verlusts des Kapitals.



Zum Abschluss

In einer Hinsicht bin ich mit dieser ersten Ausgabe der **Seasonal Reflections** in deutscher Sprache wohl gescheitert, da sie nämlich deutlich länger geworden ist als ich mir das vorgenommen hatte. Ob ich trotz der Länge das Interesse meiner Leser für die Kapitalmärkte und fürs Investieren wecken, oder Ihnen einige neue Ideen und wertvolle Ansichten vermitteln konnte, kann ich nur Ihrem Urteil überlassen. In jedem Fall ist dies meinem Anliegen geschuldet, eine ehrliche und unverblühte Analyse vorzunehmen und mit meinen Lesern zu teilen, da ich davon überzeugt bin, dass sich herkömmliche Investmentansätze in Zukunft als immer weniger funktionstüchtig erweisen werden.

Einen wichtigen Punkt, den ich hier noch hervorheben möchte ist, dass ein Grossteil meiner persönlichen Ersparnisse zusammen mit den Geldern meiner Investoren im **Incrementum All Seasons Fund** veranlagt werden. Alle Investmententscheidungen für den Fonds werden daher nicht mit dem Ziel getätigt ein gut zu vermarktendes Investmentprodukt zu schaffen, sondern einzig, um mein persönliches Kapital zusammen mit dem meiner Investoren langfristig zu mehren.

Diejenigen die schon länger mit mir investieren wissen, dass ich dem Boom der vergangenen Jahre aufgrund seiner schwachen Fundamente immer sehr skeptisch gegenüberstand. Schliesslich wurden die Finanzmärkte in den vergangenen Jahren von einem Tsunami an Liquidität getragen, was die damit einhergehende Bewertungsblase hat immer grösser werden lassen.

Das Argument, mit dem man in solchen Fällen oft konfrontiert wird, ist dass es keine Blase ist, wenn alle von einer Blase sprechen. Und auch mich erinnert das an die späten 90er Jahre, als ich wie viele andere vor der Blasenbildung an den (Technologie-, Medien- und Telekom-) Aktienmärkten warnte. Und letztlich behielten wir Recht; lediglich das Timing des Ausstiegs erwies sich als schwierig.



Source: Kailash Capital; Data from 4/30/1989-6/30/2021

Quelle: Tiho Brkan, @TihoBrkan, [Twitter](#), 24JUL2021

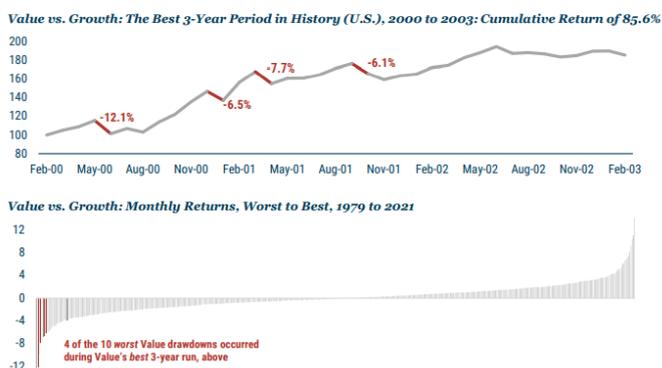
Und heute? – Ein Grossteil der aktiven Investoren, Berater und Vermögensverwalter kennt nur die Hausse. Selbst die Grosse Finanzkrise von 2007/08 erwies sich als recht kurzlebig. Zudem haben uns die Politiker und Notenbanker konstant suggeriert, dass sie Marktkorrekturen verlässlich steuern können. Aber das Instrumentarium dazu wurde immer mehr ausgedünnt, und die Nebeneffekte immer ausgeprägter. Was ist, wenn „Whatever It Takes“ nicht länger tragbar ist?



