

2022 / 01

Seasonal Reflections

Wie der Januar, so das Jahr...

Liebe Leser und Investoren,

Die Zeit seit meinem letzten Update ist wie im Flug vergangen, und da ich fast einen Monat zur Fertigstellung dieses Berichts benötigt habe, ist der Winter fast vorbei. Nachdem der Krieg gegen Covid wohl vorüber ist, müssen wir nun einen echten Krieg in der Ukraine erleben. Ich kann nur für Frieden und den Willen zur Deeskalation beten, obwohl diese Aussicht im Moment so düster scheint wie das nebelverhangene Rheintal im Winter, das uns manchmal vergessen lässt, dass wir nur hinaufsteigen müssen, um Licht und den Winter in seiner ganzen Majestät zu finden.



Blick von Triesenberg, FL, HGS Foto

Am Tag als ich mit dem Schreiben dieses Artikels beginne, ist der Himmel jedoch klar, und die Aussicht lädt geradezu zum Skifahren ein. Für Anleger, die die Finanzmärkte betrachten, ist die Sicht jedoch eher trübe. Der Januar 2022 war der schlechteste Aktienmonat seit dem Covid-infizierten Januar 2020, und der Monats-Tiefststand von -11,4% im S&P500 war der schlimmste Januar-Rückschlag der Geschichte, auch wenn die Hälfte davon bis Monatsende wieder aufgeholt wurde. Für diversifizierte Portfolios kam erschwerend hinzu, dass auch Anleihen korrigierten, was zu einem der schlechtesten Monate für herkömmliche 60 : 40 (Aktien : Anleihen)-Portfolios führte. Wird 2022 also ein Jahr sein, in dem sich das alte Wall-Street-Sprichwort *"Wie der Januar, so das Jahr"* wieder einmal bewahrheitet?

2021 war ein wirklich außergewöhnliches Jahr. Das zweite Jahr der weltweiten Covid-19-Pandemie bescherte ein überraschendes Wirtschaftswachstum in Verbindung mit einem für die meisten Beobachter noch überraschenderen Inflationsanstieg. Zudem erlebten wir eine spekulative Orgie an den Finanz- und Vermögenmärkten, die wohl in die Geschichtsbücher eingehen wird, und über die ich in früheren Berichten schon ausführlich geschrieben habe. Und gerade als alle zu glauben schienen, dass diese Party niemals enden wird, ertönte 2022 ein erster, wenn auch noch zaghafter Weckruf.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Und doch war dies keine Überraschung, wenn man die unten abgebildete Bingo-Karte der 2022er Konsensprognosen betrachtet, die die relevanten Finanzmarktprognosen in grüner Farbe darstellt:



Quelle: [What the Experts See Coming in 2022](https://www.visualcapitalist.com/2022/01/06/what-the-experts-see-coming-in-2022/), Visual Capitalist, 6JAN2022

„Erhöhte Volatilität“ ist nicht nur schon offensichtlich, sondern auch die unvermeidliche Folge verringerter Liquidität durch die bereits angekündigte Straffung der Geldpolitik.

„Die Zinsen werden steigen“ ist wahrscheinlich die wichtigste Aussage. Dieser Prozess hat im Januar schon begonnen, da die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen bereits um fast 20 (Deutschland) bzw. 30 Basispunkte anstiegen. Beim Schreiben dieser Zeilen (10.2.) und in Folge eines weiteren starken Anstiegs der US-Verbraucherpreisinflation (+7,5% auf Jahresbasis), haben die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen gerade die 2%-Marke überschritten. Diese bisher minimalen Zinserhöhungen sind in erster Linie für den in diesem Jahr zu beobachtenden Stress an den Finanzmärkten verantwortlich, auch wenn sie nicht im Entferntesten mit der steigenden Inflation mithalten können. Daher bin ich davon überzeugt, dass das Ausmass des Zinsanstiegs in diesem Jahr entscheidend für den Anlageerfolg ist.

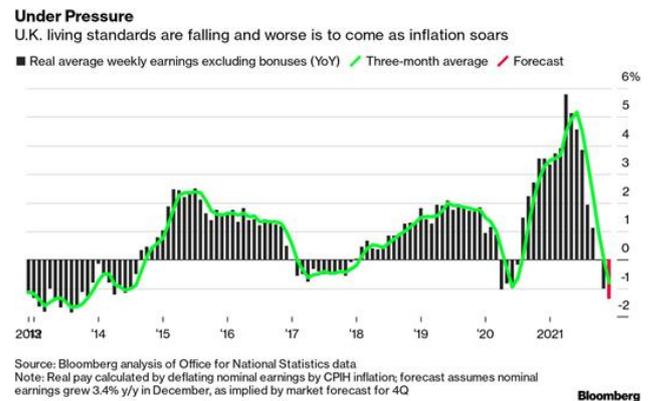
Ein Vergleich meiner eigenen Erwartungen für 2022 zeigt, wo ich in diesem Jahr Chancen und Risiken sehe und hilft die Allokation des Incrementum All Seasons Fund (IASF) zu erklären:

„Der Inflationsdruck lässt langsam nach.“ – Ja, vermutlich, doch sehe ich für die Rückkehr zur 2%-Marke 2022 keine Chance. Mit anderen Worten: Der Inflationsgeist ist aus der Flasche!

„Bullish für japanische und europäische Aktien“ – Das Wort "Relativ" gehört hier noch dazu. Ja, diese Aktienmärkte sind preiswerter als US-amerikanische, aber ich bezweifle, dass sie auf Indexbasis in diesem Jahr positive Renditen erzielen können.



„4-5% globales BIP-Wachstum“ klingt nach dem üblichen Analysten-Optimismus, vor allem wenn man bedenkt, dass die Inflation wie eine Steuer auf alle Ausgaben wirkt. Das Beispiel UK zeigt, wie sehr die Einkommenszuwächse der Inflation hinterherhinken. Zusammen mit den dämpfenden Effekten steigender Zinsen und restriktiverer Kreditvergabe erscheint es unwahrscheinlich, dass diese Vorhersage eintritt.



Quelle: [Bloomberg](#), 15FEB2022

„Mäßige Gewinne für Aktien“, näher spezifiziert durch den Zusatz *einstelliges Wachstum*, ist der letzte Punkt auf der Liste. Dazu kann ich nur sagen, dass ich mich in mehr als drei Jahrzehnten als professioneller Investor an kein Jahr erinnern kann, in dem der Konsens Verluste für Aktien vorausgesagt hätte. – Damit ist dies eine Prognose, die wohl schlechter nicht sein könnte.

Zinsen (und Aktienkurse) – Quo Vadis?

Die Anleger scheinen jedoch bezüglich der Aussichten für das Finanzjahr 2022 weiterhin recht zuversichtlich. Der Konsens erwartet zwar den Versuch der Straffung der Geldpolitik, geht aber ebenfalls davon aus, dass diese aufgegeben wird, sobald sich eine ernsthaftere Korrektur der Vermögenspreise verzeichnen lässt. Da die Märkte schon auf halbem Weg dorthin sind, erscheinen die Aussichten wenig bedrohlich. Denn wenn der „Zentralbank-Put“, d.h. die Unterstützung bzw. Absicherung der Vermögenspreise durch das Eingreifen der Zentralbanken zwecks Verhinderung negativer Auswirkungen auf die Konjunktur weiter in Kraft ist, wird die Rallye unmittelbar danach wieder aufgenommen. Es scheint also kaum Grund zu geben, z.B. Aktien zu verkaufen. Schließlich gilt nach wie vor TINA, d. h. There Is No Alternative (Es gibt keine Alternative) zur Aktie.

Als Fundamentalanleger tue ich mich mit dem Konzept des „Zentralbank-Puts“ grundsätzlich schwer. Schließlich folgen auch die Finanzmärkte, wie z.B. der Aktienmarkt, zyklischen Mustern: In der Rezession sind die Zinsen niedrig und Aktienkurse preiswert, was zu Umschichtungen in Aktien führt. Günstige Kreditbedingungen sorgen für eine Konjunkturerholung und verstärken den Vermögenspreisanstieg. Der wirtschaftliche Aufschwung schafft Arbeitsplätze und führt zu einer höheren Inflation, die die Zentralbanken durch Zinserhöhungen und eine Verknappung der Kreditvergabe zu stoppen suchen, während die Risikobereitschaft weiterhin hoch ist, was zu erhöhter Volatilität an den Märkten führt. Und schließlich verlangsamt sich das Wirtschaftswachstum und es kommt zu einer Rezession, die wiederum fallende Unternehmensgewinne und Aktienkurse mit sich bringt, dem die Zentralbanken mit einer erneuten Lockerung der Geldpolitik begegnen. – Und so beginnt ein neuer Zyklus.



Dies war einmal ein vorhersehbares zyklisches Muster der Wirtschaft und an den Finanzmärkten, doch mit dem Erreichen der Nullzinsgrenze ist die Politik der Zentralbanken zunehmend unwirksam geworden, wie wir in früheren Ausgaben schon ausführlich beschrieben haben.

Da jedoch jede Welle des Zinszyklus schwächer wurde und ihren Höhepunkt auf einem niedrigeren Niveau erreichte, wurde eine weitere Folge immer deutlicher, auf die wir in der Einleitung der IASF [Webseite](#) hinweisen.

Die Finanzmarktsaison wird zunehmend vom Ende des säkularen Schuldenzyklus, sowie damit einhergehender finanzieller Repression und langfristig negativen Realzinsen geprägt. Diesen Veränderungen begegnen wir mit einer globalen, flexiblen Allwetter-Anlagestrategie.

Die weitere Senkung der nominalen Zinssätze in jedem neuen Zyklus förderte den Einsatz von mehr Fremdkapital in der Wirtschaft, d.h. die Gesamtverschuldung stieg, während die Finanzierungskosten sanken. Das gleiche Kreditkosten-Budget ermöglichte den privaten Haushalten den Kauf eines teureren Hauses, Unternehmen mehr Schulden aufzunehmen, um Investitionen und (viel häufiger) Aktienrückkäufe zu finanzieren, oder Regierungen regelmässig Haushaltsdefizite durchzuwinken. Jedes Mal, wenn wir uns Geld leihen, erhöhen wir unsere Ausgabenkapazität über das hinaus, was unsere Einkommen zulassen würden, aber immer auf Kosten unserer zukünftigen Ausgabenkapazität, die durch die Zinskosten für die neu hinzugekommenen Schulden reduziert wird.

