



2022 / 02

## Seasonal Reflections

*Keine leichten Zeiten*

Sehr geehrter Leser / Investor,

die Frühlingsausgabe 2022 der *Seasonal Reflections* möchte ich wie immer mit einem jahreszeitlichen Foto eröffnen, welches dieses Mal bei einem Besuch in [Tegernsee](#) entstanden ist.

Meine Frau und ich waren über das Osterwochenende nach Wien gefahren, um Zeit mit unseren Töchtern zu verbringen, alte Freunde zu treffen und die fantastische "All You Need Is Love"-Beatles-Show zu besuchen. Auf dem Rückweg übernachteten wir am Tegernsee, wo dieses Foto an der Seepromenade entstand. Für mich vermittelt es die immer noch kühle Luft eines sonnigen Frühlingstages, an dem man fast zuschauen kann, wie sich die Blätter entfalten, und das Vogelgezwitscher nicht einmal vom vorbeifahrenden Osterferienverkehr übertönt wird.



Tegernsee, Bavaria, 18APR2022, HGS pic



Hans G Schiefen  
@SchiefenHg

To me China's (evolving?) Covid policy is the ultimate test of how effectively The country is governed - and this Hedgeye cartoon tells the tale!

Cartoon of the Day: Up The Wall  
[app.hedgeye.com/insights/11531...](http://app.hedgeye.com/insights/11531...) via @hedgeye



app.hedgeye.com  
Cartoon of the Day: Up The Wall  
Here's our cartoonist Bob Rich's latest take on the markets and economy.

7:11 AM · Apr 21, 2022 · Twitter for iPad

@SchiefenHg, [Twitter](#), 21APR2022

Es sind Momente wie dieser, die uns daran erinnern, wie glücklich wir sind, im Herzen Europas mit seiner natürlichen Schönheit, seinem Wohlstand und dem hohen Maß an persönlicher Freiheit zu leben. Diese Freiheit wurde zwar während des Covid-19-Ausbruchs eingeschränkt, aber in keinem Vergleich zu dem, was ich von Freunden in Asien höre. Mein früheres zu Hause, Hongkong, hat dabei mit (bis zu drei) Wochen langen und strengen Quarantäneregungen bei der (Wieder-)Einreise neue Masstäbe gesetzt. Aber nichts übertrifft, was wir zuletzt aus Shanghai und anderen Städten der Volksrepublik gesehen haben, was meiner Meinung nach nichts Gutes für Chinas Zukunft verheißt.



Mittlerweile sind wir auch in Europa mit den Handlungen eines Autokraten konfrontiert... – Ehrlich gesagt fällt es mir schwer den Krieg in der Ukraine zu kommentieren. Russland ist klar der Aggressor, aber seine Motive und die Reaktion des Westens werden im Allgemeinen in klassischer "Good Guy" (Putin & Co) / „Bad Guy“ (Biden, NATO, EU, usw.)-Manier dargestellt. Nach zwei Jahren "Krieg gegen Covid" ermöglicht dies den Politikern, die Aufmerksamkeit der Bürger weiterhin von Themen abzulenken, die sonst vielleicht mehr im Mittelpunkt stehen würden.

Persönlich glaube ich, dass wir uns als Europäer, die in zwei Weltkriegen gekämpft haben, in der Vergangenheit um engere Beziehungen zu Russland hätten bemühen sollen, anstatt die Osterweiterung einer von den USA geführten NATO zu unterstützen, die Russlands bekannte und historisch tief verwurzelte Sorge um seine territoriale Integrität befeuerte und es so dazu gebracht hat, sich nur noch enger mit China zu verbünden. Aber das ist jetzt Schnee von gestern.

Verfolgt man die Nachrichten zu diesem Thema, so hat man wie so oft den Eindruck, dass es der Politik vorrangig darum geht Narrative zu schaffen, die ihre Handlungen rechtfertigen, während sie immer mehr von den Bedürfnissen und Problemen der realen Welt abgekoppelt zu sein scheinen. Was die Maßnahmen gegen Russland betrifft, so hat mich eine Rede der EU-Abgeordneten Clare Daly berührt, auf die ich am 8. April auf Twitter gestoßen bin. Für mich war dies eine der klarsten und kritischsten Stellungnahmen zur Reaktion des Westens auf Russlands Aggression gegen die Ukraine und es lohnt sich sicher, 2:34 Minuten zuzuhören und darüber zu reflektieren....



@ClareDalyMEP, [Twitter](#), 7APR2022

Eine interessante Meinung zum Krieg vertrat auch der deutsche Sozialpsychologe Harald Welzer in einer Veröffentlichung im [Stern](#) am 16. März. Er schreibt darin: *“Wohlgemerkt: Alle meine Sympathie liegt aufseiten der angegriffenen Bevölkerung, absolut keine aufseiten des Aggressors. Aber wenn es darum geht, Krieg vor Entgrenzung zu bewahren, liefert die Story von Gut und Böse ein schlechtes Drehbuch. Denn die übergreifende Perspektive auf ein möglichst schnell herbeizuführendes Kriegsende und die Orchestrierung einer neuen Nachkriegsordnung, die die geopolitische Renaissance des Imperialismus, nicht nur des Putin’schen, ernst nimmt und in Rechnung stellt, lässt sich keineswegs aus der Sicht der Angegriffenen entwickeln. Einer solchen Perspektive kann es nicht um "Gewinnen um jeden Preis" gehen – was übrigens bedeutet, dass man sich sein Handeln vom Aggressor aufzwingen lässt –, sondern darum, Handlungsspielräume zu schaffen, die Möglichkeiten für ein Ende der Gewalt eröffnen.”*

Aber wie beim Covid-Ausbruch nützt die Politik auch den Ukraine-Krieg dazu Ängste zu schüren (siehe die Warnung des deutschen Gesundheitsministers vor dem Ausbruch einer Covid-[Killervariante](#) im Herbst), um so allerlei Notmaßnahmen zu rechtfertigen. Dies hilft auch dabei von jeglicher Kritik



abzulenken, dass unser plötzlicher Kaufkraftverlust vielleicht andere Ursachen hat als die Unterbrechung der Lieferketten im Zusammenhang mit Covid oder der Krieg Russlands in der Ukraine.

## Fundamentaler Investment-Hintergrund: Stagflation 2.0

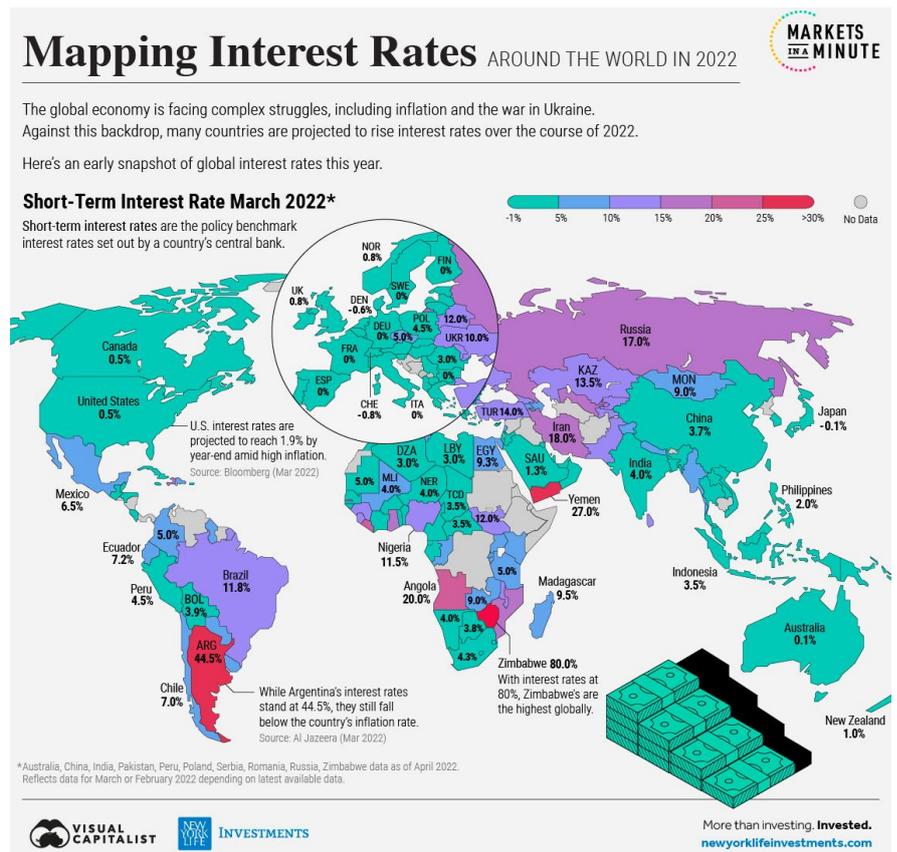
Bei der Betrachtung des Investment-Umfeldes kommt man nicht umhin, eine zunehmend angespannte makroökonomische Lage festzustellen, die vor allem durch einen schier unaufhaltsamen Anstieg der Inflation in der ganzen Welt gekennzeichnet ist. Regelmäßige Leser wissen, dass wir dies schon seit einiger Zeit erwartet und in früheren Ausgaben ausführlich davor gewarnt haben.

Und während die Politik lange die Mär einer lediglich vorübergehenden Entwicklung verbreitete, zeigt die Tabelle links das wahre Bild.

Global Inflation Rates	
Country	CPI Inflation (YoY %)
JAPAN	0.9%
CHINA	1.5%
SAUDI ARABIA	1.6%
SWITZERLAND	2.4%
INDONESIA	2.6%
TAIWAN	3.3%
AUSTRALIA	3.5%
PHILIPPINES	4.0%
SOUTH KOREA	4.1%
SWEDEN	4.3%
SINGAPORE	4.3%
FRANCE	4.5%
FINLAND	4.5%
PORTUGAL	5.3%
CANADA	5.7%
SOUTH AFRICA	5.7%
THAILAND	5.7%
NEW ZEALAND	5.9%
UK	6.2%
IRELAND	6.7%
ITALY	6.7%
INDIA	7.0%
GERMANY	7.3%
MEXICO	7.5%
US	8.5%
NETHERLANDS	9.7%
SPAIN	9.8%
POLAND	10.9%
BRAZIL	11.3%
RUSSIA	16.7%
ARGENTINA	52.3%
TURKEY	61.1%
VENEZUELA	284%

@CharlieBilello

@charliebilello, [Twitter](#), 12APR2022



[Visual Capitalist](#), 21APR2022

Länder wie Brasilien, Russland, Argentinien und die Türkei haben bereits eine zweistellige Inflationsrate erreicht, während Venezuela bereits seit einiger Zeit eine Hyperinflation erlebt.

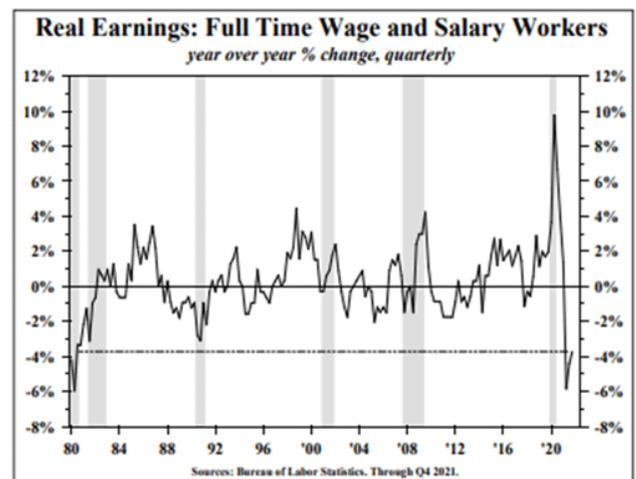


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Der zynische Leser wird einwenden, dass es sich dabei doch nur um die üblichen Verdächtigen handelt, aber ein genaueres Betrachten der Tabelle zeigt, dass auch Polen bereits eine zweistellige Inflationsrate aufweist, während weitere europäische Länder wie Spanien, die Niederlande und auch das traditionell inflationsscheue Deutschland, gemeinsam mit den mächtigen USA auf dem besten Weg sind, sich dieser illustren Gruppe anzuschließen. Angesichts dieser Dynamik in Verbindung mit noch rekord-niedrigen Zinssätzen (siehe Grafik auf der vorhergehenden Seite rechts) haben sich führende Notenbanker inzwischen von der "vorübergehenden" Sichtweise verabschiedet und versuchen in den USA sogar den Geist von [Paul Volcker](#) zu beschwören.