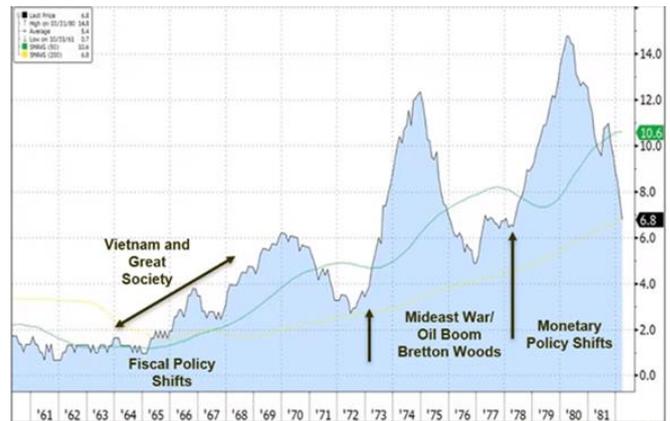


Während ich das schreibe, hat der **IASF** gerade eine stärkere Korrektur erlebt. Der Grund dafür sind neben den unvermeidlichen Gewinnmitnahmen die Erwartung einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, sowie die Tatsache, dass Quantitative Modelle den Renditeverfall von Staatsanleihen als Beleg für die vorübergehende Natur des momentanen Inflationsanstiegs ansehen. Aber wer dieser Argumentation folgt lässt ausser Acht, dass der einst freie „Zinsmarkt“ heute bewusst manipuliert wird, weshalb ich diesem Signal einfach nicht trauen kann.

THE BEST 3-YEAR PERIOD FOR VALUE VS. GROWTH ALSO SUFFERED SOME OF ITS WORST DRAWDOWNS



Quelle: [GMO Asset Allocation Insights](#), Juli 2021



US-Konsumentenpreise in den 60er/70er Jahren (Quelle: Bloomberg)

Eine Änderung des langfristigen Investment-Regimes oder **Der Monetäre Klimawandel**, wie wir ihn bei Incrementum AG ausmachen, findet nicht über Nacht statt, sondern unterliegt immer wieder Korrekturphasen, in denen das alte Regime kurzfristig die Oberhand gewinnt. Aber wenn ich mir den Verlauf der Konsumentenpreise in den 60er Jahren (oben rechts) ansehe, dann frage ich mich schon ob dies nicht das Muster für die 2020er Jahre dieses Jahrhunderts sein wird. Und wenn dies der Fall ist, dann ist der **IASF** extrem günstig positioniert; andernfalls werden wir uns entsprechend flexibel auf andere Szenarien einstellen.

Wie immer lade ich an dieser Stelle meine Leser zu Rückmeldungen [per E-Mail](#) ein und bedanke mich herzlich für Ihr Interesse und meinen Investoren für Ihr Vertrauen und Ihre Unterstützung.