All dies war wunderbar, solange es schien, als ob die Inflation nie wieder auftauchen würde. Aber nach ihrer offensichtlichen Rückkehr frage ich mich, ob der „Zentralbank-Put“ nicht bald ausläuft. In den letzten zehn Jahren konnten die Zentralbanken ihre Geldpolitik damit rechtfertigen, dass eine Rezession unbedingt vermieden werden musste, um die gefürchtete Deflationsspirale zu verhindern. Nach dem zuletzt verzeichneten Anstieg der Inflationsraten laufen die Zentralbanken jedoch Gefahr, ihre Glaubwürdigkeit als Hüter von Währungsstabilität und Kaufkraft zu verlieren. Daher sind eine Rezession und eine damit verbundene Korrektur der Vermögenspreise möglicherweise die einzige Möglichkeit, eine Inflationsspirale zu verhindern.

Der Chart ist schon etwas veraltet, aber er verdeutlicht die Dimension des Wandels, den wir im vergangenen Jahr erlebt haben. Geht irgendjemand ernsthaft davon aus, dass steigende Lebensmittel-, Energie- und Wohnkosten, also genau die Dinge, die die Ausgaben der Haushalte mit niedrigem Einkommen dominieren, keine politischen Reaktionen auslösen werden? Anders ausgedrückt: Kann man nach Jahrzehnten der Vermögenspreis-inflation, die das Wohlstandsgefälle, insbesondere in den USA, auf ein extremes Niveau gebracht hat, Wahlen gewinnen, ohne das Versprechen abzugeben, die fortschreitende Erosion der Kaufkraft aufzuhalten?

Inflation in rich countries hits a 25-year high
Annual % change in consumer price index, OECD average



Sources: OECD, Refinitiv
© FT

Quelle: [FT Europe Express](#), 12JAN2022



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

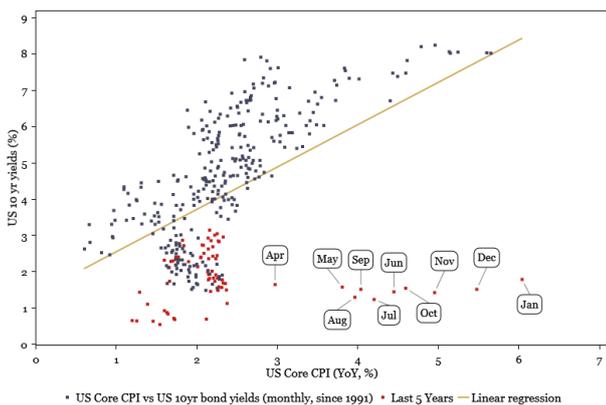
Persönlich glaube ich, dass die untenstehenden Grafiken im Zeitalter der sozialen Medien zunehmend an Bedeutung gewinnen und die politische Klasse unter Druck setzen werden.



Quelle: [The Big Picture](#), Barry Ritholtz, 7FEB2022

Das Argument, dass die Zentralbanken nicht in der Lage (oder nicht willens) sind, die Geldpolitik ausreichend zu straffen, um die Inflation einzudämmen, beruht letztlich auf der Überzeugung, dass eine solche Maßnahme die Vermögensmärkte zum Absturz bringen und eine Rezession auslösen würde und daher nicht zugelassen werden kann. Aber da die expansive Geldpolitik der Vergangenheit eine Vermögensblase ohne entsprechendes Wirtschaftswachstum geschaffen hat, hoffen die Zentralbanker und um ihre Wiederwahl fürchtenden Politiker möglicherweise, dass eine restriktivere Geldpolitik keinen allzu großen wirtschaftlichen Schaden anrichten wird. Daher könnte die Schmerzgrenze, die die Zentralbanken veranlasst, erneut umzuschwenken, um Schaden von Wirtschaft und Märkten abzuwenden, höher sein als erwartet. – Dies sollten die Anleger unbedingt berücksichtigen.

US Core CPI (%) vs. US10yr bond yields (%)

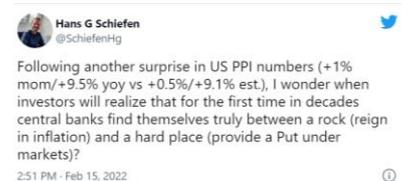


• US Core CPI vs US 10yr bond yields (monthly, since 1991) • Last 5 Years — Linear regression
Source: Longview Economics, Macrobond

Quelle: Longview Eco.'s, @Lvieweconomics, [Twitter](#), 10FEB2022

Wie weit die Behörden ihrem Anspruch der Inflationsbekämpfung hinterherhinken, zeigt die Graphik. Die US-Notenbank hat offensichtlich in den letzten fünf Jahren bereits eine ungewöhnlich lockere Geldpolitik betrieben, aber die vergangenen zehn Monate stellen alles Vorangegangene in den Schatten. Übrigens gilt dies in ähnlicher Form auch für Europa, wo Politiker und Zentralbanker ebenfalls langsam aufwachen und erkennen, dass die Inflation wohl doch nicht vorübergehend ist.

Und wie sehr die Zentralbanken ihr Ziel tatsächlich aus den Augen verloren haben, hat zuletzt jede Aktualisierung der Inflationsstatistiken gezeigt, wobei mich der jüngste Fall dazu veranlasst hat, die nebenstehende Frage auf Twitter zu stellen. – Aber es scheint den Investoren dämmert dies bereits.



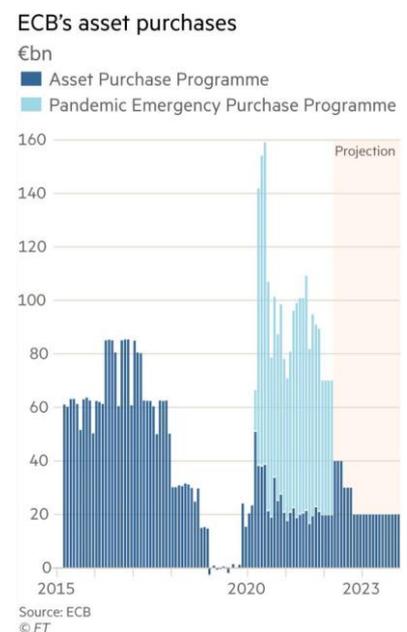
Quelle: [Twitter](#)



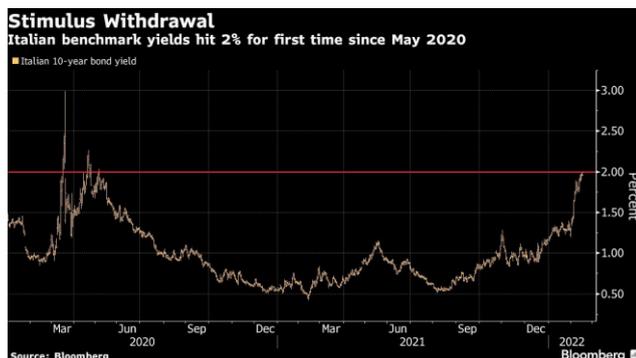
Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. **Seasonal Reflections** werden zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Werbung für den Kauf einzelner Wertpapiere oder des **Incrementum All Seasons Fund** dar. 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.

Unser Kernszenario bei der Verwaltung des IASF ist die Rückkehr der Inflation, auch wenn sich deren Beschleunigung aufgrund von Basiseffekten im Jahresverlauf wohl verlangsamen wird. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass wir die 2%-Marke für lange Zeit nicht wiedersehen werden.

Wie erwarten daher in diesem Jahr eine Anhebung der kurzfristigen Zinssätze durch die Zentralbanken und fragen uns wie langlaufende Anleihen auf den sich abzeichnenden Stopp der Zentralbankkäufe reagieren werden? Die Fed ist entschlossen, ihre Käufe (d.h. das Quantitative Easing (QE)) bis Ende März einzustellen, und in Europa ist die EZB ebenfalls dabei ihre Käufe zu reduzieren. Da das QE der EZB seit 2008 indirekt 80% der Netto-Neuverschuldung in der EU finanziert hat, fragen wir uns, welche privaten Käufer die Zentralbanken ersetzen werden und zu welchen Zinssätzen? Und wie wird sich das auf andere Vermögensmärkte auswirken, insbesondere auf die Aktienkurse?



Quelle: [Chart Du Jour](#), FT, 10JAN2022



Quelle: H. Zschaepitz, @Schuldensuehner, [Twitter](#), 16FEB2022

Die Antworten werden sich im Jahresverlauf ergeben! Aufgrund der zu erwartenden finanziellen Repressionsmassnahmen erwarten wir für viele Jahre negative Realzinsen. Dabei könnten die nominalen Zinsen jedoch stärker steigen, als die meisten Marktbeobachter derzeit erwarten. Das wird vor allem für höher verschuldete Staaten schmerzhaft sein und damit die EZB früher einschränken als die Fed.

Alles in allem erklärt dies, a) warum der IASF zum jetzigen Zeitpunkt keine Anleihen besitzt und b) warum wir weiterhin eine negative Haltung gegenüber Vermögenswerten mit hoher Duration wie Wachstumsaktien einnehmen, was sich in der Short-Position des Fonds im Nasdaq widerspiegelt.