Selbst im jahrzehntelang von Deflation geprägten Japan ist ein wachsender Inflationsdruck zu beobachten, der in den kommenden Monaten durch den rapide fallenden Yen noch verstärkt werden wird. Unter den G20-Staaten, die nach eigenen [Angaben](#) "mehr als 80% des weltweiten BIP, 75% des internationalen Handels und 60% der Weltbevölkerung repräsentieren", leidet die überwiegende Mehrheit bereits unter Verbraucherpreisinflation (VPI) von mehr als 5%, was wie das Beispiel der USA zeigt einen erheblichen Kaufkraftverlust mit sich bringt.

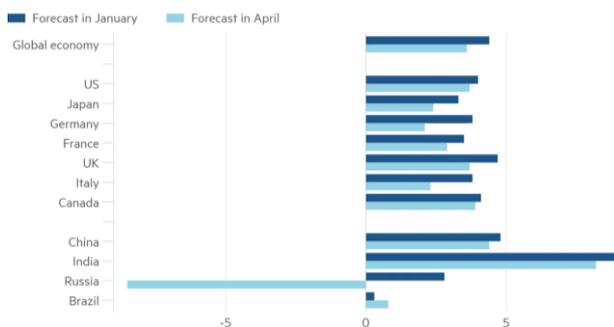


[Thoughts from the Frontline](#), 23APR2022

Da Inflation wie eine "Steuer" auf alle Ausgaben wirkt, sind die Wachstumsaussichten inzwischen korrigiert worden. So wurden in den IWF-Prognosen im April sowohl die BIP-Schätzungen für 2022 gesenkt als auch die Verbraucherpreisinflationserwartungen für 2022 nochmals angehoben.

The IMF cuts economic growth forecasts

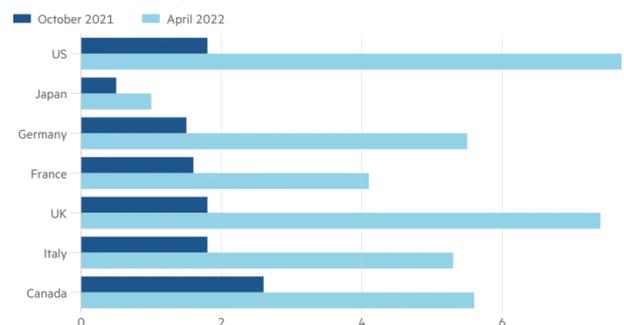
Annual GDP growth in 2022 (% selected countries)



Source: IMF © FT

The IMF now expects much higher and more persistent inflation

2022 increase in consumer prices (%)



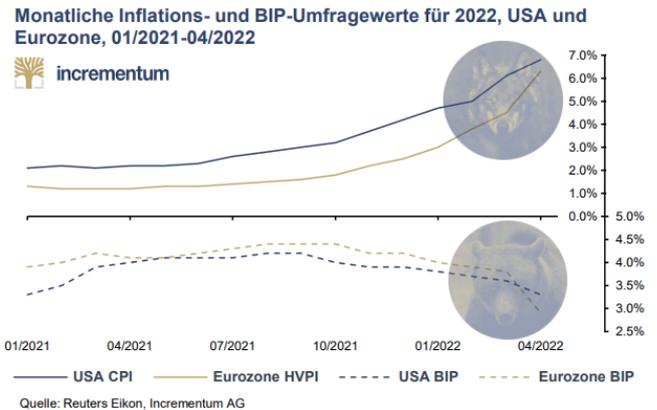
Source: IMF © FT

BIP Wachstumsschätzungen links, Verbraucherpreisinflation rechts; Quelle: [Financial Times](#), 19APR2022

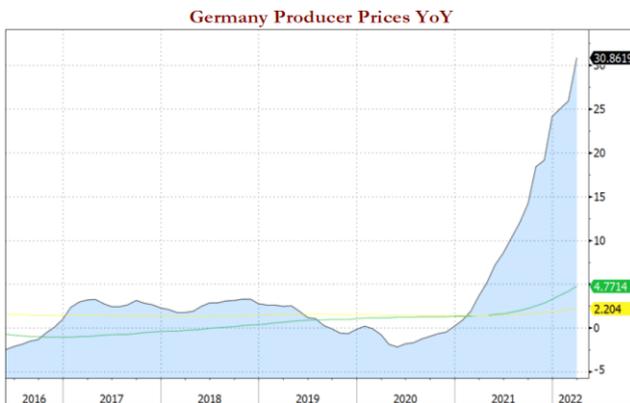




Dies ist das Rezept für das, was meine geschätzten Kollegen Ronni Stoeferle und Mark Valek in ihrem gerade veröffentlichten [In Gold We Trust Report 2022](#) als **Stagflation 2.0** bezeichnet haben. Der Begriff **Stagflation** wurde in den 60er und 70er Jahren als Verschmelzung der Begriffe Stagnation und Inflation geprägt. Die ursprüngliche Definition enthielt ein drittes Element, nämlich hohe Arbeitslosigkeit, das derzeit noch fehlt, in nicht allzu ferner Zukunft jedoch ebenfalls auftauchen könnte.



[In Gold We Trust Report 2022](#)



Meines Erachtens sind wir in der Tat in eine neue Zeit eingetreten, die durch anhaltend höhere Inflation gekennzeichnet ist. Werfen Sie einen Blick auf die deutschen Erzeugerpreise und sagen Sie mir, dass Sie anderer Meinung sind... – Und dies stellt letztlich einen (insgeheim in Kauf genommenen) Vorteil statt eines Unfalls der praktizierten Wirtschaftspolitik dar, da sie dazu beiträgt, die reale (inflationsbereinigte) Staatsschuldenlast zu senken.

Dies alles ist die Konsequenz der Tatsache, dass die Fiskalpolitik die Zügel aus den Händen der Geldpolitik genommen hat, was historisch betrachtet immer wieder zu Inflation führte.

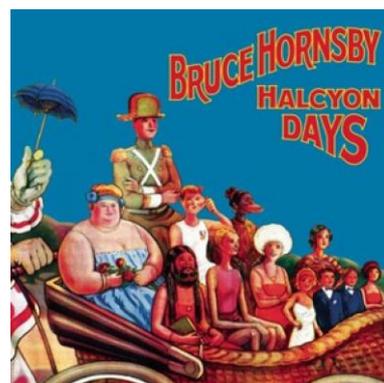
Natürlich fürchten die meisten Marktbeobachter nun ein langsames Wirtschaftswachstum, was angesichts des plötzlichen Inflationsanstiegs, der die Kaufkraft unseres Geldes massiv verringert hat, unvermeidlich erscheint. Die Geschwindigkeit, mit der dies geschah, bedeutet, dass Anpassungen aller Wirtschaftsteilnehmer weiterhin vorgenommen werden, weshalb ich diesen Bericht mit *"Fallen on hard times"* (Keine leichten Zeiten) überschrieben habe, in Anlehnung an Jethro Tull's dritten Song auf ihrem 1982er Album *"The Broadsword and the Beast"*. – Ich persönlich gehe davon aus, dass Parolen wie "Heizen oder Essen" (Heat or Eat), die die budgetären Zwänge britischer Haushalte mit niedrigem Einkommen auf den Punkt bringen, zeigen, was politisch auf dem Spiel steht, und erwarte daher, dass die Regierungen bereit sind zu helfen. Angesichts hochverschuldeter Staatshaushalte wird dies jedoch auch eine Phase der Vermögensumverteilung mit sich bringen. Unter diesen Umständen könnte auch die *"Vermögensblase"* (*Everything Bubble*) Gefahr läuft zu platzen, wofür konventionelle Anlagemandate bedauerlicherweise schlecht vorbereitet sind und wahrscheinlich die Hauptlast dieser Anpassung tragen werden. Hier können wir mit Incrementum für unsere Anleger einen Unterschied machen!

Auf alle Fälle haben Ronni, Mark und ihr Team für Investoren, die sich vorbereiten wollen und sich für die Details der Stagflation 2.0 sowie die daraus resultierenden Konsequenzen für die Finanzmärkte sowie Gold und Edelmetalle interessieren, wieder einmal ein großartiges Werk geschaffen, das es wert ist, gelesen zu werden, und dies nicht nur, wenn die eigene Kristallkugel versagt hat.

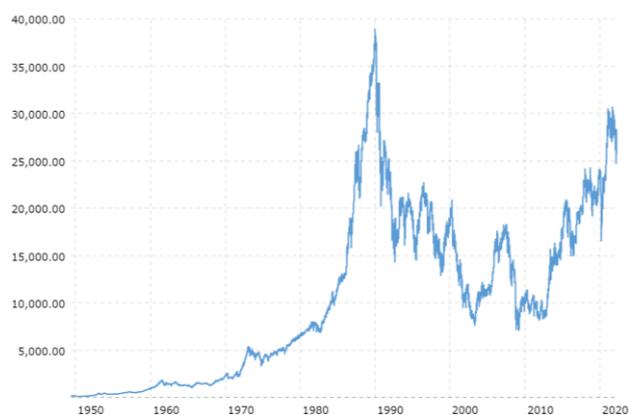
## Finanzmärkte 2022 – Was zum Teufel ist hier los?

Es gibt so viele Themen, über die ich gerne schreiben würde, z. B. über das, was ich "die Rache der Realwirtschaft" nenne. Hierbei geht es darum, dass wir seit langem das scheinbar unendliche Angebot an billigen Rohstoffen, die buchstäblich die Grundlage der modernen Zivilisation und all unserer Bestrebungen bilden, unterschätzt und als selbstverständlich angesehen haben. Jahrelange Unterinvestitionen und die Vorstellung, dass die Rohstoffproduktion etwas inhärent Niederes ist, das die Aufmerksamkeit der fortgeschrittenen Volkswirtschaften nicht verdient, haben die Welt an einen Punkt gebracht, an dem es „Keinen Mangel am Mangel“ gibt (siehe [SR, 2022/01](#), S. 7).

Aber aufgrund des außergewöhnlichen Marktgeschehens im Jahresverlauf hebe ich mir das für ein anderes Mal auf. Schließlich richtet sich dieser Bericht vor allem an (potenzielle) Investoren, und so versuche ich lieber zu erklären, *was hier zum Teufel los ist?* – [What the Hell Happened](#), der 6. Track auf Bruce Hornsby's [Halcyon Days](#) Album inspirierte den Titel. Zwar befasst er sich mit anderen Problemen, aber Stimmung und Geist passen zum Thema und für Musikliebhaber, die noch nie Bruce Hornsby's Werk begegnet sind, könnte es sich lohnen, es zu erkunden.



Aber wo fange ich an?



Nikkei225, Quelle: [Macrotrends](#)

Seit Beginn der 80er Jahre bin ich an den Finanzmärkten aktiv und sehe mich daher als erfahrener Anleger. Ich erinnere mich an die Rallye vor und den Börsencrash am Schwarzen Montag 1987, als ich Mitglied der "Börsen AG" an meiner Alma Mater war, die damals die stolze Summe von 50.000 DM verwaltete. Ich vergesse nie die lebhaften Debatten, als der Nikkei 225, der während der 80er Jahre mit zunehmendem Tempo gestiegen war, in den letzten Tagen des Jahres 1989 sowohl bezüglich Kurs als auch Bewertung Rekordhöhen erklimmte, bevor er ins Trudeln geriet.



Ich verwaltete 1994 professionell Portfolios, als ich meine erste Krise am Anleihemarkt erlebte (auch bekannt als [das große Bond-Massaker](#)). Und als ich 1995 nach Hongkong kam, erlebte ich die Red-Chip-Blase in HK / China hautnah und überstand die darauffolgende [Asienkrise](#) nur knapp unbeschadet.