Schöne Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

Hans G. Schiefen

=====

Hans G. Schiefen

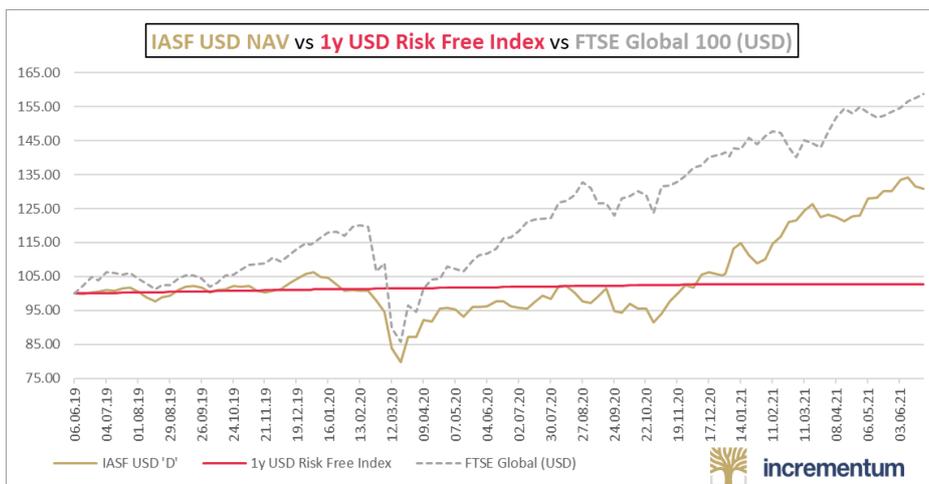
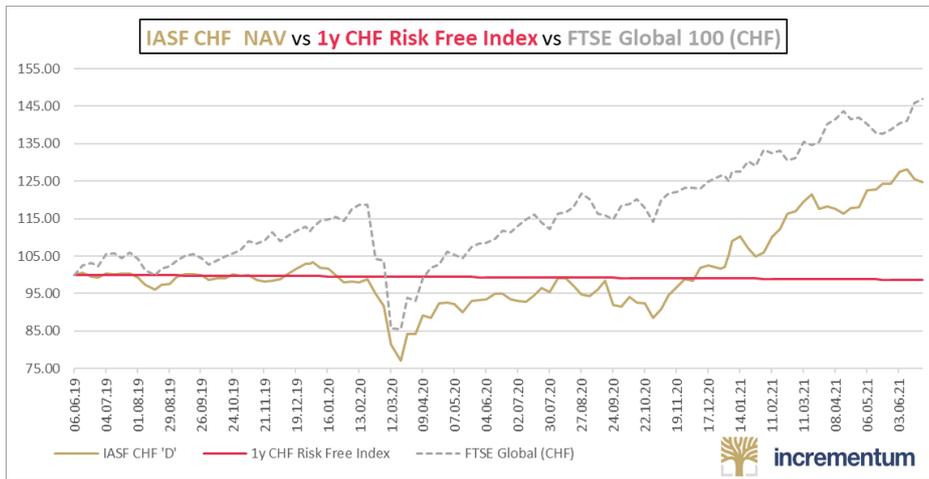
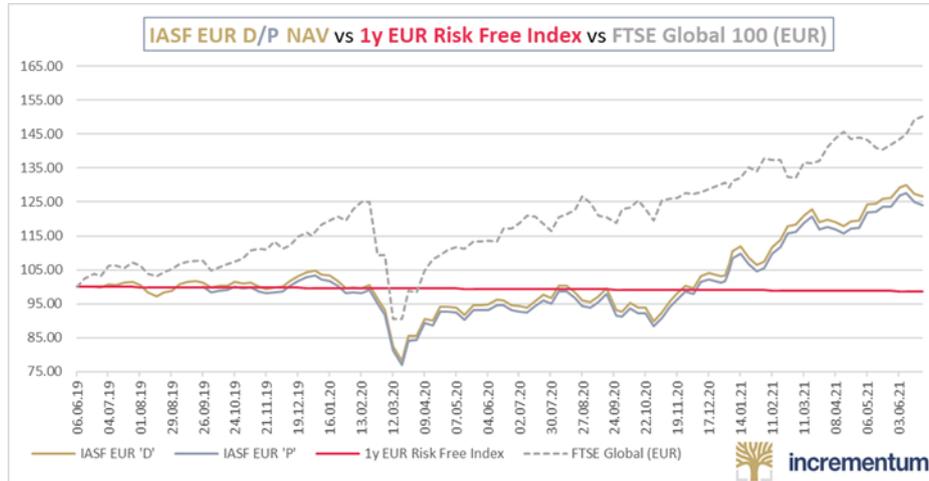
Partner & Fund Manager IASF
Incrementum AG
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)
Tel.: +423 237 26 67 (o), +41 78 828 1339 (m)
Mail: hgs@incrementum.li
Web: www.incrementum.li & <http://ingoldwetrust.li>



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Anhang *



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (24. Juni 2021), verglichen mit der entsprechenden risikolosen Verzinsung 1-jähriger Staatsanleihen sowie der Preisentwicklung des FTSE Global 100 Index in der jeweiligen Währung als Referenz für die breite Aktienmarktentwicklung, alle auf indizierter Basis vom Zeitpunkt der Auflegung der jeweiligen Anteilklassen (6. Juni 2019 bei 'D'-Anteilen; 26. September 2019 bei EUR-P-Anteilen)