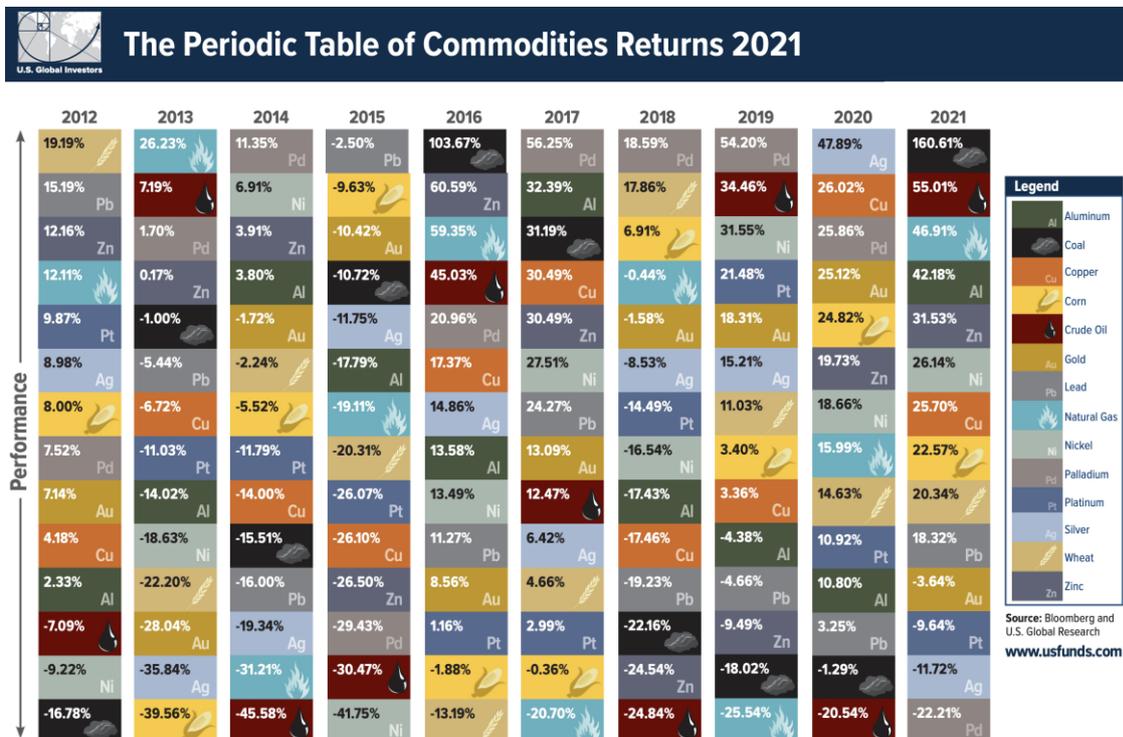


Kein Mangel am Mangel

An dieser Stelle möchte ich mich mal wieder mit dem Thema Rohstoffe beschäftigen, die in unseren modernen Gesellschaften derzeit wohl den am meisten unterschätzten Inputfaktor darstellen.

Aktuell wird die politische Agenda von der Energiewende, d.h. dem Streben nach der Reduzierung von Treibhausgas-Emissionen beherrscht. Dies gipfelte im November 2021 in der COP26, einer globalen Umweltkonferenz mit dem Ziel den Klimawandel und seine Auswirkungen zu mindern. Der Klimapakt von Glasgow wurde als globale (nicht rechtsverbindliche) Agenda gegen den Klimawandel gepriesen. Er bestand hauptsächlich aus Zusagen zur Senkung von CO₂-Emissionen, insbesondere durch die Verpflichtung zur Verringerung der Kohlenutzung und der Abschaffung von Subventionen für fossile Brennstoffe, aus der Aufforderung zur Senkung von Treibhausgasemissionen sowie dem Versprechen von mehr klimabezogenen Finanzierungen für Entwicklungsländer.

Abgesehen von der Tatsache, dass die COP26 kaum rechtlich durchsetzbare Maßnahmen hervorbrachte, fehlt es u.E. vor allem an einer umfassenden Kosten-Nutzen-Analyse - ein Merkmal, das viele unserer aktuellen politischen Entscheidungen prägt. Gleichzeitig signalisieren die Märkte bereits eine zunehmende Verknappung von für die Aufrechterhaltung unseres Lebensstandards unerlässlichen Rohstoffen. Die nachstehende Tabelle der historischen Preisentwicklung der wichtigsten Rohstoffe zeigt, dass insbesondere Energie im Jahr 2021 deutlich teurer wurde, während die einzigen Rohstoffe mit (leicht) sinkenden Preisen Edelmetalle waren (nach einem starken Aufschwung im Jahr 2020).



Quelle: [Visual Capitalist](https://www.visualcapitalist.com), 11JAN2022

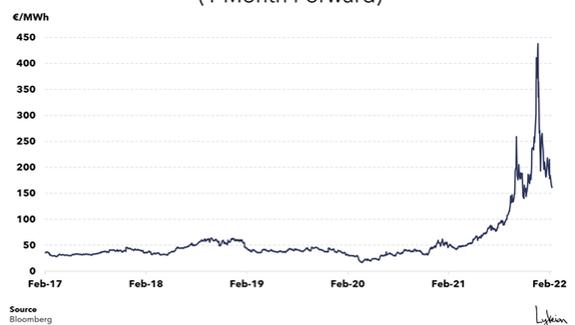


Wenn Kohle so ein übles Zeug ist, dass wir ihre Verwendung unbedingt reduzieren wollen, warum ist ihr Preis dann im letzten Jahr um 160% gestiegen? – Nun, hier in Europa hat die Politik in den meisten Ländern beschlossen, Kernkraftwerke als zuverlässige Grundlastquelle abzuschalten. Das bedeutet, dass Uran als Grundlast-Brennstoffquelle durch etwas anderes ersetzt werden muss. Und diese alternativen Energiequellen sind Erdgas, das, wie die Grafik unten links zeigt, ebenfalls viel teurer geworden ist, und auch Kohle, deren Preise in diesem Prozess ebenfalls in die Höhe geschossen sind. Das wiederum hatte einen wenig überraschenden Effekt auf die (deutschen) Strompreise.



Natural Gas Futures, Intercontinental Exchange, Quelle: Eikon/Refinitiv

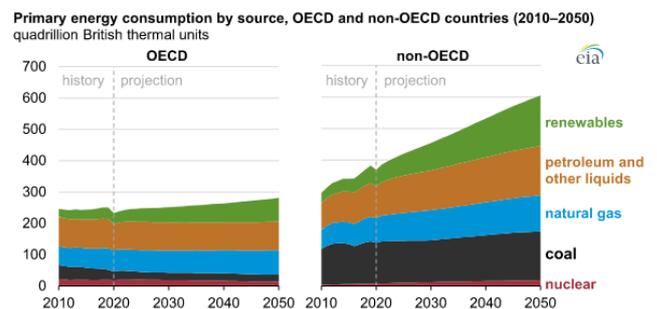
Germany Baseload Price.
(1 Month Forward)



Quelle: [The Case for Peak Hawkishness](#), The Lykeion, 17FEB2022

Gerade die entwickelte Welt scheint vergessen zu haben, dass Energie der Motor der Zivilisation ist. Es gibt wahrscheinlich kaum Anleger, die noch nie vom „Metaverse“ gehört haben. Kürzlich hat sich gar eines der am höchsten bewerteten Unternehmen der Welt in Meta (alias Facebook) umbenannt, und nicht nur die jüngere Generation verbringt viel Zeit vor ihren Computern und Spielkonsolen, bereit für den Schritt in die virtuelle Realität. Auch die auf dezentralen Computernetzwerken basierenden Kryptowährungen benötigen nicht nur immer mehr Strom, sondern stehen auch im Mittelpunkt des Anlegerinteresses. Dabei halten wir als Gesellschaft billigen Strom scheinbar für selbstverständlich.

Hier lohnt sich ein Blick auf die rechtsstehenden Diagramme, die den erwarteten Primärenergieverbrauch nach Quellen für OECD- und Nicht-OECD-Länder von 2010–2050 zeigen. Demnach wird die Energienachfrage von den Entwicklungsländern und nicht den entwickelten Volkswirtschaften getragen. Um aus dem begleitenden Kommentar zu zitieren:



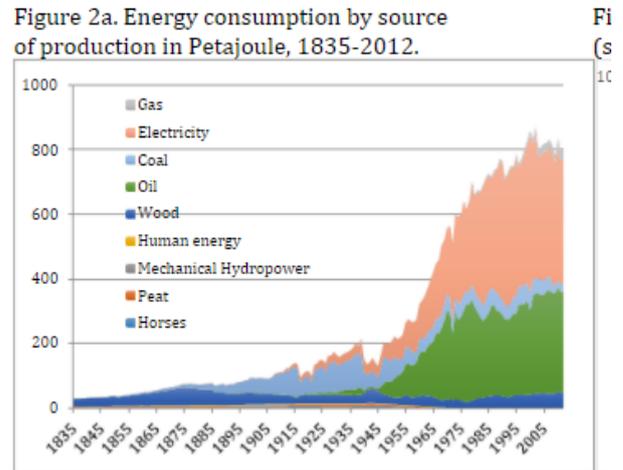
Quelle: [U.S. Energy Information Administration \(EIA\)](#)

“Wenn sich Politik und Technologie nicht wesentlich ändern, gehen wir davon aus, dass der weltweite Energieverbrauch in den nächsten 30 Jahren um fast 50% steigen wird.



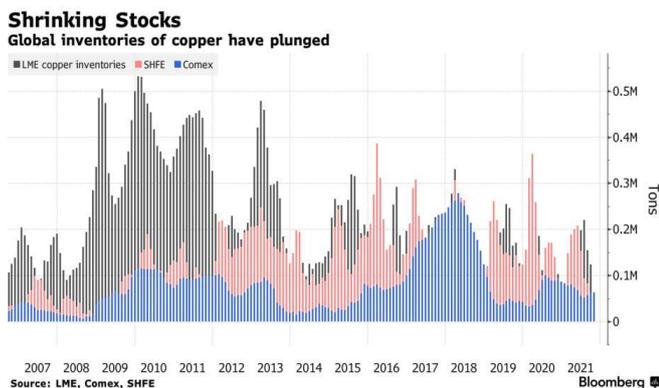
Obwohl Erdöl und andere fossile Brennstoffe auch im Jahr 2050 die größte Energiequelle der Welt sein werden, werden die erneuerbaren Energiequellen, zu denen auch Solar- und Windenergie gehören, auf fast das gleiche Niveau anwachsen.“ (Quelle: [U.S. Energy Information Administration \(EIA\)](#))

Dieser starke Anstieg der Nachfrage nach fossilen Brennstoffen ist also auf die sich entwickelnden Volkswirtschaften, die den steilsten Teil der Energieintensitätskurve erreichen, zurückzuführen. – Der Chart zeigt dies exemplarisch am Beispiel Norwegens. Wenn man dieses Beispiel auf ein Land wie Indien überträgt, das sich rasch urbanisiert und in dem die Menschen bestrebt sind, ihren Lebensstandard durch motorisierte Verkehrsmittel, Klimaanlage usw. zu verbessern, wird die treibende Kraft für den weiter ansteigenden Gesamtenergiebedarf deutlich.