Darauf folgte die spektakuläre Dotcom-Blase: Damals verdreifachte sich der Aktienmarkt innerhalb der drei Jahre vor dem Hoch im März 2000, nur um sich daraufhin in den folgenden drei Jahren wieder zu halbieren. Für mich schien das der absolute Gipfel des irrationalen Anlegerverhaltens...



S&P 500 Chart 1997-2003; Quelle: [investing.com](http://investing.com)

Aber wie viele Leser noch wissen werden, folgte darauf nur wenige Jahre später die nächste große Vermögensblase, nämlich die US-Immobilienblase sowie die anschließende [Weltfinanzkrise](#), die zum Untergang Lehman Brothers' führte und das gesamte Finanzsystem an den Rand des Einsturzes brachte. Mancher Leser mag sich an meine Aussage erinnern, dass wir so etwas zu meinen Lebzeiten wohl nicht noch einmal erleben würden... (Übrigens gab es zu dieser Zeit auch den letzten großen Rohstoff- (und Schifffahrts-) Boom.) – Es folgte die [Eurokrise](#), eine Staatsschulden-, Banken- und Wirtschaftskrise, die 2011/12 ihren Höhepunkt erreichte....

Vielleicht fragen Sie sich, worauf ich hier hinaus will? Abgesehen davon, dass ich meine persönlichen Erfahrungen in der Navigation unterschiedlicher Bullen- und Bärenmärkte aufzeigen wollte, soll dies auch daran erinnern, dass Finanzmärkte inhärent zyklischer Natur sind. Und so sicher, wie wir Aufschwünge erleben, so sicher folgen darauf auch IMMER Abschwünge und Pleiten. Und wie die Nacht auf den Tag folgt, so sicher ist das Gedächtnis der Anleger kurz, und je länger die Hausse dauert, desto mehr vergessen sie die Tendenz des Marktes zum Mittelwert zurückzukehren. Und je länger der Bärenmarkt, desto risikoscheuer die Anleger, weshalb die Rückkehr zum Mittelwert nur die Hälfte des Dramas eines echten Bärenmarktes ausmacht. Das Timing dieser Zyklen ist jedoch schwierig, da ihre Dauer sowie ihr Hitzegrad, der sich sowohl im Aufschwung wie auch im anschließenden Abschwung verschieden entwickeln kann, sehr unterschiedlich sein können. Ich will nicht behaupten, dass dies nicht komplexer ist, als es sich anhört, weshalb sich die [verhaltensorientierte Finanzmarktökonomie](#) als spezielles Studienggebiet entwickelt hat, aber es gibt einige Grundregeln, die, wenn sie befolgt werden, ein zufriedenstellendes Ergebnis des Anlageprozesses gewährleisten.

Was diesen jüngsten Zyklus betrifft, so bin ich wieder einmal erstaunt über das erneute Rekordniveau exzessiver Spekulation, die wieder die Kleinanleger zuletzt heimsuchte, als sie ihre Gelder im Covid-Börsen-Boom des Jahres 2020/21 in Meme-Aktien, SPACs oder Kryptowährungen (ich spreche von dem eindeutig wertlosen Zeug wie Dogecoin) leichtsinnig verspielten. Und wie nie zuvor schien es, dass jede Art von Bewertungszusammenhang zwischen Finanzinstrumenten und den ihnen





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

zugrunde liegenden Unternehmen oder Vermögenswerten völlig irrelevant geworden war. Kein Wunder, dass ich das Gefühl hatte, die Märkte seien in dieser Zeit zu einem Kasino geworden, da sich alles nur noch um Hoffnung, Versprechen und Trendfolge drehte, was eine Reihe hochrangiger Manager von fundamental orientierten Fonds (Value-Fonds) veranlasste, das Handtuch zu werfen.

[Value fund manager AJO with \\$10 billion assets to shut business](https://www.reuters.com/article/us-funds-ajo-partners/value-fund-manager-ajo-with-10-billion-assets-to-shut-b...) ✓

https://www.reuters.com/article/us-funds-ajo-partners/value-fund-manager-ajo-with-10-billion-assets-to-shut-b...  
Oct 14, 2020 ... "Our decision to close is in response to market forces. We still believe there is a future for value investing; sadly, the future is unlikely to ...

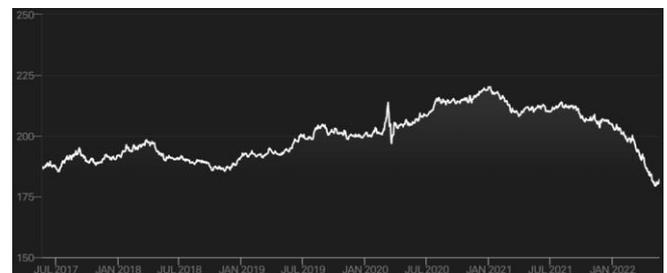
[Value-focused IVA Funds files to liquidate, close up shop](https://www.investmentnews.com/value-focused-iva-funds-files-liquidate-close-up-shop-203826) ✓

https://www.investmentnews.com/value-focused-iva-funds-files-liquidate-close-up-shop-203826  
March 11, 2021; By Jeff Benjamin; Jeff Benjamin. IVA Funds, a 12-year-old value shop managing nearly \$2.5 billion in two mutual funds, filed on Wednesday ...

Als Investor teilte ich ihre Frustrationen, aber ich hatte das – Gott sei Dank – schon einmal erlebt. Und obwohl die spekulativen Exzesse dieser Phase länger anhielten und ausgeprägter und lächerlicher waren als je zuvor, wusste ich, dass sich [Warren Buffet's Weisheit](#), wonach der Aktienmarkt kurzfristig wie eine "Abstimmung" funktioniert (die alle möglichen irrationalen Einschätzungen und Erwartungen widerspiegelt), während er langfristig eher wie eine "Waage" funktioniert (die den wahren Wert eines Unternehmens / einer Anlage misst und widerspiegelt), irgendwann bestätigen würde.

Im Nachhinein überrascht es nicht, dass der Höhepunkt der Spekulation mehr oder weniger mit rekordniedrigen Zinssätzen zusammenfiel. Niedrige Zinsen lassen Investoren spekulativere Anlagealternativen mit höherem Risiko in Betracht ziehen, während sie ebenfalls ein höheres Maß an Leverage (Hebelwirkung von Krediten) ermöglichen. Offensichtlich wird dies an den globalen Immobilienmärkten, wo der anhaltende Rückgang der Zinssätze es den Investoren ermöglichte, immer größere Hypotheken mit demselben Budget für den Zinsdienst aufzunehmen. Und für jeden, der so lange wie ich in der Anlagebranche tätig ist, sollte die gestiegene Risiko-Akzeptanz zur Kompensation der verschwindenden risikolosen Renditen offensichtlich sein. Aber nun, da die Zinsen gedreht haben, und zwar nicht nur am kurzen Ende, wo wir zumindest in einigen Ländern erste Erhöhungen gesehen haben, sondern auch bei längeren Laufzeiten, wo Anleger offensichtlich damit begonnen haben eine nachhaltig höhere Inflation einzupreisen, braut sich eindeutig Ärger zusammen, was wiederum die diesjährige Finanzmarkt-Performance erklärt.

Zur Veranschaulichung habe ich hier den Chart eines S&P-Staatsanleihen-Index abgebildet, der *"ein umfassender, marktwertgewichteter Index ist, der die Wertentwicklung von auf Landeswährung lautenden Wertpapieren abbildet, die von Industrieländern für ihre Inlandsmärkte öffentlich begeben werden"*.



[S&P Global Developed Sovereign Bond Index](#), 20MAY2022

Dieser Gesamtrendite-(Total Return-)Index erreichte sein Hoch am 4JAN2021 mit 220,17 Punkten, bevor er eine sich beschleunigende Korrektur begann. Im Jahr 2021 ergab sich daraus für Anleger in diesen Staatsanleihen schon ein Gesamtverlust von -6,8%, der sich aus den erhaltenen





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Kuponzahlungen minus der erlittenen Kursverluste zusammensetzt. Denn Anleihekurse fallen, wenn deren Renditen steigen. Was also 40 Jahre lang ein Rückenwind für Anleiheinvestoren war, nämlich die Entwicklung der Zinssätze (in dieser Zeit führten niedrigere Zinssätze umgekehrt zusätzlich zu den erwirtschafteten Kupons auch zu Kapitalgewinnen), hat sich nun in einen starken Gegenwind verwandelt. Seit Jahresbeginn und bis zum 20. Mai 2022 hat dieser Index weitere 11,3% verloren (d.h. etwa das Doppelte des Gesamtjahresverlusts von 2021), und die annualisierten Renditen der letzten fünf Jahre sind inzwischen negativ geworden, was für große Anleiheinvestoren sehr schmerzhaft sein dürfte.



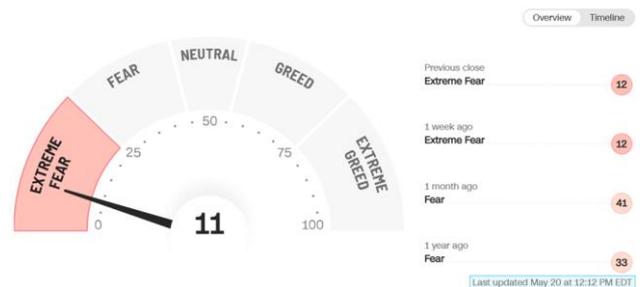
FTSE Global 100 Index (USD); Quelle: [investing.com](https://www.investing.com), 20. Mai 2022

Wenn man die beiden vorgenannten Indizes als Maßstab nimmt hat ein Portfolio, das zu je 50% aus Aktien und Anleihen besteht, bis zum 20. Mai einen Verlust von 15,4% (vor allen Kosten und absolut, nicht auf Jahresbasis) erlitten. In Verbindung mit dem bereits beschriebenen steigenden Inflationstrend ist dies ein ziemlicher Schlag für die Kaufkraft der Anleger, und dies erklärt wohl auch den Wert des CNN Greed & Fear (Gier & Angst)-Index.

Traditionelle Anleger waren darüber wohl zunächst nicht allzu beunruhigt, denn die Erfahrung hat sie gelehrt, dass Anleihen und Aktien eine negative Korrelation aufweisen, d.h. wenn die eine Anlageklasse im Wert fällt, steigt die andere. Und das war auch 2021 der Fall, als der FTSE Global 100 (Aktien) Index um 25,7% anstieg. – Aber im Jahr 2022 ist derselbe Index bisher um 19,5 % gesunken. – Was ist da los?

## Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?  
[Learn more about the index](#)



[CNN Business](#), 20. Mai 2022



[Hedgeye](#), 20. Mai 2022

Insgesamt scheinen Aktienanleger jedoch noch recht entspannt, denn selbst nach der diesjährigen Korrektur liegt der FTSE Global 100 Index 68% (+11% annualisiert) höher als vor fünf Jahren. Zudem haben Privatanleger wohl seit Jahren keine Anleihen mehr gekauft, so dass dieser Rückschlag zwar schmerzhaft ist, aber keine Panik auslöst. Aber haben die Anleger den Blick vielleicht zu sehr nach hinten gerichtet?





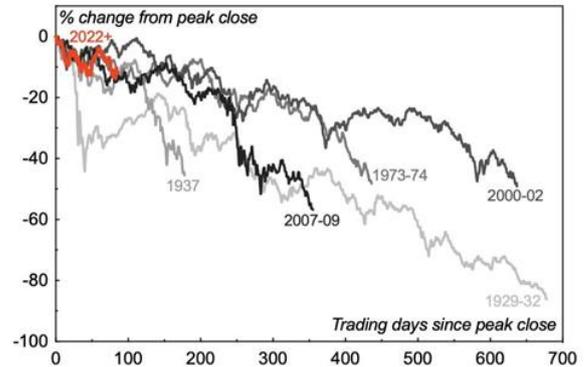
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Die diesjährige Korrektur am Aktienmarkt ist auf jeden Fall beachtlich. Allerdings hat sie im historischen Vergleich bisher nicht einmal die Hälfte des Schadens angerichtet, den ein typischer Ursus Magnus (großer Bärenmarkt) typischerweise verursacht.