IASF PM Shaped By 8 Investment Lessons

1. Capital markets, like the economy, are inherently cyclical in nature, and you must always know where you are in the cycle, while not hesitating to “Be fearful when others are greedy and greedy when others are fearful.” (Quote: Warren Buffett)
2. Prices paid determine future returns, i.e. the higher valuations are, the lower future return expectations must be (and vice versa), which is the essence of value investing.
3. Capital preservation is the conditio sine qua non, and a consistent and long-term investment strategy is more important than short-term momentum chasing.
4. As a result you must always know when you trade, or when you invest.
5. The most basic and effective risk management tools are proper diversification and the ability to hold cash.
6. Hard assets are preferable to intangibles, distributions to accruals.
7. Look for the incentives: True alignment of interest works in investors’ favor.
8. There is no magic formula for successful investing; Consider both macro- and micro-economic issues, be diligent, flexible, patient, keep an open mind, and realize that investing will always remain more of an art rather than a science.

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der Incrementum AG erstellt und basieren auf Informationen, die als zuverlässig erachtet werden. Jedoch übernimmt weder die Incrementum AG noch die IFM AG als Fondsleitung oder die LLB AG als Depotbank Verantwortung für deren Genauigkeit oder Vollständigkeit. Die hier beschriebenen Meinungen, Dienstleistungen und Produkte können sich zukünftig ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die vorliegende Publikation dient ausschließlich der Information des Empfängers. Es handelt sich lediglich um eine zusammenfassende Kurzdarstellung der Anlagestrategie sowie wesentlicher Merkmale des Fonds. Die vollständigen Angaben zum Fonds, einschließlich der wesentlichen Risiken, sind dem Prospekt zu entnehmen. Weder Incrementum AG noch IFM AG oder LLB AG geben irgendwelche ausdrücklichen oder stillschweigende Zusicherungen ab.

Die hier wiedergegebenen Meinungen stellen weder eine Empfehlung, Befürwortung oder Bevorzugung dar. Die in dieser Publikation verwendeten Angaben sind sorgfältig recherchiert, für ihre Richtigkeit kann jedoch keine Gewähr geboten werden. Bestimmte hierin enthaltene Aussagen können Vorhersagen, Prognosen und andere zukunftsorientierte Aussagen beinhalten; sie stellen somit keine tatsächlichen Resultate, sondern hauptsächlich hypothetische Annahmen dar, welche rückwirkend auf historischen Finanzinformationen basieren.

Der Fonds weist auf Grund seiner Zusammensetzung erhöhte Wertschwankungen auf, d. h. die Anteilpreise können auch innerhalb kurzer Zeiträume erheblichen Schwankungen nach oben oder unten unterworfen sein. Diese Publikation stellt nicht sämtliche Risiken (direkte oder indirekte) oder sonstige zu berücksichtigende Erwägungen dar, welche beim Interessenten für den Abschluss einer Transaktion ausschlaggebend sein könnten. Für jegliche Restriktionen, Konditionen, Kosten und involvierte Risiken sind nur die vollständigen Bedingungen (Prospekt / Konditionenblatt / oder anderen Verkaufsdokumentationen) des betreffenden Produktes maßgebend, welche die allein verbindliche Grundlage des Kaufs darstellen. Investoren sollten nur Transaktionen durchführen, bei welchen sie sich der gesamten Risiken bewusst sind und bei welchen sie in der Lage sind, allfällige Verluste zu tragen. Die historischen Wertentwicklungen sind keine Garantie für zukünftige Erträge und Performance.

Die Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten und verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. Insbesondere darf diese Publikation nicht in den USA oder an US-Personen vertrieben werden. Die Benutzung der vorliegenden Publikation ist ohne die vorgängige Einwilligung der Incrementum AG untersagt. Die in dieser Publikation enthaltene Information stellt keinen Prospekt, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Fonds-Prospekt ist kostenlos von der IFM AG oder über www.ifm.li erhältlich. Die Incrementum AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Liechtenstein und wird von der Finanzmarktaufsicht (FMA) beaufsichtigt.