Sources, Lindmark and Minde (2018) and Grytten (2020)
Source: [Energy Intensity and the Environmental Kuznets Curve](#)

Und doch verfolgen wir in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Politik, die darauf abzielt, die Erschließung neuer fossiler Brennstoffressourcen zu verhindern. Unser Ziel ist es, die fossilen Brennstoffe zu verteuern, was wiederum die Wettbewerbsfähigkeit erneuerbarer Energien erhöhen soll. Doch was passiert, wenn fehlende Investitionen in die Erschließung neuer Vorkommen zu einer Verknappung der wichtigsten Energieträger führen? – Da die Energienachfrage relativ preisunelastisch ist, geht bei einer Verknappung das verfügbare Angebot an die Meistbietenden. Wer wird darunter leiden? – Diejenigen (Länder und Menschen), die es sich am wenigsten leisten können, so hohe Preise zu zahlen.



Quelle: Bloomberg, [19OCT2021](#)

Dies gilt nicht nur für den Energiebereich. Als fortgeschrittene Volkswirtschaften haben wir z.B. beschlossen, Elektro- gegenüber herkömmlichen Verbrennungsmotoren zu bevorzugen. Das erfordert nicht nur riesige Mengen an Kupfer, Zink, Blei und Kobalt für die Batterieproduktion, sondern auch eine rohstoffintensive Erneuerung unseres Stromnetzes. Als Folge haben sich die Kupferpreise in den letzten zwei Jahren verdoppelt, während die weltweiten Lagerbestände stark gesunken sind.



FAO Food Price Index, Quelle: UN FAO

Gleichzeitig haben steigende Arbeits-, Maschinen- und Düngemittelkosten sowie die fortschreitende Schrumpfung der Anbauflächen dazu geführt, dass sich die Lebensmittelpreise inflationsbereinigt einem 50-Jahres-Hoch annähern. Dies entspricht einer schmerzhaften Steuererhöhung für einkommensschwache Haushalte und einem Inflationstreiber, den die Geldpolitik nicht bekämpfen kann.

Die Kombination aus reduzierten Investitionen in die Rohstoffexploration und -produktion und steigender Nachfrage hat zu explodierenden Preisen geführt. Dies gilt sowohl für den Energiesektor, wo die OPEC Mühe hat ihre Produktionsquoten zu erfüllen, und die internationalen Ölkonzerne seit Jahren zu wenig in den Ersatz von Reserven investiert haben und so in Zukunft weniger produzieren werden, aber ähnlich auch für Industriemetalle und Agrarrohstoffe. Und wie uns die gegenwärtigen geopolitischen Umstände vor Augen führen, haben wir es auch versäumt, die Verlässlichkeit unserer Lieferungen zu gewährleisten (man denke nur an russisches Öl und Gas). Wie bereits im vorherigen Kapitel erwähnt, lässt dies erwarten, dass der rohstoffpreisbedingte Inflationsdruck hoch bleiben und damit die Kaufkraft unseres Geldes (ob EUR, CHF oder USD) weiter schwächen wird.

Die Rolle von ESG

Ein Weg, wie Rohstoffproduzenten effektiv vom notwendigen Kapital abgeschnitten wurden, um ihre Reserven und damit ihre zukünftigen Produktionskapazitäten aufrechtzuerhalten, war die Einführung von ESG-Standards (Environmental, Social, Governance) und damit zusammenhängenden Vorschriften, die wiederum den Trend der nachhaltigen Investitionen ausgelöst haben.

Es war einmal... – eine Zeit in der (Portfolio-)Investments einzig davon bestimmt wurden, welche ökonomische Rendite diese für den Investor abwarfen, d.h. wie sie die angelegten Gelder durch zu erwartende Ausschüttungen und Wertsteigerungen mehren. Dieser rein ökonomische Investmentansatz wurde später beim „Ethischen Investieren“, meist fundierend auf religiösen Werten, leicht eingeschränkt. So gibt es z.B. im Islam das Verbot des Geldverleihs gegen Zins, was in modernen Scharia-konformen Investmentansätzen mündete. Auf christlichen Werten beruht das Prinzip Anlagen in „sündhaften“ Unternehmen und Sektoren, wie z.B. Hersteller von Alkohol, Tabak oder Waffen, oder auch Betreiber von Kasinos oder Verbreiter von Pornographie zu meiden. Diese Formen des ethischen Investierens brachten zwar eine geringfügige Einschränkung des Anlageuniversums mit sich, änderten aber nichts an der grundsätzlich rendite-orientierten Anlageselektion.



Dieser ethische hat sich jedoch in den vergangenen Jahrzehnten und vorrangig in Europa zum sozial verantwortlichen Investitionsansatz (Socially Responsible Investing) gewandelt. Schon der Ökonom und Nobelpreisträger Milton Friedman kritisierte in einem [New York Times Artikel](#) vor mehr als 50 Jahren Rufe nach mehr „sozialer Verantwortung“ von Unternehmen und Managern. Wer sich die Mühe macht den Artikel zu lesen wird feststellen, dass dieser nicht nur einen freiheitlicheren als den heutzutage vorherrschenden Geist vertrat, sondern mit seiner Betonung von Selbstverantwortung und Rechenschaft fast schon ein wenig fremdartig und radikal wirkt: *«Dies ist der Hauptgrund, warum die Doktrin der "sozialen Verantwortung" die Akzeptanz der sozialistischen Ansicht beinhaltet, dass politische Mechanismen und nicht Marktmechanismen der geeignete Weg sind, um die Zuteilung knapper Ressourcen für alternative Verwendungen zu bestimmen.»* (Meine Uebersetzung...)

Ein Spiegel seiner Zeit ist zudem der wiederkehrende Bezug zum damals vorherrschenden Inflations-Thema, sowie die Überzeugung, dass zu geringe Unternehmensgewinne zu einer Entlassung eines Managers durch die Aktionäre führen könnte. 50 Jahre später scheint hier das Pendel in jeder Hinsicht ins andere Extrem ausgeschlagen zu haben.

Andere Passagen wiederum klingen vertrauter: *«Aber genau dasselbe Argument gilt auch für das neuere Phänomen, dass Aktionäre dazu aufgerufen werden, Unternehmen zur Übernahme sozialer Verantwortung zu verpflichten (z.B. der jüngste Kreuzzug gegen G.M.). In den meisten dieser Fälle geht es darum, dass einige Aktionäre versuchen, andere (oder Kunden oder Mitarbeiter) dazu zu bringen, gegen ihren Willen für die von den Aktivisten favorisierten "sozialen" Zwecke zu spenden. Wenn sie damit Erfolg haben, erheben sie wiederum Steuern und geben die Einnahmen aus.»* - Plus ça change, plus c'est la même chose.

Milton Friedman's philosophische Betrachtungen hinterliessen auf jeden Fall tiefe Spuren, da die letzten Jahrzehnte des vergangenen Jahrhunderts trotz aller ethisch bedingten Selektionseinschränkungen stark vom Gedanken des „Shareholder Value“ geprägt war. Dieser sieht die uneingeschränkte Gewinnmaximierung zugunsten der Aktionäre vor und hatte einen prägenden Einfluss auf die Aktienmarkt-Hausse in den 80er und 90er Jahren. Seit der Jahrhundertwende hat sich diese Sicht jedoch langsam gewandelt und ist mehr und mehr dem Gedanken des „Stakeholder Value“ gewichen, der stipuliert, dass Unternehmen auch andere Verantwortungen als die der Gewinnmaximierung verfolgen sollten.

Dies gipfelte im Jahr 2019 unter der Überschrift [„Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’“](#) in der Auflistung der folgenden Prinzipien der Unternehmensführung durch eine der grössten Arbeitgeberorganisationen der USA:

Meine Übersetzung: *„Auch wenn jedes einzelne Unternehmen seinen eigenen Unternehmenszweck verfolgt, so haben wir doch eine grundlegende Verpflichtung gegenüber allen unseren Interessengruppen. Wir verpflichten uns dazu:*

- *Unseren Kunden einen Mehrwert zu bieten. Wir werden die Tradition amerikanischer Unternehmen fortsetzen, die bei der Erfüllung oder Übertreffung von Kundenerwartungen eine Vorreiterrolle einnehmen.*
- *In unsere Mitarbeiter zu investieren. Das beginnt mit einer fairen Entlohnung und dem Angebot wichtiger Sozialleistungen. Dazu gehört auch, dass wir sie durch Schulungen und Weiterbildungen unterstützen, die ihnen helfen, neue Fähigkeiten für eine sich schnell verändernde Welt zu entwickeln. Wir fördern Vielfalt und Integration, Würde und Respekt.*
- *Fairer und ethischer Umgang mit unseren Lieferanten. Wir sind bestrebt, anderen großen und kleinen Unternehmen, die uns bei der Erfüllung unserer Aufgaben unterstützen, als gute Partner zu dienen.*
- *Unterstützung der Gemeinschaften, in denen wir arbeiten. Wir respektieren die Menschen in unseren Gemeinschaften und schützen die Umwelt, indem wir in allen unseren Unternehmen nachhaltige Praktiken anwenden.*
- *Langfristige Wertschöpfung für die Aktionäre, die das Kapital bereitstellen, das es den Unternehmen ermöglicht, zu investieren, zu wachsen und innovativ zu sein. Wir verpflichten uns zu Transparenz und einer effektiven Zusammenarbeit mit den Aktionären.*

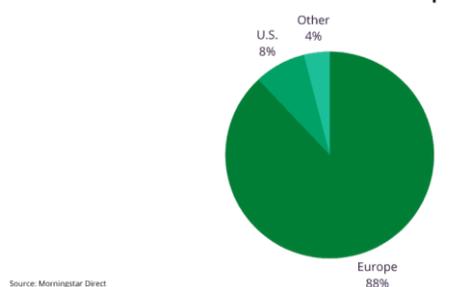
Jeder unserer Stakeholder ist wichtig. Wir verpflichten uns, für den künftigen Erfolg unserer Unternehmen, unserer Gemeinschaften und unseres Landes einen Mehrwert für sie alle zu schaffen.“

Und so wurde aus einem ausschließlich aktionärs- und damit eigentümergeorientierten Ansatz ein sozial verantwortlicher Ansatz der Unternehmensführung, bei dem die langfristige Wertschöpfung für den Eigentümer/Investor plötzlich an letzter Stelle der angestrebten Ziele stand.