Zudem hat sich das Verhalten der Anleger noch nicht grundlegend geändert, denn bis vor kurzem haben sie noch in die Korrektur gekauft, vor allem bei den favorisierten Wachstumswerten. Gegen Ende des Bärenmarktes kommt es typischerweise zu Verkäufen in jede Rally, die die Verzweiflung der Anleger ausdrückt, und das sehen wir bisher noch nicht.

WILL THERE BE MORE BLOOD?  
The 2022+ Bear Market in Historical Perspective



Note: The series show the percentage change in the S&P500 share price index from the peak close before each bear market began; the final trading day is the bear market's trough, except for 2022+, which is updated to May 4th.

Sources: Calculated from Yahoo! Finance, online at <https://finance.yahoo.com/quote/^GSPC/history>.

@joeFrancis505, [Twitter](#), 12MAY2022



Otavio (Tavi) Costa  
@TaviCosta

...

Ops, looks like we have a new market narrative.



4:34 PM · Apr 8, 2022 · Twitter Web App

@TaviCosta, [Twitter](#), 4APR2022

Aber der Gegenwind bleibt stark. Ich habe immer wieder auf die Bedeutung der Zinssätze hingewiesen, und die Grafik links zeigt klar den entstandenen Trendbruch.

Offen gesagt, bei unter 3% bzw. 1% für 10-jährige US- bzw. deutsche Staatsanleihen können diese bei Jahresinflationen von über 8% bzw. 7% eigentlich nur als «Konfiszierungszertifikate» angesehen werden. Und derzeit gibt es kaum jemand der erwartet, dass die Inflation auf ihr früheres Niveau von 2% zurückkehren wird. Ich persönlich glaube immer noch, dass der Markt unterschätzt, wie hoch die Zinssätze steigen werden.

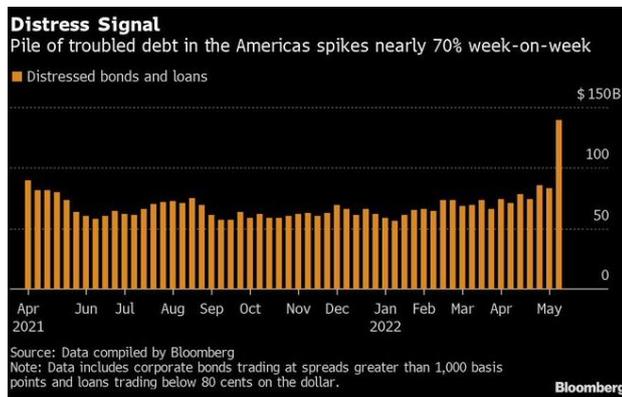


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

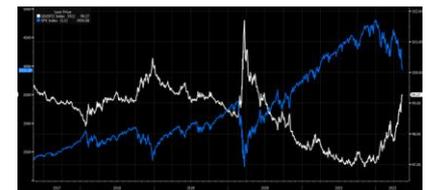
Und der Grund dafür ist, dass wir einen erneuten Versuch des ‘Quantitative Tightening’ unternehmen: Mit anderen Worten, neben Zinserhöhungen werden die Notenbanken weltweit ihre Anleihekäufe einstellen, und die US Fed scheint gar entschlossen von ihr gehaltene Staatsanleihen wieder abzubauen. Seit 2008 wurden von den Notenbanken 28 Mrd. USD aus dem Nichts geschaffen und hauptsächlich zum Kauf von Staatsanleihen verwendet. Da die Geldschöpfung für die Notenbanken praktisch kostenlos ist und sie nicht an Anlagegewinnen interessiert waren, erwiesen sie sich als preis- oder besser renditeunempfindliche Käufer. Ihr Ziel war lediglich so die Zinssätze unter dem Marktniveau, also künstlich niedrig zu halten.

Höhere Nominalzinsen belasten über entsprechende Finanzierungskosten die Gesamtnachfrage in allen Wirtschaftssektoren. Verbraucher- und Kreditkartenschulden werden teurer, und für alle, die variabel verzinsliche Hypotheken haben, können sie zu einer ernsthaften Budget-Belastung werden.



@keyeventrisk, [Twitter](#), 14MAY2022

Es ist klar, dass sich die Finanzierungsbedingungen schnell und drastisch verschärfen, insbesondere in den USA, während dies in Europa bisher weniger der Fall ist. Und eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen (weiße Linie) ist wie die Grafik rechts zeigt, negativ mit dem Aktienmarkt (S&P 500, blau) korreliert.



@MichaelMOTTCM, [Twitter](#), 13MAY2022

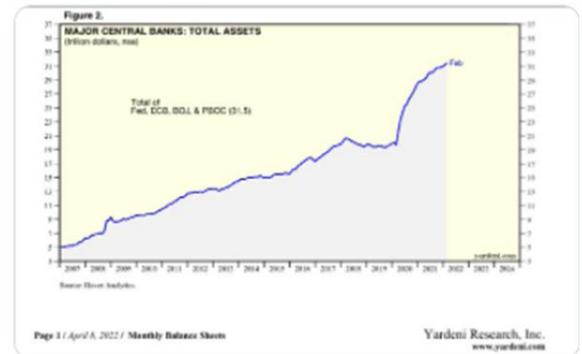


Josh Crumb [ID](#) ++ @JoshCrumb · Apr 9  
\$28 trillion -> global #QE since '08 (still growing)

Basically 0 net-new sovereign debt sold to public (or priced by supply/demand) since "debt crisis".

Soon public will demand real liabilities from Governments. Everything will change

#BrettonWoodsIII  
#MMT #AccountabilityMyth



10 47 207  
@JoshCrumb, [Twitter](#), 9APR2022

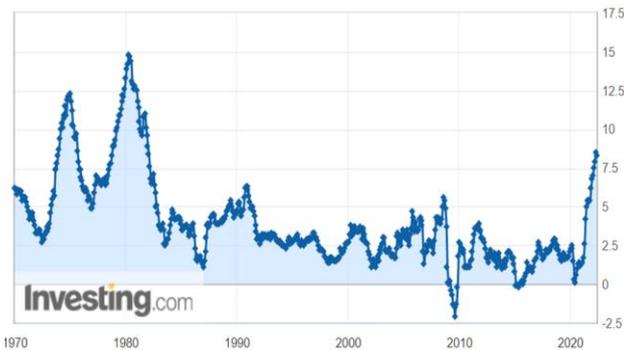
Ebenso verteuern und erschweren ansteigende Zinsen die Refinanzierung von Unternehmensschulden. Das belastet die Rentabilität, und könnte im schlimmsten Fall zu einer Konkurswelle mit all ihren realwirtschaftlichen Auswirkungen führen. Letzteres ist derzeit als geringes Risiko anzusehen, da zunehmend interventionistische Regierungen alles tun werden, um dies zu verhindern. Aber die Gewinne werden sicher unter Druck geraten.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



[investing.com](https://www.investing.com)

Persönlich glaube ich, dass der Höhepunkt des globalen Zinszyklus noch lange nicht erreicht ist, und das ist eine schlechte Nachricht für Aktien, Anleihen und letztlich die Wirtschaft. Diese Ansicht wird offenbar von institutionellen Fondsmanagern geteilt, die laut einer aktuellen Umfrage der Bank of America die Weltwirtschaft derzeit pessimistischer als unmittelbar nach der großen Finanzkrise einschätzen. Dennoch halten sie aus Mangel an Alternativen an einer Übergewichtung von Aktien fest.



(((The Daily Shot)))  
@SoberLook

Buybacks accounted for 40% of the S&P 500's total return since 2011.

Source: [@true\\_insights](https://twitter.com/true_insights)



11:27 AM - Jan 11, 2022 - Twitter Web App

@SoberLook, [Twitter](https://twitter.com), 11JAN2022

Wie sehr sich die Finanzierungsbedingungen verschärfen bleibt fraglich. Ein Hauptargument für einen schwachen Bärenmarkt ist, dass die Notenbanken ähnlich wie 2019 bei anhaltender Finanzmarktschwäche erneut einen Lockerungskurs einschlagen werden. Im Unterschied zu 2019 liegt die Inflationsrate jedoch nicht mehr bei 2%, sondern 8% und stellt ein ernsthaftes politisches Problem dar.

Chart 1: Global growth pessimism to lowest ever implying lower net equity allocation  
FMS net % OW equities vs net % expecting stronger economy



Source: BofA Global Fund Manager Survey

Source: [Lead us not into inflation](https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-13/lead-us-not-into-inflation),  
Bloomberg's John Authers, 13APR2022

Die Bullen argumentieren, dass der Aktienmarkt zuletzt billiger geworden ist. Das ist sicher richtig, da die fallenden Kurse im Zähler c.p. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) senken. Was jedoch auch berücksichtigt werden muss, ist wie weit sich sinkende Gewinnerwartungen aufgrund des steigenden Kostendrucks schon im Nenner widerspiegeln. Dies wird m.E. verstärkt ein (wenig erfreuliches) Thema für die zweite Jahreshälfte sein.

Hinzu kommt, dass eine Wachstumsabschwächung und sinkende Aktienkurse in der Regel das Ende von Aktienrückkäufen bedeutet, die ein Motor des Bullen-Marktes waren und sicher schmerzlich vermisst werden werden.



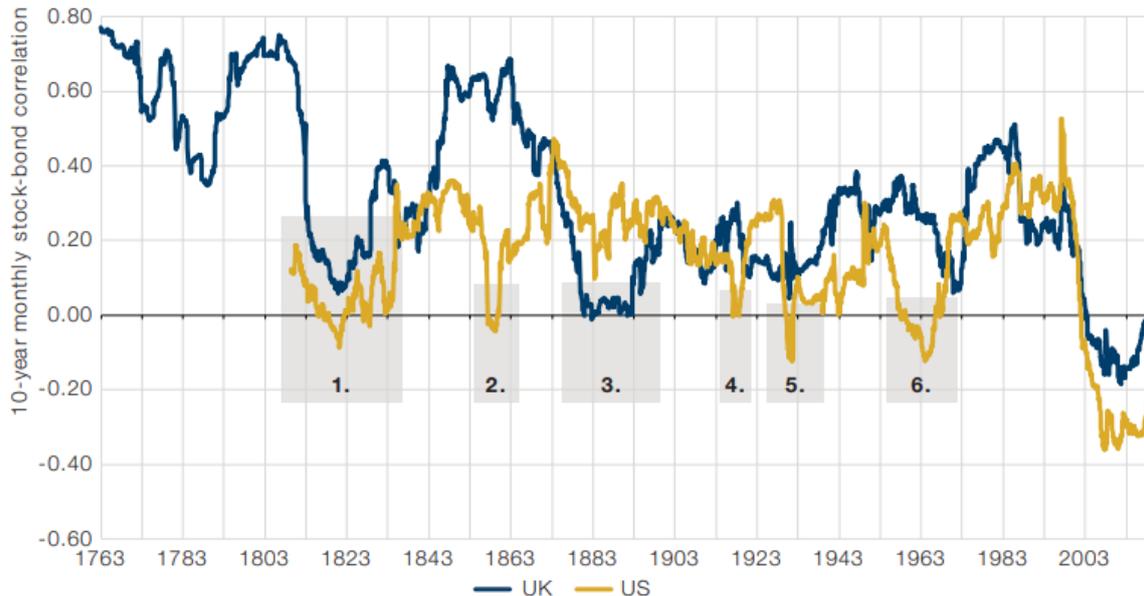


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Aus all diesen und vielen weiteren Gründen erwarte ich, dass es traditionelle gemischte Portfolios auch in Zukunft schwer haben werden. Ein Hauptgrund dafür ist, dass Anleihe- und Aktienmärkte wieder positiv korreliert sind, was gemäss der unten stehenden Grafik historisch die Regel und nicht die Ausnahme war.

Exhibit 4. Annotated UK and US Stock-Bond Correlations (1763-2020)



- 1. UK:** In the 10 years following Napoleonic Wars (1803-1815) UK inflation averages -0.9%. SB falls to 0.06 in July 1821 and stays low through to 1826.  
**US:** Dragged into the Napoleonic Wars through its conflict with the UK in the War of 1812 (1812-1815). US inflation in the decade following the end of the war is -3.8%. SB falls to -0.08 in October 1821.
- 2. US:** 1848-58, inflation averages +0.1%, with prices suppressed by expansion of railroads, annexation of Texas (1845), urbanisation and immigration especially from Ireland in wake of the Great Famine (1845-49). SB falls to -0.04 in June 1859.
- 3. UK:** The Second Industrial Revolution (beginning around 1870) suppresses inflation which averages -0.6% between 1871-1893. SB remains around zero from 1881-1893.
- 4. US:** SB falls to low of just under zero in July 1917 and stays there through to 1919. Reason unclear.
- 5. US:** Heading into the Great Depression US experiences average inflation of -2.3% in the 10 years to 1932, as credit contracts and the Fed refuses to expand supply. SB drops to a low of -0.12 in April 1932.  
**UK:** Same trend but less pronounced, inflation averages -2.0% with SB falling to 0.04 in July 1931.
- 6. US:** Disinflation following considerable inflation during and in aftermath of WW2. Inflation in the 10 years to 1954 averages +4.7% as financial repression is used to inflate away the debt that has been built up through the war. As this is achieved inflation moderates to +1.4% in the following 10 years. SB falls to -0.12 in August 1964.

Data collated from Bank of England, Professor Robert Shiller, Officer & Williamson database, Man DNA team.

Quelle: Inflation Regime Roadmap, Man Plc, June 2020

Dies wird also von Vermögensverwaltern deutliche Anpassungen erfordern, denn was in der Vergangenheit funktioniert hat, wird in (näherer) Zukunft wahrscheinlich nicht mehr funktionieren.





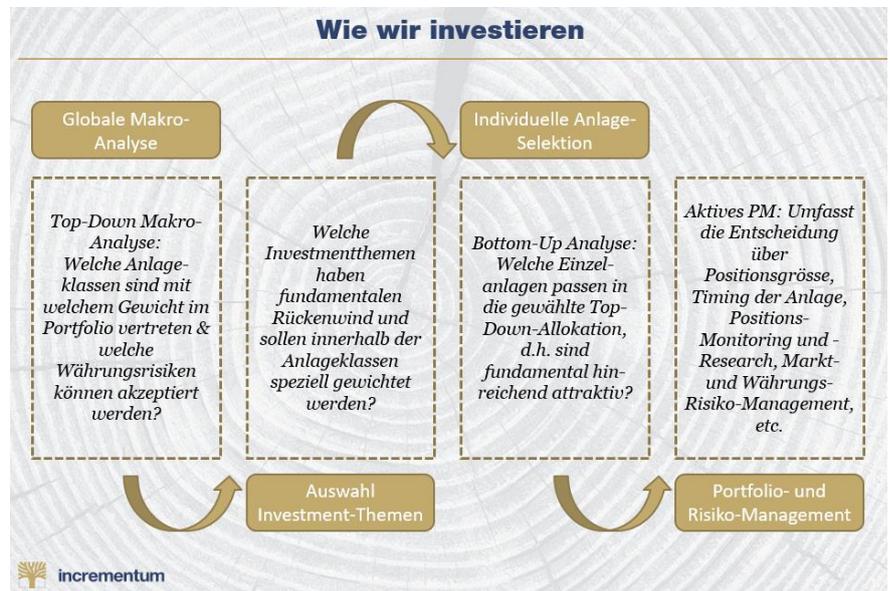
## Wie hat sich das All Seasons Investing geschlagen?



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.

Natürlich habe auch ich keine Gewissheit darüber, wie sich die Märkte in Zukunft entwickeln werden, und ich habe auch noch niemanden (weder Einzelperson noch Unternehmen) gefunden, dem dies nachweislich und langfristig gelungen wäre. Daher beende ich meine 8 Investment Lektionen, die jede Ausgabe der **Seasonal Reflections** abschliessen, mit dieser Erkenntnis: *"Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg: Beachte sowohl makro- als auch mikroökonomische Aspekte, sei flexibel, geduldig, sorgfältig sowie offen, und bedenke, dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist."*

Wie die nebenstehende Folie zeigt, wird unser Anlageprozess von unserer globalen Makro-Analyse bestimmt. Diese hilft uns nicht nur bei der Gewichtung der Anlageklassen, sondern auch bei der Auswahl von Investmentthemen, die von diesem Umfeld begünstigt sind. Die Einzelanlagen werden immer auf Basis von Fundamentaldaten getätigt, da wir uns als Value-Investoren sehen.



Gleichzeitig bringen wir jedoch auch die Geduld für konträre Ansichten und Anlagen mit. Anlagen, die nicht im Fokus des Marktes stehen, werden schliesslich weniger effizient gepreist.





Vor allem aber sind wir aktive Investoren, die sich nicht an einer Benchmark orientieren. Denn unser Ziel ist absolute Wertschöpfung und letztlich der Erhalt und Ausbau der Kaufkraft unserer Anleger, was ein hohes Mass an Flexibilität bei der Anlage der Investorengelder erfordert.

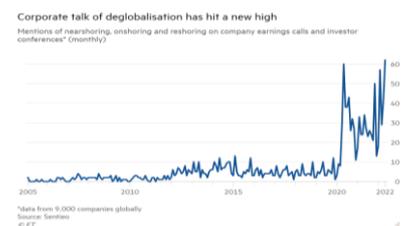
Wie funktioniert das in der Praxis? – Lassen Sie uns gemeinsam ein Beispiel anschauen:

Regelmäßige Leser wissen, dass wir den säkularen globalen Schuldenzyklus mit Zinssätzen an der Nullgrenze als weit fortgeschritten einschätzen und davon ausgehen, dass die angehäuften Schuldenlast letztlich durch eine Phase höherer Inflation abgebaut werden wird. Ein solches Umfeld begünstigt Unternehmen, deren Substanz von schneller steigenden Wiederbeschaffungskosten profitiert.

Die meisten Anleger sehen Immobilien als eine gute Inflationsabsicherung an. Allerdings handelt es sich hier um eine beliebte und weit verbreitete Anlageklasse, deren Renditepotenzial schon stark ausgeschöpft ist. Was uns stattdessen an der Seeschifffahrt gereizt hat ist, dass Schifffahrtsunternehmen vergleichbare Merkmale wie Immobilienunternehmen aufweisen, da sie langlebige, kapitalintensive Vermögenswerte besitzen, die durch eine Kombination aus Eigenkapital und Hypotheken finanziert werden und in einem inflationären Umfeld von steigenden Wiederbeschaffungskosten profitieren. Ihr zugrunde liegendes Geschäft ist jedoch weitaus zyklischer, was diese Unternehmen aus den Portfolios vieler Anleger ausschließt.

Wir haben jedoch kein Problem damit in zyklische Unternehmen zu investieren, da die richtige Einschätzung des Zyklus ein enormes Renditepotenzial über oft kurze Zeiträume bedeuten kann. Darüber hinaus unterscheiden sich Schifffahrts- (wie auch Rohstoff-) Zyklen in Dauer und Ausmaß, und wir sahen das Makroumfeld (steigende Frachtnachfrage und eine lange Zeit der Unterinvestition in der Schifffahrtsindustrie) als günstig für einen längerfristigen (möglicherweise sogar "Super"-) Zyklus an.

Unter den verschiedenen Schifffahrtssektoren haben wir uns hauptsächlich auf Tanker und Massengutfrachter fokussiert, während wir der Containerschifffahrt weitgehend fernblieben. Letztere sehen wir strategisch vom Trend zur Deglobalisierung, d.h. der Heimholung von im Ausland befindlicher Produktion, herausgefordert, die, wie die Grafik rechts zeigt, in aller Munde ist.



[Financial Times](#), 23MAY2022

Bei Tankern und Massengutfrachtern erwarten wir hingegen eine langfristig steigende Nachfrage, da die Rohstoffe, die sie transportieren, dort gefunden und produziert werden, wo sie letztlich nicht gebraucht werden. Mit anderen Worten: Eisenerz wird vor allem in Australien und Brasilien gefördert, die über große Vorkommen und damit über einheimische Angebotsüberschüsse verfügen, die mittels Massengutfrachtern in all jene Länder der Welt exportiert werden, die einen Mangel an Eisenerz haben.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Die Schifffahrt war daher bei Fondsauflegung eines unserer ersten Anlagethemen, auch wenn die Allokation bis ins erste Quartal 2020 nur etwa 5 % betrug. Dann erhöhten wir jedoch unsere Tanker-Allokation, die damals von dem Bedarf nach Tankern zur Öllagerung von den Covid-bedingen überschüssigen Ölmengen profitierten. Unser Engagement im Massengut-Bereich haben wir dagegen langsam und kontinuierlich aufgebaut. Und in den Jahren 2021/22 handelten wir zeitweise und opportunistisch auch kleine Positionen von Container-Schiffahrtsaktien, die angesichts rekordhoher Frachtraten aufgrund der starken Covid-bedingten Verbrauchernachfrage im Westen und der inzwischen gut dokumentierten Hafen-/Lieferkettenprobleme in China und anderswo enorme Gewinne verzeichneten.

Published on Investing.com, 22/May/2022 - 11:10:00 GMT. Powered by TradingView  
ZIM Integrated Shipping Services Ltd, United States, NYSE:ZIM, D



ZIM Integrated Shipping (ZIM); Quelle: [investing.com](https://www.investing.com)

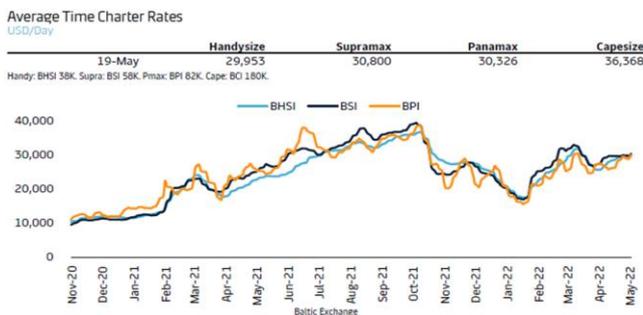
Eine längerfristige Beteiligung ist Belships ASA. Über den Hintergrund dieser Schüttgutreederei mit ihrer modernen Flotte und ihrem hervorragenden Management habe ich bereits berichtet (SR 21/04, S. 19f). Im Dezember 2019 erwarben wir 900.000 Aktien zu NOK 6,10 auf und fügten durch verschiedene Käufe im Jahr 2020 weitere nahezu 500.000 Aktien auf demselben Niveau hinzu.

Published on Investing.com, 22/May/2022 - 11:10:00 GMT. Powered by TradingView  
Belships ASA, Norway, Oslo BHELCO, D



Belships ASA; Quelle: [investing.com](https://www.investing.com)

Wie immer haben wir um unsere Ausgangsposition herum gehandelt und in den Anstieg im laufenden Jahr ca. ein Drittel unserer Aktien verkauft, da der Markt begonnen hat die attraktiven Aussichten dieser Gesellschaft einzupreisen. Der Aktienpreis hat sich vervierfacht, da sich die Frachtraten für die Schiffe des Unternehmens fast verdreifacht haben.