Ein wichtiges Ergebnis war der Trend zum nachhaltigen Investieren, der von Managern zunehmend verlangt, die ESG-bezogenen Bemühungen ihrer Portfoliounternehmen zu beobachten und zu berücksichtigen.

Laut [SustainFi/Morningstar](#) erreichte das globale Vermögen nachhaltiger Fonds im September 2021 3,9 Bio. USD. Das ist 136% mehr als Ende 2020 und mehr als das 3-fache gegenüber Ende 2019. Der Großteil dieser Vermögen wird in Europa gehalten und von 7.486 Fonds verwaltet (gegenüber 4.153 im Jahr 2020), was die Beliebtheit des Themas unterstreicht.

Global ESG fund assets are concentrated in Europe



Quelle: [SustainFi.com](#)





Der MSCI World ESG Leaders Index verzeichnete im Jahr 2021 eine Rendite von 25,3% und übertraf damit deutlich den Anstieg des MSCI World Index von 21,8% im selben Zeitraum, was sich in insgesamt etwas höheren Bewertungen ausdrückt. Diese Kombination aus starker Performance und ethischer Orientierung ist eine hinreichende Erklärung für die Flut von Zuflüssen in diesen Sektor.

Es mag nicht überraschen, dass sechs der zehn größten Werte im MSCI World Index auch zu den zehn größten Werten im MSCI World ESG Leaders Index gehören, was an sich schon ein Beleg für die Art der Inzucht ist, die das letzte Jahrzehnt des Wachstums passiver Anlagen hervorgebracht hat.

TOP 10 CONSTITUENTS

	Index Wt. (%)	Parent Index Wt. (%)	Sector
MICROSOFT CORP	7.48	3.76	Info Tech
ALPHABET A	2.74	1.38	Comm Svcs
TESLA	2.66	1.33	Cons Discr
ALPHABET C	2.63	1.32	Comm Svcs
NVIDIA	2.06	1.04	Info Tech
JOHNSON & JOHNSON	1.53	0.77	Health Care
PROCTER & GAMBLE CO	1.31	0.66	Cons Staples
HOME DEPOT	1.30	0.66	Cons Discr
VISA A	1.29	0.65	Info Tech
MASTERCARD A	1.15	0.58	Info Tech
Total	24.15	12.14	

Quelle: MSCI World ESG Leaders Index, [latest Factsheet](#)

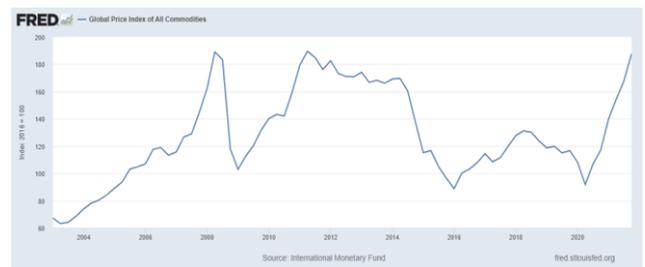
TOP 10 CONSTITUENTS

	Float Adj Mkt Cap (USD Billions)	Index Wt. (%)	Sector
APPLE	2,889.14	4.89	Info Tech
MICROSOFT CORP	2,220.13	3.76	Info Tech
AMAZON.COM	1,363.50	2.31	Cons Discr
ALPHABET A	814.76	1.38	Comm Svcs
TESLA	788.26	1.33	Cons Discr
ALPHABET C	782.03	1.32	Comm Svcs
META PLATFORMS A	746.75	1.26	Comm Svcs
NVIDIA	612.15	1.04	Info Tech
JOHNSON & JOHNSON	453.55	0.77	Health Care
UNITEDHEALTH GROUP	445.59	0.75	Health Care
Total	11,115.88	18.82	

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

Auffällig ist, dass in beiden Listen Rohstoffproduzenten fehlen, seien es die großen Öl- und Gas-Unternehmen oder diversifizierte Bergbauunternehmen. Es dominieren Unternehmen des digitalen Zeitalters und nicht solche, die dazu beitragen, die notwendigen Inputs für den Ausbau unserer Volkswirtschaften zu liefern und die Grundlage des Wachstums darstellen.

Die Energie- und Bergbauindustrie hat schwere Zeiten hinter sich. Nach dem letzten Höchststand des Rohstoffzyklus im Jahr 2011 fielen die Preise vier Jahre lang und verharrten weitere vier Jahre lang nahe dem Existenzminimum, was eine Reihe großer Unternehmen an den Rand des Bankrotts brachte.



Source: [FRED Economic Data](#), St Louis Fed

Das lag teils daran, dass – wie immer in zyklischen Branchen – die vorangegangene Hausse die Saat für die nachfolgende Baisse gelegt hatte, gemäß dem alten Sprichwort: *„Die Kur gegen hohe Preise sind hohe Preise“*. Gleichzeitig suggerierten die tiefen Rohstoffpreise Anlegern und Gesellschaft, dass Rohstoffe im Überfluss vorhanden sind, weshalb die Notwendigkeit einer ausreichenden Versorgungstabilität sowie von Ersatzinvestitionen ausser Acht gelassen wurde. Die Anleger haben den Sektor weitgehend gemieden und ihr Geld lieber in alle möglichen grünen Strategien gesteckt. Großinvestoren schlossen ein Engagement oft gar ganz aus, wie z.B. der norwegische (und weltweit größte) Staatsfonds, der 2015 begann, Kohleproduzenten aus seinem Portfolio zu eliminieren und 2019 beschloss, Öl- und Gasaktien im Wert von 10 Mrd. USD abzustossen.





Selbst ein kleines Unternehmen wie Incrementum ist gesetzlich verpflichtet, seine Haltung zum Thema Nachhaltigkeit / ESG zu formulieren, was wir im letzten Jahr mit einer auf unserer Website veröffentlichten [Erklärung](#) getan haben.

Und so sind konventionelle Rohstoffproduzenten mit immer strengeren Umweltvorschriften und schwerfälligen Projektgenehmigungsverfahren konfrontiert, sowie in vielen Fällen von der herkömmlichen Projektfinanzierung abgeschnitten und der Investorengemeinschaft gemieden. Ist es da verwunderlich, dass dies zu nicht ausreichenden Ersatzinvestitionen geführt hat? – Im Ergebnis trifft damit eine weiterwachsende Rohstoffnachfrage auf ein immer knapperes Angebot, was den Grundstein für eine Super-Hausse bei den Rohstoffpreisen gelegt hat, die sich vor unseren erstaunten Augen entfaltet und damit die Saat für eine erwartete Phase der wirtschaftlichen Stagnation gelegt hat.

All Seasons Investing

Beim Schreiben dieses Kapitels (Sonntag, 27. Februar) ist es erst wenige Tage her, dass Russland seinen Krieg mit der Ukraine begonnen hat, ein Akt der Aggression, der zu einer Breitseite von Sanktionen gegen Russland geführt hat. Dabei ist bezeichnend, dass in der ersten Runde Energielieferungen ausgenommen wurden. Andernfalls würde Europa seine Energiesicherheit aufs Spiel setzen, insbesondere bei Betrachtung der folgenden Fakten:



Antonello Guerrera

@antoguerrera

GERMAN ECONOMY MINISTER HABECK SAYS 50% OF OUR COAL COMES FROM RUSSIA

GERMAN ECONOMY MINISTER HABECK SAYS 55% OF OUR GAS FROM RUSSIA

GERMAN ECONOMY MINISTER HABECK SAYS 35% OF OUR OIL COMES FROM RUSSIA

Reuters - #Ukraine

3:04 PM · Feb 24, 2022 · Twitter Web App

@antoguerrera, [Twitter](#), 24FEB2022

Nach den zahlreichen Wochen der Drohungen und des Säbelrasselns hatte ich zugegebenermaßen nicht (mehr) mit einer groß angelegten russischen Invasion in der Ukraine gerechnet. Und ich frage mich noch immer, was Wladimir Putin dazu veranlasst hat, einen so außergewöhnlich riskanten Militärschlag zu wagen, der nach den ersten Tagen und selbst unter Berücksichtigung eingeschränkter Visibilität kaum wie geplant zu verlaufen scheint. Tatsächlich kann man nur beten, dass dieser Krieg schnell und mit möglichst wenigen Opfern zu Ende geht. Aber selbst im optimistischsten Fall einer kurzfristigen Lösung wird Russlands aggressives Vorgehen nicht nur die weltweite Energiekrise und allgemeine Rohstoffknappheit verschärfen, sondern auch eine neue Runde der Aufrüstung einläuten. All das wird Mittel kosten, die besser an anderer Stelle eingesetzt würden. Insgesamt ist dies nicht nur eine schreckliche und tragische Entwicklung, sondern eröffnet m.E. auch den Weg in die Stagflation.

Vor diesem Hintergrund scheint dies eine geeignete Gelegenheit zu sein das „All Seasons Investing“ zu besprechen, um die Transparenz unserer Prozesse und Ziele für die Anleger des **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** zu erhöhen.



Das „*All Seasons Investing*“ ist mehr als die Ausnutzung quantifizierbarer saisonaler Marktmuster („*Sell in May and Go Away*“ kommt mir da in den Sinn) oder anderer quantitativ bestimmter zyklischer Wirtschafts- oder Marktmuster. Stattdessen stehen die Jahreszeiten im Fondsnamen für die inhärente Zyklizität (des Lebens und) des Investierens. Gleichzeitig (und wie der plötzliche Kriegsausbruch in der Ukraine zeigt) müssen wir als Anleger auch ein gewisses Maß an unvermeidlicher Unvorhersehbarkeit der Ereignisse akzeptieren, die das Leben gelegentlich so überraschend und das Investieren so herausfordernd machen.

Gerade die letzte Aussage spiegelt wohl nicht die Anlegererfahrung der letzten zehn Jahre wider. Diese waren geprägt durch „Zentralbank-Put“ und Bilanzausweitung, gepaart mit einem Kreditboom, der zunehmenden „Finanzialisierung“ unserer Volkswirtschaften und der damit einhergehenden Indexierung des Anlageuniversums. Dies schuf ein perfektes Umfeld mit geringem Risiko und niedriger Volatilität, in dem Anleger lediglich jeden Rückschlag kaufen und ansonsten nur Halten mussten, oder HODL, wie man im Krypto-Bereich sagt. Ich halte es für äußerst unwahrscheinlich, dass diese besondere Kombination von Faktoren in Zukunft andauern wird.

Und daher bin ich davon überzeugt, dass wir in eine turbulente Zeit des Wandels eingetreten sind. Dieser wollen wir mit einer globalen, aktiven, flexiblen, Benchmark-unabhängigen Strategie, d.h. dem Streben nach absoluten, realen (d. h. inflationsbereinigten) Renditen, unabhängig von der vorherrschenden Finanzmarktwetterlage, begegnen. – Wie wollen wir das erreichen?

Zuerst einmal sind wir Anlagegeneralisten, keine Sektor-Spezialisten. Als solche betrachten wir zunächst die politischen, wirtschaftlichen und finanzmarktspezifischen Rahmenbedingungen, um zu entscheiden, welche Anlageklassen in das Fondsportfolio aufgenommen werden sollten. Diese sind in erster Linie Barmittel, Anleihen, Aktien und rohstoffbezogene Anlagen.

Zur Bestimmung was einen Platz in unserem Portfolio verdient sind vor allem fundamentale Überlegungen relevant: Ist eine Anlageklasse preiswert, d.h. hat sie angesichts des oben erwähnten politischen, wirtschaftlichen und marktbezogenen Hintergrunds günstige Risiko-/Renditeaussichten, und wenn ja, welche Sektoren oder Anlagethemen erscheinen besonders vielversprechend? – Derzeit bevorzugen wir auf der Risikoseite Aktien und rohstoffbezogene Anlagen. Anleihen verdienen zurzeit keinen Platz in unserem Portfolio, aber wir halten ca. 20% Barmittel, die uns Optionalität im Falle unerwarteter Gelegenheiten bieten. In diesem Zusammenhang sollten Anleger beachten, dass der **IASF** als europäischer UCITS-Fonds keine Anlagen auf Kredit erwerben darf.

Was preiswert ist, ist nicht immer so einfach zu ermitteln, wie es sich anhört. Wenn quantitative Analysen dazu ausreichen würden, beherrschten Quant-Fonds die Welt. Dies ist nicht der Fall, und ich habe in meiner Laufbahn genug unterbewertete Anlagen (sogenannte Value Traps) gesehen, die lange Zeit unterbewertet blieben, da es dafür gute Gründe gab.

Ein preiswertes Anlagethema zu bestimmen ist leichter, aber welche Einzelanlagen wählen wir? Einige Anleger bevorzugen börsengehandelte Fonds, um sich in bestimmten Anlagethemen zu engagieren, aber wir bevorzugen eindeutig Einzelaktien, weil wir gelernt haben, dass zwischen den besten und den schlechtesten Einzelanlagen in einem bestimmten Sektor oft eine große Kluft besteht. Die Qualität und Beständigkeit des Managements spielen hier eine große Rolle, ebenso wie zahlreiche andere Faktoren. Unser Ziel ist es nicht, in **Benjamin Graham**-Manier den inneren Wert oder die exakte Risikomarge einer Anlage zu ermitteln. Der Vater des Value Investing postulierte: *"Eine Anlageoperation ist eine solche, die bei gründlicher Analyse Sicherheit des Kapitals und eine angemessene Rendite verspricht. Geschäfte, die diese Anforderungen nicht erfüllen, sind spekulativ."* Diese Aussage können wir sehr gut nachvollziehen, aber sie erinnert uns auch an ein altes Sprichwort: *"Es ist schwierig, Vorhersagen zu treffen, vor allem über die Zukunft."* - In diesem Sinne streben wir natürlich auch Investitionen an, die nach unserer fundamentalen Einschätzung a priori Sicherheit für das Kapital und eine angemessene Rendite versprechen, auch wenn dieses Versprechen nicht immer eingehalten wird. Daher ist es ebenfalls wichtig zu wissen, wann sich nicht erwartungsgemäss entwickelnde Anlagen zu eliminieren sind.

Als Fondsmanager stützen wir unseren Allokationsprozess auf drei Säulen der Wertschöpfung, um das **IASF** Vermögen zu mehren. Die erste Säule sind Kapital- bzw. Kursgewinne, die in der heutigen Zeit die Hauptquelle des Wertzuwachses darstellen. Diese bestehen hauptsächlich aus Preiserhöhungen, aber auch aus Wechselkurschwankungen, die in einem globalen Portfolio nicht unterschätzt werden sollten.

IASF - 3 Säulen der Wertschöpfung



Die zweite Säule sind regelmäßige Erträge aus Zinsen (derzeit äußerst selten) oder Dividenden. Im Jahr 2021 hatte der Fonds keine Zinserträge, erzielte dafür aber 1,13 Mio. EUR an Netto-Dividendeneinnahmen, was ca. 2,5 % des durchschnittlich eingesetzten Kapitals entspricht.

Die dritte Säule ist der der Derivate, die auf zweierlei Weise Wert schaffen. Zum einen durch den Verkauf von Optionen und die daraus resultierende Vereinnahmung von Optionsprämien. Im Jahr 2021 geschah dies hauptsächlich auf die bestehenden Aktienbestände des **IASF** sowie in geringem Umfang durch den Verkauf von Devisenoptionen und trug ca. 5% zur Entwicklung des Fondsvermögens bei. Zum anderen setzen wir im **IASF** Devisentermingeschäfte zur Steuerung des Wechselkursrisikos sowie Futures zur Absicherung von Aktien- oder Zinsrisiko ertragsrelevant ein. 2021 erwies sich die teilweise Absicherung des Aktienmarktrisikos mit einem negativen Beitrag von ca. 11% des NAV als besonders kostspielig, während die Währungsabsicherung insgesamt eine positive Rendite abwarf.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Angesichts der Ungewissheit an den Finanzmärkten besteht die Kunst des Investierens darin, dass der Großteil der Renditequellen die Erwartungen erfüllt und somit negative Renditebeiträge überkompensiert werden. Das hat im vergangenen Jahr gut funktioniert, wie die Tabelle unten links zeigt:

	USD-D	EUR-D	EUR-P	CHF-D
Aktueller Anteilswert:	124.34	119.91	117.36	118.34
Dezember Performance (%):	-0.50%	-0.70%	-0.73%	-0.67%
2021 Performance (%):	17.52%	15.93%	15.52%	15.99%
Seit Auflegung p.a.:	8.84%	7.31%	7.32%	6.76%

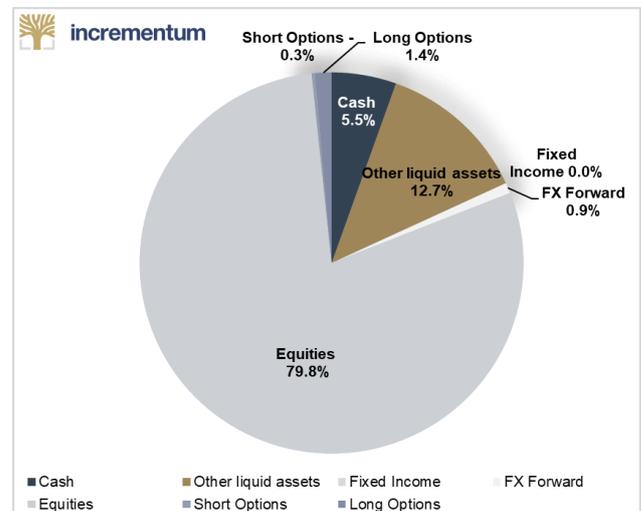
IASF Performance 2021

	USD-D	EUR-D	EUR-P	CHF-D
Aktueller Anteilswert:	143.88	139.03	135.99	136.63
Februar Performance:	5.74%	5.75%	5.72%	5.68%
2022 Performance:	15.71%	15.95%	15.87%	15.46%
Seit Auflegung p.a.:	14.29%	12.86%	13.57%	12.14%

IASF Performance 2022

Wie die Tabelle mit den Februar-Ergebnissen oben rechts zeigt, können unsere Anleger im laufenden Jahr sogar noch zufriedener sein. Weitere Einzelheiten zu den monatlichen Ergebnissen und Renditebeiträgen finden Sie wie immer im monatlichen Factsheet des **IASF** auf unserer [Webseite](#).

Zur weiteren Veranschaulichung unseres Investitionsansatz habe ich die **IASF** Vermögensallokation zum Jahresende 2021 nebenan dargestellt. Diese war Ende Februar nur wenig verändert: Der Aktienanteil sank um 3,6%, zugunsten der Barmittel / Cash.