[Maersk Broker](https://www.maersk.com)



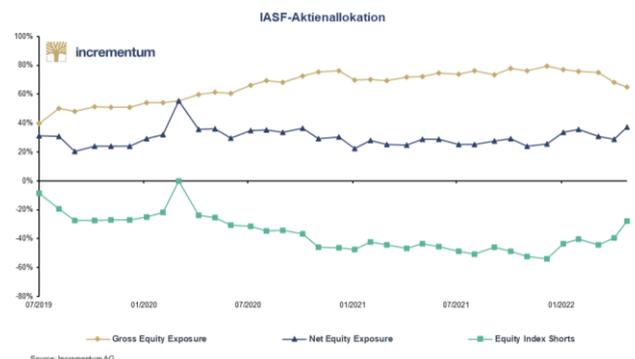
Da Belships jedoch bereits die meisten seiner Schiffe für 2022 und einen beträchtlichen Prozentsatz sogar bis 2023 zu den gegenwärtig erhöhten Frachtraten verchartered hat, halten wir die Aktie beim derzeitigen (mittleren) einstelligen KGV sowie hohen freien Cashflows, die Dividendenzahlungen von insgesamt rund 20% des (aktuellen) Aktienkurses für 2022 erwarten lassen, für weiter attraktiv bewertet.

Dies sind nur zwei Beispiele. Unser Schifffahrtsbuch besteht derzeit (Stand: 20. Mai) aus 17 Einzeltiteln, d.h. die durchschnittliche Positionsgröße beträgt nur 1,14%. Nicht selten eröffnen wir neue Positionen mit 0,25% oder 0,5%, um in Schwäche bzw. mittels Ausübung von Put-Optionen (je nach Größe und Marktliquidität des Unternehmens) zuzukaufen, und auch unser Ausstieg erfolgt schrittweise. So beträgt unsere kleinste Position, Avance Gas, derzeit nur 0,25%, während Belships mit 3,22% derzeit unsere größte Position ist, obwohl wir letzte und vorletzte Woche mehr Aktien verkauft haben.

Hier möchte ich auch darauf aufmerksam machen, dass ein nicht unerheblicher Wertzuwachs des **IASF** auf den Verkauf von Optionen zurückzuführen ist. Allein auf unser Schifffahrtsbuch haben wir im vergangenen Jahr Optionsprämien in Höhe von ca. 600 TEUR erwirtschaftet. Die Einnahmen aus Optionsprämien auf unsere Energiebeteiligungen lagen sogar weit über 1 Mio. EUR und insgesamt haben wir so seit April letzten Jahres über 3 Mio. EUR eingenommen. Da wir nur gedeckte Optionen verkaufen dürfen, generiert dies nicht nur zusätzliche Erträge für den Fonds, sondern hilft uns auch, zu hohen Preisen zu verkaufen und zu niedrigen zu kaufen, was eine Freude für jeden Value-Investors ist.

Ich möchte auch noch kurz auf unser Risikomanagement mittels Derivate eingehen. Ob es sich um Devisentermingeschäfte handelt, die uns helfen, unser Fremdwährungsrisiko im Euro basierten Anlageportfolio der **IASF** zu steuern, oder um den Einsatz von Aktienindex-Futures zur Reduktion des allgemeinen Aktienmarktengagements im Portfolio, dies ist Teil unseres aktiven Managementansatzes. Ersteres ist sinnvoll, da Wechselkursschwankungen einen erheblichen Rendite-Risiko-Beitrag leisten können. So hielt der **IASF** während des letzten Jahres und bis ins Jahr 2022 hinein ein großes ungesichertes USD-Engagement, das in den letzten Monaten schrittweise reduziert wurde, da wir glauben, dass der Grossteil des Dollaranstieges in diesem Zyklus hinter uns liegt.

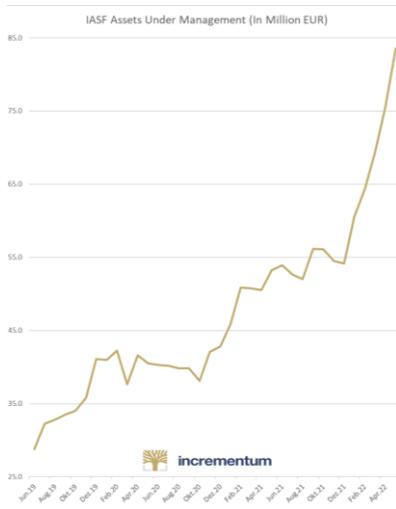
Unsere Aktienindex-Short-Positionen (z.Zt. Nasdaq 100 und S&P 500) haben 2021 die Performance gebremst, aber in diesem Jahr Mehrwert geschaffen. Dabei handelt es sich nicht um strategische, sondern taktische Positionen, die unsere Einschätzung zur Gesamtmarktbeurteilung widerspiegeln, deren Zustand und Dynamik wir weiter oben in diesem Bericht dargelegt haben.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



Wie die Grafik oben zeigt, haben wir während der Aktienmarkt-Tiefs im März 2020 kurzzeitig alle Short-Positionen geschlossen, sie dann aber (zu) schnell wieder aufgebaut, als sich die Aktienmärkte in einem erneuten Spekulationsrausch erholten. Der Hauptgrund für diesen Wiederaufbau war, dass wir von der erwarteten Umschichtung von Wachstums- in Substanzwerte profitieren wollten, die dieses Jahr richtig in Schwung gekommen ist. Und da beide Indizes im Laufe des Jahres 2022 gefallen sind, hat sich ihre Gewichtung im Gesamtportfolio verringert, ein Prozess, der durch eine Kombination aus Fondsperformance und neuen Mittelzuflüssen unterstützt wurde. Nachdem wir zuletzt auch einen Teil der Nasdaq-Short-Position geschlossen haben, ist unser Short-Engagement von 54% Ende 2021 auf derzeit 28% gesunken.

Unserer Einschätzung nach sind die breiten Aktienmärkte reif für eine Konsolidierung oder eine kurze Erholungsphase, weshalb wir auch begonnen haben, Put-Optionen auf unsere verbleibenden Short-Positionen zu verkaufen, um zusätzliche Prämieinnahmen für den **IASF** zu generieren.

Insgesamt wird unsere Allokation jedoch durch eine weiter skeptische und vorsichtige Haltung gegenüber Aktien und Anleihen geprägt, die unserem Total Return-Ansatz Genüge tut.





# Incrementum All Seasons Fund

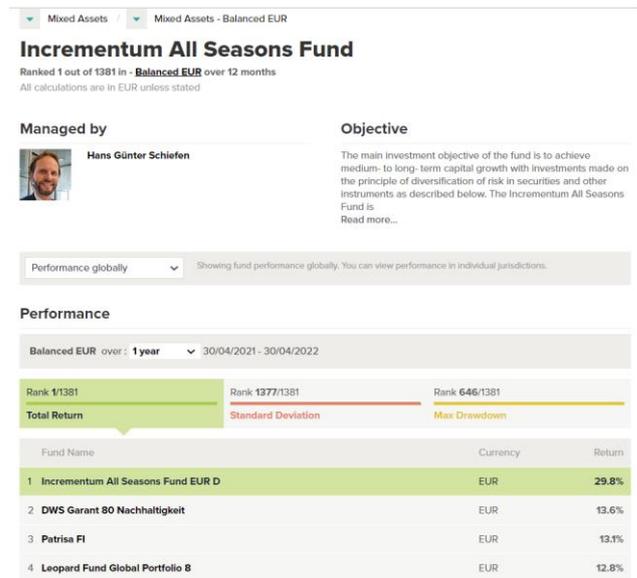
– in pursuit of real returns –

## IASF liefert eine reichhaltige Ernte

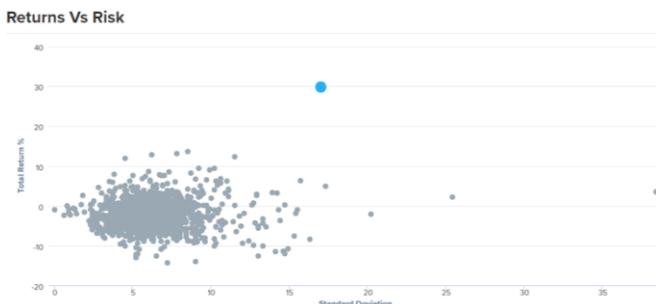
Unser Investmentansatz hat sich bisher sicherlich bewährt, insbesondere in diesem Jahr, in dem sich die Umschichtung von Wachstums- in Substanzaktien beschleunigt hat. Wie die nachstehende Tabelle zeigt, hat der **IASF** im Jahresverlauf (**bis 20. Mai**) in allen Währungsklassen Renditen von weit über 30% erzielt, während die Renditen seit Auflegung im Juni 2019 annualisiert um die 18% liegen.

	EUR-I	EUR-R	CHF-I	USD-I
<b>Aktueller Anteilswert:</b>	<b>162.42</b>	<b>158.72</b>	<b>159.05</b>	<b>167.56</b>
<b>Mai Performance:</b>	4.71%	4.69%	4.64%	4.64%
<b>2022 Performance:</b>	<b>35.45%</b>	<b>35.24%</b>	<b>34.40%</b>	<b>34.76%</b>
<b>Seit Auflegung p.a.:</b>	17.83%	19.05%	17.00%	19.08%

Wir sind sehr stolz auf diese Ergebnisse und freuen uns unsere frühen Investoren damit für Ihr Vertrauen in mich als Fondsmanager sowie die Incrementum so reichlich belohnen zu können. Die **IASF**-Ergebnisse erregen auch zunehmend Aufmerksamkeit in der Finanzdienstleistungsbranche, und es freut mich sehr, dass der **IASF** von *Citywire Selector* für das vergangene Jahr unter 1381 globalen Wettbewerbern (in der Kategorie "Mixed Assets, Balanced, EUR") als Nr. 1 eingestuft wurde. Wir sind schon sehr auf die 3-Jahres-Ergebnisse im Juli gespannt, von denen ich ebenfalls eine Topbewertung des **IASF** erwarte.



Quelle: [citywireselector.com](http://citywireselector.com), Ergebnisse per 30APR2022



Quelle: [citywireselector.com](http://citywireselector.com), Ergebnisse per 30APR2022

Gleichzeitig steht der **IASF** in derselben Rangliste bei der Standardabweichung, d.h. dem allgemein verwendeten Maß für das Anlage-risiko, weit am Ende seiner Vergleichsgruppe. Langfristig orientierte Anleger sorgt dies wenig, denn kurzfristige Schwankungen sind der Preis, den man für langfristiges Ertragspotential zahlt. Wie der Chart zeigt, ist es auch weit weniger ein Ausreißer, als es das Ranking vermuten lässt.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Außerdem ist erwähnenswert, dass der **IASF** in Bezug auf die maximalen Korrekturen („*Drawdowns*“) im Mittelfeld liegt, so dass der Fonds insgesamt ein attraktives Risiko-Rendite-Profil aufweist. Dies wird auch durch das Morningstar-Ranking des Fonds bestätigt.



Quelle: [Financial Times](#), 25MÄI2022

Wir freuen uns auch darauf, dass im Juli die Drei-Jahres-Ratings verfügbar sein werden, denn im Juni 2022 jährt sich die Auflegung des **IASF** zum dritten Mal. Letztlich sind diese Ratings jedoch mit Vorsicht zu genießen, da die meisten Fonds heutzutage (quasi) passiv verwaltet werden, was es sehr schwierig macht, sich den allgemeinen Marktschwankungen zu entziehen.

Das gilt natürlich immer in beide Richtungen, was es ja auch in der Boom-Phase so schwer machte relativ mitzuhalten. Die Branche setzt wohl darauf, dass die globale Vermögensblase weiterwächst. Daran glaube ich nicht und bin daher überzeugt, dass sich unser eigener aktiver, flexibler und anpassungsfähiger Ansatz zur Verwaltung von Anlegergeldern langfristig als überlegen erweisen wird. Letztendlich obliegt es jedoch meiner Verantwortung den entsprechenden Nachweis zu erbringen, und ich lade jeden ein, der Fragen zu unserem Investmentansatz hat und daran interessiert ist sich unserer Reise des All Seasons Investing anzuschließen, sich diesbezüglich direkt an uns zu wenden.