IASF Vermögensallokation am Jahresende 2021

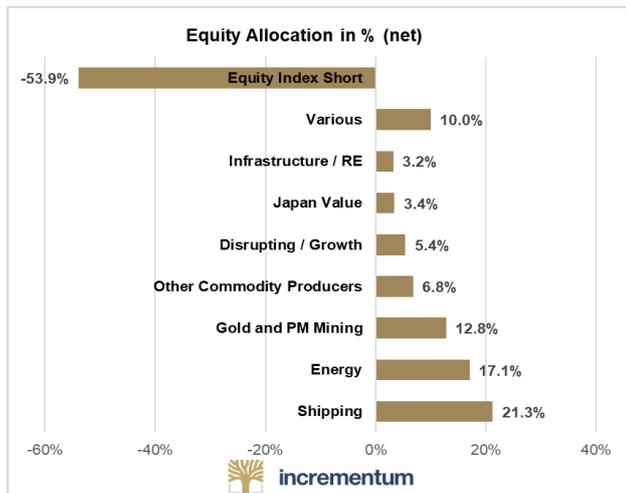
Wer sich die Graphik genauer anschaut, wird feststellen, dass festverzinsliche Wertpapiere (Fixed Income) offensichtlich beurlaubt sind, da der **IASF** derzeit (und bereits seit einem Jahr) keine Allokation in dieser Anlageklasse vorgenommen hat. Der Grund dafür ist, dass qualitativ hochwertige, mit einem Investment-Grade-Rating versehene (Staats- und Unternehmens-)Anleihen deutlich negative reale (d. h. inflationsbereinigte) Renditen bieten, während qualitativ minderwertige (Non-Investment-Grade oder Junk-)Anleihen angesichts der immer noch sehr engen Renditespannen gegenüber Benchmark-Staatsanleihen noch weniger investierbar sind. Als Anleger mochte ich eigentlich immer die bessere Vorhersehbarkeit und Verlässlichkeit der Cashflows festverzinslicher Wertpapiere, aber ich fürchte, dass es wohl noch einige Jahre dauern wird, bis sie wieder eine größere Rolle in unserer Vermögensallokation spielen werden.





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



IASF Aktien-Themen zum Jahresende 2021

Wie schon erwähnt, identifizieren wir auf der Grundlage der vorherrschenden Makro-Rahmenbedingungen und -Aussichten Anlage-themen, in denen wir ein attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis sehen. Ende 2021 waren dies **Schifffahrt, Energie, Gold- und Edelmetallproduzenten, Sonstige Rohstoffproduzenten, Disruptive Technologien / Wachstum, Japan Value** und **Infrastruktur / Immobilien**. Die Rubrik **Sonstige** enthält Aktien, die nicht in die oben genannten Kategorien passen, aber dennoch attraktive Ergebnispotentiale bieten.

Jedes dieser Anlagethemen enthält aus Diversifikationsgründen eine Reihe von Einzeltiteln, was uns ein aktives Positionsmanagement und die Ernte von Optionsvolatilitätsprämien ermöglicht und damit die regelmäßigen Cashflows im Rahmen unserer dritten Säule der Wertschöpfung gewährleistet. Als Generalisten können wir nicht für jede unserer Portfoliobeteiligungen ein tiefgehendes Research durchführen und stützen uns daher in hohem Maße auf externe (kostenpflichtige) Researchquellen. Darüber hinaus legen wir für jeden Sektor eine weiche Obergrenze von 20% und eine harte Obergrenze von 25% fest. Dies ist für das allgemeine Risikomanagement von entscheidender Bedeutung, und erlaubt uns dennoch ein hohes Maß an Vertrauen in ein bestimmtes Thema zum Ausdruck zu bringen.

Darüber hinaus wäre noch das Fremdwährungsengagement zu erwähnen, das ebenfalls eine Quelle der Wertschöpfung für den **IASF** ist und von uns aktiv verwaltet wird. Dies bedeutet, dass wir Nicht-EUR-Währungsallokationen teils absichern und dann auch wieder nicht, immer in Abhängigkeit von unserer Erwartung wie sich diese Währung im Vergleich zum EUR entwickeln wird.

Zusammengefasst verfolgt der **IASF** *“eine universelle, globale Investmentstrategie, die alle Anlageklassen beinhaltet und ihre 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. Wir legen grossen Wert auf Fundamentalanalyse und bevorzugen Direktanlagen gegenüber Derivaten. Letztere werden vor allem zum Zweck der Risikosteuerung eingesetzt. Unseren Investoren bieten wir durch unsere regelmäßige Berichterstattung hinreichend 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 der Fondsmanager hat zur Unterstreichung unserer Interessenkongruenz ein Co-Investment im Fonds getätigt.”* (Quelle: [Incrementum's IASF Webseite](#))



Ich hoffe, dass dies dazu beiträgt, unsere "All Seasons"-Anlagestrategie transparenter zu machen. Sie ist für vermögende Anleger mit einem längerfristigen Anlagehorizont geeignet, die bereit sind, ein erfahrenes Managementteam damit zu beauftragen ihr Vermögen und ihre Kaufkraft zu steigern.

Managementbericht und Kommentar des noch zu veröffentlichenden IASF-Jahresbericht 2021

Das Jahr 2021 stand erneut im Zeichen der weltweiten Covid-19-Pandemie. Wurde die erste Jahreshälfte in Folge der Einführung neu zugelassener Impfstoffe noch von Hoffnungen auf ein Ende der Pandemie geprägt, so erlebten wir zum Jahresende eine überraschend starke Welle der neuen Omicron-Variante, die für erneute Unsicherheit an den Finanzmärkten sorgte. Dazu kamen geopolitische Spannungen, insbesondere zwischen China und Taiwan sowie Russland und Ukraine, die für erhebliche Unruhe sorgten.

Wirtschaftlich war 2021 ein außergewöhnliches Jahr. Zum einen wurde das Wachstum vor allem in der ersten Jahreshälfte durch Covid-bedingte staatliche Unterstützungsmaßnahmen angekurbelt, zum anderen standen die globalen Lieferketten unter enormem Druck, was erheblich zum deutlichen Anstieg der Inflationsraten beitrug. Letzterer wurde von Seiten der Währungshüter jedoch zu lange als lediglich vorübergehend eingeschätzt. Und weil die Zentralbanken an ihrer außerordentlich expansiven Geldpolitik, gekennzeichnet durch Null- bzw. Negativzins nebst Anleihenkäufe, festhielten blieben auch die langfristigen Zinsen bis zum Jahresende auf überraschend tiefem Niveau. So gingen 10-jährige US-Staatsanleihen trotz einer CPI-Inflationsrate von 7% mit einer Rendite von lediglich 1,5% aus dem Jahr, während deutsche Bundesanleihen bei 5,3% CPI weiter im negativen Bereich (-0,2%) verharrten. Diese Diskrepanz ist nur durch die anhaltenden Anleihenkäufe der Zentralbanken zu erklären, sowie die Erwartung der sonstigen Marktteilnehmer auf eine rasche Rückkehr der Inflation auf das als optimal angesehen 2% Niveau. Letzteres wäre jedoch eine Entwicklung, für die wir fundamental keine hinreichenden Gründe finden können.

Die Aktienmärkte erlebten vor diesem Hintergrund ein außerordentlich gutes Jahr. Der FTSE Global 100 Index verzeichnete einen Jahresanstieg von 26% in USD (30% in EUR). Hauptverantwortlich waren die US-Leitbörsen (US-Aktien machten zum Jahresende einen Anteil von 61,3% am MSCI World (ACWI) Index aus), an denen sowohl der S&P500 als auch der Nasdaq 100 um je 27% zulegen konnten. Der 2021er Bullmarkt war dabei durch selten erlebte spekulative Exzesse geprägt. Meme Stocks wie GameStop (GME; stiegen von \$14 auf 300 und zurück auf 100) oder AMC Entertainment (AMC; von \$2 auf 60 und zurück auf 16) werden in die Annalen der Börsengeschichte eingehen. Auch der IPO-Markt sowie der SPACs (Special Purpose Acquisition Vehicles)-Boom übertraf alles bisher erlebte. Die europäischen Aktienmärkte verzeichneten einen ebenfalls beachtlichen Anstieg von 22% (gemessen am EuroStoxx 600), während der japanische Nikkei 225 mit einem 5% Anstieg deutlich hinterherhinkte. Verluste mussten dagegen chinesische Investoren hinnehmen (CSI 300 -5%).

Europäische Anleger profitierten im vergangenen Jahr auch von der Schwäche des EUR, sowohl gegenüber dem USD (7%), als auch gegenüber GBP (6%), CHF und NOK (4%). Unter den für uns relevanten Hauptwährungen schwächte sich nur der JPY gegenüber dem EUR ab (-4%). Der feste USD war sicher auch ein Grund für das im Hinblick auf die anziehende Inflationsdynamik enttäuschende Abschneiden der Edelmetallpreise. Dabei hielten sich die Verluste bei Gold (-3,5% gegenüber dem USD) noch in Grenzen, während sie bei Silber (-11,7%) und Platin (-9,3%) ausgeprägter ausfielen. Sehr viel erfreulicher entwickelten sich dagegen die weiteren Rohstoffpreise, unter denen z.B. der Preis für Rohöl um ca. die Hälfte sowie der für Kupfer um etwa ein Viertel zulegen konnten.

Für die Anleger des **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** war 2021 vor diesem Markthintergrund ebenfalls ein gutes Jahr, auch wenn der Erfolg des ersten Halbjahres im zweiten etwas verwässert wurde. Insgesamt profitierte der Fonds von einer Aktiengewichtung mit besonderen Schwerpunkten in den Themen Schifffahrt und Energie, die insgesamt ca. ein Drittel der Gesamtallokation ausmachten und die vor allem in der ersten Jahreshälfte starke Kursgewinne verzeichneten, während die 2. Jahreshälfte immer wieder (und besonders zum Jahresende) von Gewinnmitnahmen gezeichnet war. Das drittgrösste Aktienthema waren Edelmetallproduzenten (ca. 10%), ein Sektor der 2021 eine eher enttäuschende Performance (FTSE Gold Mines Index -13%) aufwies. Das Auf und Ab des Investmentgeschäfts liess sich auch im Thema Disruptive Technologien / Wachstum (ca. 5%) erleben, das in der ersten Jahreshälfte durch aussergewöhnliche Gewinne und in der zweiten von deutlichen Verlusten geprägt war. Dies lieferte einen weiteren Beleg dafür wie sehr die Investmentbranche in der heutigen Zeit von passiven Anlageströmen dominiert wird.