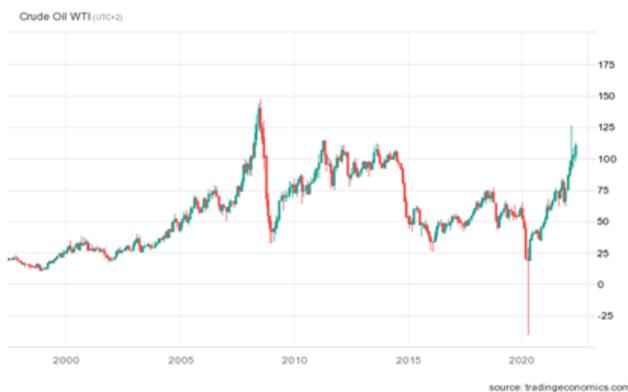
## Zum Abschluss

Das Verfassen der *Seasonal Reflections* hat mehr Zeit als erwartet in Anspruch genommen, und ich hoffe, dass das Ergebnis inmitten meiner Hauptaufgabe, dem Fondsmanagement, sowie vermehrten Investorengesprächen nicht zu fragmentiert ausgefallen ist und Ihnen die Lektüre gefallen hat.

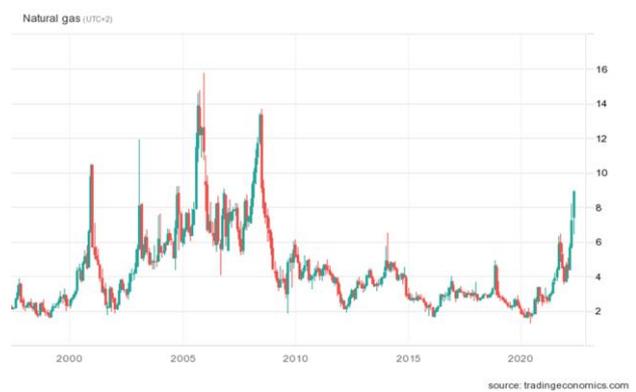
Ich habe beschlossen, keine detaillierte Portfoliobesprechung mehr aufzunehmen, denn dafür sind unsere monatlichen Factsheets und Managementkommentare gedacht. Sollte ein Anleger eine detailliertere Erörterung des **IASF**-Portfolios vermissen, so kann er sich gerne direkt an mich wenden.

Ende Mai 2022 bleibt die Lage angespannt: Russlands Krieg gegen die Ukraine geht in seiner zerstörerischen Art und Weise weiter. China hält an seiner Null-Covid-Politik fest und sperrt dazu große Teile seiner städtischen Bevölkerung ein, was nicht nur schlecht für die Stimmung im Land ist, sondern auch die globalen Handelsströme weiter stört. Unterdessen verschlechtern sich die Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum rapide und die Aussicht auf eine Rezession rückt in greifbare Nähe.

Gleichzeitig ist der Anstieg der Rohstoffpreise ungebremst. Die Ölpreise liegen weit über 100 USD, und trotz des Abbaus spekulativer Positionen wird offenbar jede Korrektur gekauft.



Rohöl WTI, [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com), 25MAI2022



US Erdgas, [tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com), 25MAI2022

Die US-Erdgaspreise sind von 3,73 USD Ende letzten Jahres auf derzeit 9 USD und damit den höchsten Stand seit 2008 gestiegen, liegen jedoch weit unter den europäischen oder asiatischen Preisen.

Und da Energie Leben ist, wie der Blogger [Doomberg](#) uns im vergangenen Jahr in Erinnerung gerufen hat, steigen auch die Lebensmittelpreise weltweit. Zunehmender Protektionismus bei Nahrungsmitteln ist eine natürliche Folge, wie ich heute wieder feststellen musste, als ich las, dass Indien, der zweitgrößte Zuckerexporteur der Welt, seine Verkäufe begrenzt, um seine eigene Versorgung zu sichern. Dies folgt auf eine Beschränkung der Weizenexporte Anfang dieses Monats. Nach Angaben von Fitch haben seit Beginn des Krieges in der Ukraine 30 Länder Maßnahmen zur Beschränkung von Lebensmittelexporten ergriffen. (Quelle: [Bloomberg News](#), 24MAI2022)

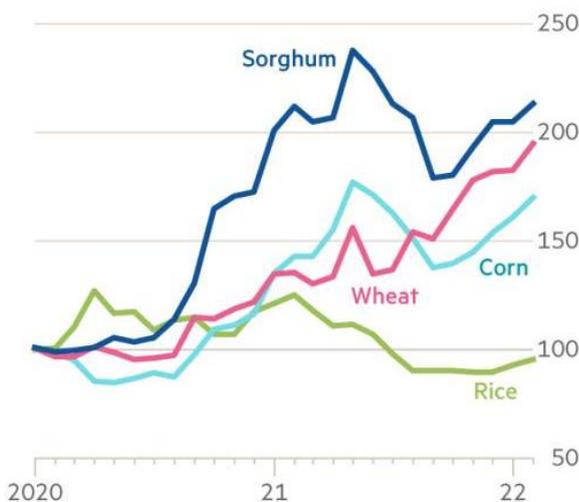




Mehr und mehr Länder werden Schwierigkeiten haben, sich die Preise, die die Industrieländer zahlen, leisten zu können. Während wir uns also in Europa über steigende Preise beschweren, wird es irgendwo anders auf der Welt Menschen geben, die keine andere Wahl haben, als zu hungern.

## International cereal price

Index, US dollars (rebased)



Sources: IMF, Primary Commodity Price System; IMF staff calculations

© FT

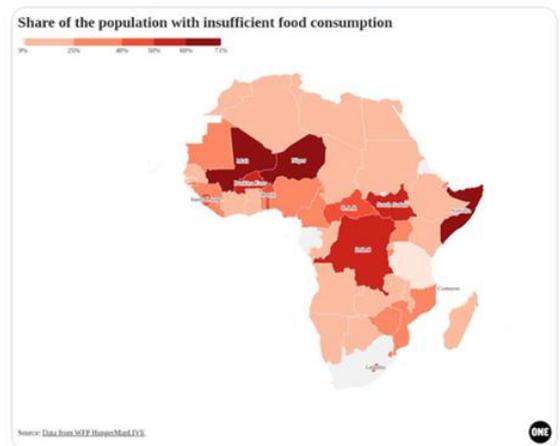
Hirse-, Mais-, Weizen-, Reis-Preise: [Financial Times](#), 20APR2022



On 12 April 2022, 884.6 million people in 92 countries did not have enough food.

39% of them live in Africa. This means that more than one in 4 Africans experience #hunger.

#FoodSecurity data from #HungerMapLIVE



5:38 PM - Apr 12, 2022 - AfterShocksBot

@ONEAftershocks, [Twitter](#), 12APR2022

Gleichzeitig jetten (2500) führende Politiker und Wirtschaftsvertreter der Welt nach Davos zum Weltwirtschaftsforum, wo sie (gut essen und trinken und) über Wirtschaft und Klimawandel diskutieren, so dass ich davon ausgehe, dass sich die Dinge bald zum Besseren wenden werden...

*"Meine Damen und Herren, ich bin nach wie vor der Meinung, dass eine bevorstehende Rezession auf die Energiekrise zurückzuführen sein wird. Das Anzapfen von Notvorräten an Benzin und Diesel löst das Problem leider nicht. Es verschlimmert es vielmehr.*

*Ich bin ein klarer Befürworter effizienter, nachhaltiger Energie. Aber eine Politik für erneuerbare Infrastrukturen im Eiltempo zu erzwingen, wie wir es jetzt tun, hat seinen Preis. Wir brauchen klare und transparente Energiepolitik. Die Bildung einer Klimagerechtigkeitsliga, die sich auf Einzelinteressen stützt, ist keine Strategie, sondern facht nur weitere Brände an. – So sieht eine "echte" Gerechtigkeitsliga aus."*



Quelle: [Mining Stock Daily Extra](#), 24MAI2022



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

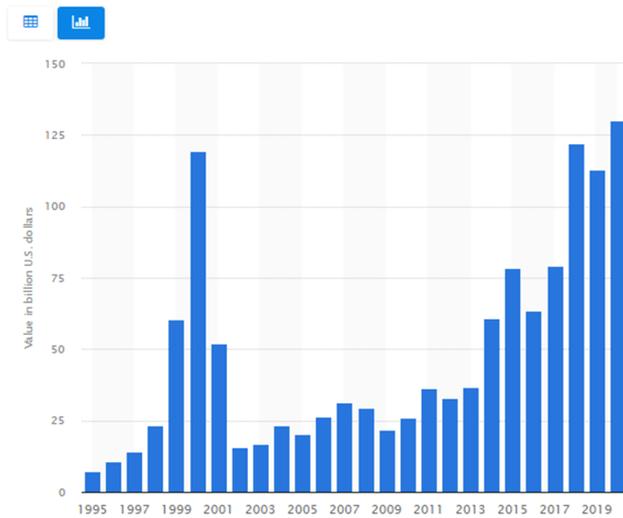
In der Tat!

Die globalen Finanzmärkte wurden auch im Mai weiter durchgerüttelt, und angesichts steigender Rohstoffpreise ist die Wachstums- zu Substanz-Rotation in vollem Gange. Dass wir uns noch in einem frühen Stadium befinden, zeigt sich an der anhaltenden Tendenz, bei (Mega-Cap-) Wachstumsaktien Rückschläge zu kaufen (ungeachtet des Beispiels von Snap Inc, Erfinder der Social-Media-App Snapchat).



SNAP Chart, Quelle: [investing.com](https://www.investing.com), 25MAY2022

Value of venture capital investment in the United States from 1995 to 2020  
(in billion U.S. dollars)



Quelle: [Grit Capital](https://www.gritcapital.com), 25MAY2022

Und das sollte nicht verwundern. Anleger halten an der Wende eines Marktzyklus immer an vertrauten Erfolgsrezepten fest. Das war beim Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 nicht anders. Denn wenn Aktien, die sich als (Börsen-)Gewinner erwiesen haben, 30% an Wert verlieren, erscheint das immer ein verlockendes Schnäppchen. Hier hilft die Erinnerung, dass Microsoft nach seinem Börsenhoch im Jahr 2000 15 Jahre lang stetig wuchs, während der Aktienkurs zwei Drittel an Wert verlor und sich dann seitwärts bewegte.

Dies hat auch mit den enormen Mittelzuflüssen zu tun, die der Sektor angezogen hat, und die noch lange nachwirken.

Die schiere Fülle des Kapitals, das darauf fokussiert ist, die nächste Mega-Wachstumsaktie zu finden, hat letztlich zu einer Mega-Blase bei den Aktienkursen geführt, die es den Unternehmen wiederum erleichterte, die notwendigen hochqualifizierten Mitarbeiter anzuziehen. - Wie? - Indem sie ihnen sehr großzügige Aktien- bzw. Aktienoptionsprogramme anboten.



Wenn jedoch die Aktienkurse fallen, und zwar erheblich (siehe das obige SNAP-Beispiel), bedeutet dies, dass die Unternehmen mehr Aktien ausgeben müssen, um ihren Mitarbeitern dasselbe nominale Vergütungspaket zu gewähren, was wiederum bestehende Anleger stärker verwässert. Alternativ müssen Aktien/ Optionen durch Barvergütung ersetzt werden, was wie die Tabelle rechts zeigt, den operativen Cashflow erheblich beeinträchtigen kann.