Bei der Betrachtung der **IASF** -Gesamtperformance ist es wichtig zu realisieren, dass wir die ca. 75%ige Brutto-Aktienallokation durch eine ca. 50%ige Short-Position in Nasdaq und S&P 500 über das ganze Jahr hinweg abgesichert haben. Dies reflektiert zum einen unsere Erkenntnis, dass die genannten Aktienindizes signifikant überbewertet sind. Zum anderen sind wir davon überzeugt, dass der letztjährige Inflationsanstieg nicht bloss vorläufiger Natur ist, und dass dieser wiederum zu einer restriktiveren Notenbankpolitik und damit verbunden zu einer signifikanten Reduktion der Anleihenkäufe und entsprechenden Zinsanstiegen führen wird. Aufgrund dessen erwarteten wir ein schwierigeres Jahr 2021, besonders für Aktien mit langer Duration, d.h. insbesondere für die grossen amerikanischen Wachstums- bzw. Mega Cap-Aktien, was die absichernden Short-Positionen erklärt, an denen wir unverändert festhalten. Da zudem die Bondmärkte bei anhaltend negativen Realzinsen für rendite-orientierte Anleger höchst unattraktiv bleiben, erwarten wir eine anhaltende Rotation in Substanz- und Value-Aktien. Die genannte Short-Position, die den Fonds 2021 ca. 14% Performance gekostet hat, ist dabei jedoch keinesfalls strategischer Natur. Stattdessen planen wir diese wie schon während des Covid-Crashes im 1. Quartal 2020 bei einer hinreichenden Aktienmarktkorrektur nach und nach abzubauen.

Ein Teil des negativen Performance-Beitrags der Aktien-Short-Position wurde durch unsere aktive Optionsverkaufsstrategie wieder wettgemacht, die für ca. 5% des NAV-Anstiegs im Jahr 2021 verantwortlich war. Dabei handelten wir hauptsächlich Aktienoptionen, bei denen in diesem Jahr insbesondere der Energiesektor (und hier Antero Resources und Peabody Energy) die höchsten Einnahmen generierte. Insgesamt spiegelte sich unser aktives Management des Portfolios in mehr als 600 Einzeltransaktionen im Jahresverlauf wider. Weitere Informationen zum Fonds enthält der IASF-Quartalsbrief „[Seasonal Reflections](#)“, sowie das monatliche Factsheet, die auf der [Incrementum Homepage](#) zu finden sind.

In der Rückschau erscheint es beinahe surreal, wie einfach das Geldverdienen an den Kapital- und insbesondere Aktienmärkten in den vergangenen 2 Jahren war. Je höher dabei das eingegangene Risiko der Investoren war, desto höher waren die Gewinne, und jeder Nachkauf bei Rückschlägen erhöhte diese nur noch weiter. Dass einem erhöhten Risiko jedoch auch ein grösseres Verlustpotential entspricht, scheint dabei ebenso in Vergessenheit geraten zu sein, wie die Tatsache, dass Vermögenspreise sich in Zyklen bewegen. Das Management Team des IASF ist sich dieser Zyklizität bewusst, weshalb wir unser Ziel für den IASF damit beschrieben haben, ein reales, d.h. inflationsbereinigtes Wachstum des Anlagevermögens über den Marktzyklus zu erreichen. Dieses Ziel haben wir in den bisher 2,5 Jahren unter unserem Management klar erreicht, und wir sind zuversichtlich, dass wir dieses Ergebnis trotz voraussichtlich stürmischerer Börsenzeiten im Jahr 2022 ausbauen können.



An dieser Stelle möchten wir uns bei allen Investoren für ihr Vertrauen und ihre Geduld, sowie bei unseren Geschäftspartnern, insbesondere der Fondsleitung und Depotbank, für ihre Unterstützung im abgelaufenen Jahr bedanken und freuen uns auf ein spannendes, hoffentlich ertragreiches und sicher wieder sehr interessantes Anlagejahr 2022.

Zum Abschluss

Bitte entschuldigen Sie die Verspätung bei dieser Winterausgabe meiner Seasonal Reflections. Es ist mir wichtig, diese zu schreiben, aber nicht von höchster Priorität.

Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses Artikels ist Russland in einen Krieg mit der Ukraine eingetreten, und die Zukunft sieht noch ungewisser aus, als sie es sonst ist. Ich bete für beide Seiten des Konflikts, dass sie sich um eine Deeskalation und eine rasche Rückkehr zum Frieden bemühen, auch wenn dies Anfang März leider eher unwahrscheinlich erscheint.



Dies alles hat so viele Auswirkungen auf die Anleger, dass ich wahrscheinlich weitere 10 Seiten darüber schreiben könnte, was ich angesichts der schon vorliegenden Verspätung bei der Veröffentlichung dieses Kommentars lieber vermeiden möchte. Abgesehen von der beängstigenden Aussicht auf einen Dritten Weltkrieg werden diese jüngsten Entwicklungen die Knappheit von Rohstoffen, insbesondere von Energie, aber auch von Agrarrohstoffen, nur noch verstärken. Strategisch gesehen wird die Versorgungssicherheit für die meisten Regierungen der Welt ein Thema sein, welches sie verstärkt werden berücksichtigen müssen. Und der Krieg in der Ukraine erhöht die Aussicht auf einen noch stärkeren Inflationsdruck, der die Aussichten für das Wirtschaftswachstum weiter verschlechtern wird, so dass ein stagflationäres Umfeld unvermeidlich erscheint.

Die gute Nachricht für unsere Anleger ist, dass der **IASF** einen exzellenten Start in das Jahr 2022 hatte, sowohl auf absoluter als auch auf relativer Basis, und ich freue mich, dass unser Anlageansatz Früchte trägt und die von uns angestrebten Kaufkraftgewinne liefert. Angesichts der immer noch steigenden Inflation wird es in Zukunft nicht einfacher werden, dieses Ziel zu erreichen. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass wir die Mittel unserer Anleger ruhig durch diese turbulente Zeit steuern und kompetent verwalten werden.

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!

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>

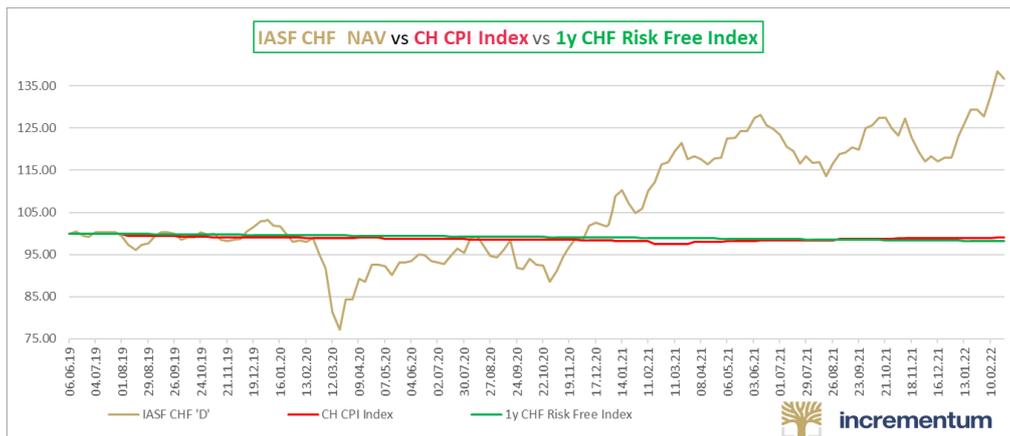
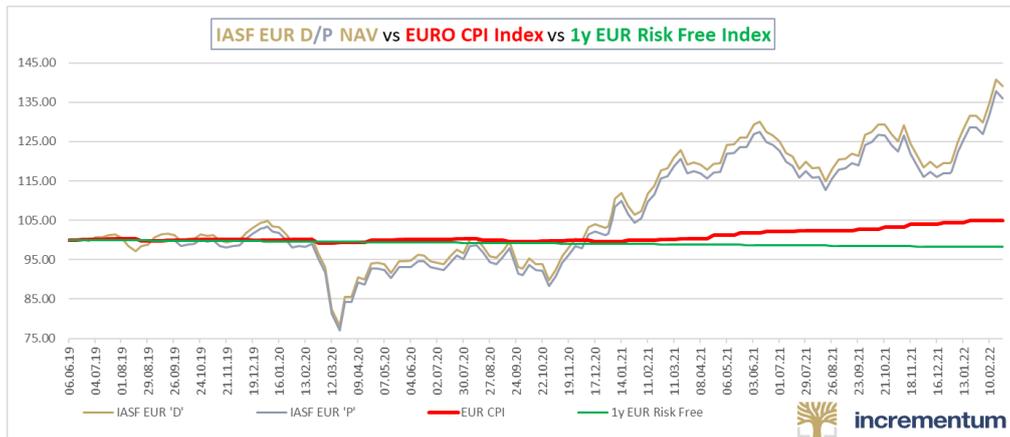
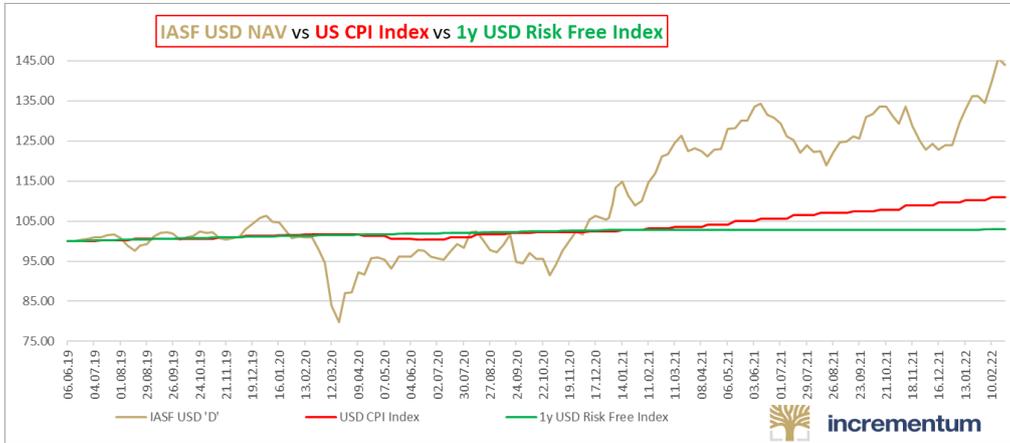




Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Appendix *



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (24FEB2022), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Konsumentenpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'D' Anteile; 26Sep2019 für EUR-P Anteile) auf indizierter Basis.



IASF – 8 Investment Lektionen des Portfolio Managers

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

Disclaimer

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

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

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

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