CASH FLOW IMPACT OF CASH INSTEAD OF STOCK COMPENSATION				
Stock	SBC as % 2021 Rev	2021 Reported Op CF	2021 Op CF if SBC Paid in Cash	% Change
Shopify (SHOP)	7.1%	\$504M	\$173	(65.6%)
Salesforce (CRM)	10.2%	\$6.0B	\$3.3B	(45%)
Snowflake (SNOW)	49.6%	\$110.1M	(\$494.9)	(549.5%)
Palantir Technologies (PLTR)	50.4%	\$338.8M	(\$439.4)	(229.6%)
MongoDB (MDB)	28.7%	\$6.9M	(\$244)	(3,636.2%)

www.empirefinancialresearch.com

Source: DuDil.net

Quelle: [Empire Financial Research](#), 12APR2022



Hans G Schiefen @SchiefenHg

Great piece by FT's Robert Armstrong, with which I whole-heartedly agree. One point to highlight, though: How sensible is it to estimate growth out until 2030, i.e. 8y forward, when we have trouble with 1y already? (And this is what underpins FANGMAT...)



ft.com  
No, you did not see the Netflix mess coming  
Post-pandemic markets are genuinely more uncertain

11:14 AM · Apr 21, 2022 · Twitter Web App

@SchiefenHg, [Twitter](#), 21APR2022

Dies ist nur einer von zahlreichen Faktoren, mit denen Wachstumsinvestoren derzeit konfrontiert sind. Und dabei werden sie kaum von den Analysten unterstützt, die wie immer ihre Prognosen an die Aktienkurse (-ziele) der von ihr betreuten Unternehmen angepasst hat. Ein gutes Beispiel dafür ist Netflix, deren Aktien im April um 30% einbrachen, nachdem die Zahlen für das 1Q schwächer als erwartet ausfielen und für das 2Q ein 2-Mio-Rückgang bei den Abonnentenzahlen angekündigt wurde. Die ausgezeichnete FT-Kolumne "Unhedged" enthielt einen sehr guten Kommentar, in dem unter anderem auf die (2-stelligen) 8-Jahres-Wachstumsraten verwiesen wurde, die den typischen Analystenprognosen zugrunde liegen. Unter diesen Umständen sollten sich Wachstumsanleger auf jede Menge Volatilität einstellen.

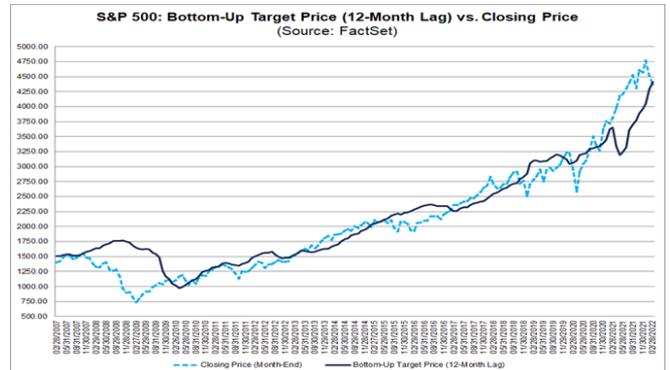
Dabei helfen den Anlegern weder rosige langfristige Wachstumsprognosen noch die Favorisierung populärer Investmentthemen durch die Analystengemeinde. Das folgende Zitat ist zwar schon 2 Monate alt, dient aber als Beispiel: *"Auf Sektor-Ebene werden in den Sektoren Kommunikationsdienste (+27,9%), zyklische Konsumgüter (+21,1%) und Informationstechnologie (+19,9%) die größten Kurssteigerungen erwartet, da diese drei Sektoren die größten Differenzen zwischen dem Bottom-up-Kursziel und dem Schlusskurs vom 24. März aufwiesen. Dagegen werden für die Sektoren Energie (+4,5%) und Versorger (+5,0%) die geringsten Kurssteigerungen erwartet, da in diesen beiden Sektoren die Unterschiede zwischen dem unteren Kursziel und dem Schlusskurs am 24. März am geringsten waren."*





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



[Analysts still predict the S&P 500 price will close above 5000.](#) Factset, 28MAR2022

Mit anderen Worten: Während die Aktienkurse von Kommunikationsdiensten, zyklischen Konsumgütern und Informationstechnologieaktien stark gefallen sind, passt die Verkaufsseite ihre Kursziele nur langsam an, da dies immer noch die Lieblingssektoren des Marktes sind und sie sich sicherlich bald erholen werden. Im Energiesektor werden die Kursziele nicht angepasst, da es sich lediglich um einen zyklischen Spitzenwert bei den Gewinnen handelt. – Und wenn es das nicht ist?

Finanzmärkte und Medien reagieren derweil weiter in gewohnter Weise auf das aktuelle geopolitische und makroökonomische Umfeld: Die Fed bzw. die Notenbanken werden die Zinssätze nicht wesentlich anheben können, sondern bald weitere geldpolitische Geschenke verteilen, d.h. es wird empfohlen, langfristige Anleihen zu kaufen. Was aber, wenn die Notenbanken die Zinsen weiter anheben, während die Fiskalpolitik die unter Inflationsdruck stehende Nachfrage stützt? – Macht es dann Sinn sich tief negative Realrenditen zu sichern?

**Recession angst** is rising fast, as signaled by a **shift in the choreography** between stocks and bonds.

- **What's happening:** A flurry of Wall Street research points out that when 10-year Treasury yields hit 3%, equities and fixed income stopped moving in unison—shares kept falling while bonds bounced.
- **What does it mean:** A pattern in which stocks drop and bonds hold firm often prevails when anxious investors are cashing in risky assets and seeking havens in a weakening economy. It also suggests growth is replacing inflation as the bigger fear.
- **The silver lining:** With the concerted selloff over, at least for now, Treasuries can act as a cushion for investors nursing equity losses.

Quelle: [Bloomberg Open](#), 25MAI2022

Am 26. Mai hörte ich mir die letzte Ausgabe des [Grant Williams Podcast "This week in Doom"](#) an, in der Grant und Doomberg Bennett Tomlin and George Noble interviewten, dessen folgende Aussage über den derzeitigen Zustand von Oekonomie und Märkten ich sehr treffen fand und im Folgenden sinngemäß übersetzt habe:

*"Das ist alles Teil dieser 'fake it til you make it' („täusche es vor, bis Du es schaffst) Wirtschaft, in der wir uns befinden. Ich denke auch an (Online Broker) Robinhood und die Demokratisierung der Finanzen und die Gamifizierung des Aktienmarktes. .... Sie haben es zu einem Spiel gemacht. Das liegt an der beispiellosen, unverantwortlichen Geldpolitik, die wir haben. Sie hat Investieren zu einem Spiel gemacht.*



*Zurzeit kommt es nicht darauf an, was die Wahrheit ist, nicht darauf, was der Wert einer Anlage ist, sondern wie viel Liquidität im System ist. Und die Preise von Vermögenswerten sind in einem noch nie dagewesenen Ausmaß zu einem Barometer für die Liquidität im System geworden, und nicht für den eigentlichen Wert. Der innere Wert ist nicht der Preis, der gezahlt wird. Das vergessen die Leute. Wie ermitteln wir den Wert eines Vermögensgegenstandes? Wir fragen uns: Erzeugt er Einkommen? Ist er durch Sachwerte unterlegt, die man verkaufen kann? Wie ist sein Liquidationswert? Aber der Wert ist nicht (oder nur in der Theorie) der Preis.*

*Stellen Sie sich vor, wir sind auf dem Mond, wir schweben einfach herum und die Zahlen können sein, was immer sie sind. Hauptsache, sie steigen. ... Und wenn man dann versucht, mit diesen Leuten über Logik zu reden, sehen sie einen an, als hätte man drei Köpfe. Ich glaube, was jetzt passiert, ist, dass wir anfangen, uns zu normalisieren, die Luft kommt aus der Blase und all den hyper-liquiditäts-getriebenen Vermögenswerten. Ob es sich nun um fantastische Technologiewerte handelt, die zum 50-fachen ihrer Umsätze gehandelt werden, ..., sie alle kommen auf den Boden der Tatsachen zurück.*

*Und wie Andrew Smithers einst ... sagte: "Die Aufgabe eines Bärenmarktes ist es, Kapital an seine rechtmäßigen Besitzer zurückzugeben". Das ist es, was wir hier sehen. Und deshalb bin ich der Meinung, dass die Anleger eine Lektion erhalten. Die Frage ist nur, wie teuer diese Lektion sein wird. Sie können Finanzgeschichte studieren und dabei feststellen, dass es nichts Neues unter der Sonne gibt, Charles Kindleberger, bitte rufen Sie Ihr Büro an. Oder sie können die teurere Lektion wählen und sich ihr finanzielles Grab schaufeln, was leider der Weg zu sein scheint, den zu viele dieser Leute einschlagen."*

Letztlich wird die Zeit zeigen, ob sich wie von mir erwartet die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ins Positive gewendet hat. Und sie wird zeigen, ob diese unfassbare "Alles-Blase", auf die sich Jesse Felder in seinem Blogbeitrag und dem dazugehörigen Tweet bezieht, endlich und unaufhaltsam geplatzt ist. Im Moment bin ich davon überzeugt, aber ich werde dies genau verfolgen. Und bis ich vom Gegenteil überzeugt bin, werde ich meinen Investitionsschwerpunkt auf die lange vernachlässigte „Old Economy“ legen, zu der natürlich auch der Rohstoffsektor gehört und die nicht nur aus zyklischer (siehe Grafik unten links) / konträrer Sicht, sondern vor allem aus fundamentaler Sicht attraktiv ist.



Hans G Schiefen @SchiefenHg · 5h

Great piece by Jesse Felder on how equity prices and markets have come to lose their ability to measure the value of the underlying businesses.

For active fund managers this represents an opportunity as the resulting mispricings were rarely greater.



thefelderreport.com

How Goodhart's Law Can Help Us Understand How We Got Here

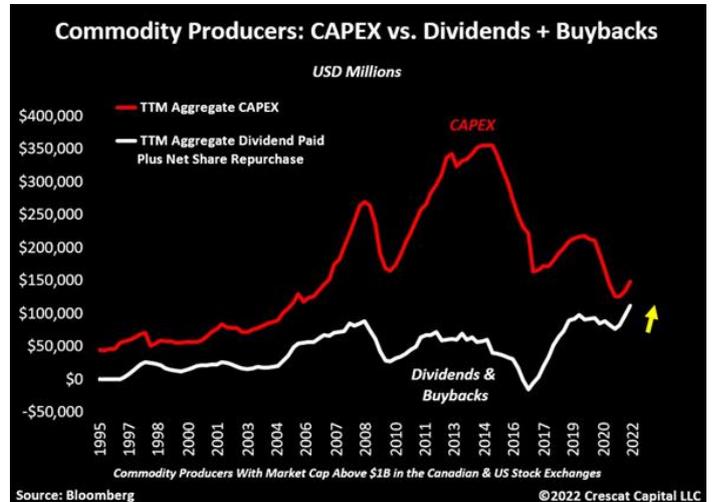
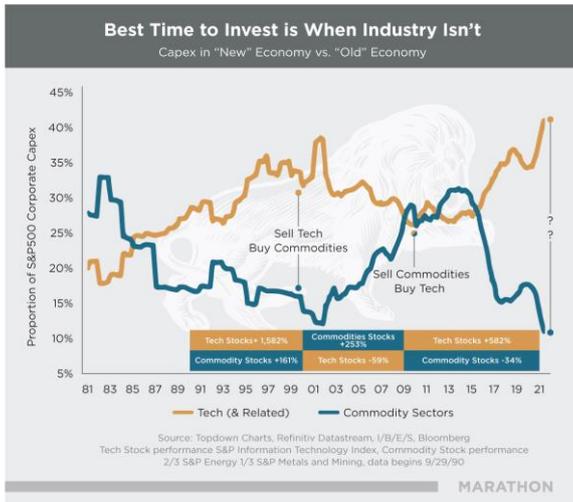
"When a measure becomes a target, it ceases to be a good measure." - Charles Goodhart

@SchiefenHg, [Twitter](#), 25MAY2022



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



Wachstums- vs Rohstoffaktien: @MRAfunds, [Twitter](#), 15MAI2022 Rohstoffproduz.: Capex vs Div&Rückkäufe, @TaviCosta, [Twitter](#), 17MAI2022

Wie das Bild oben rechts zeigt, haben sich Rohstoffproduzenten, ähnlich wie Schifffahrts- und andere Unternehmen der *Old Economy*, dafür entschieden Kapital an ihre Investoren zurückzugeben, anstatt Investitionsausgaben zu erhöhen, was definitiv kein Zeichen für einen Höhepunkt des Zyklus ist.

Daher halten wir, was unsere Aktienauswahl betrifft, an unserem Fokus auf Substanzwerte fest, aber werden unsere Allokation flexibel an das turbulente Wetter der aktuellen Finanzmarktjahreszeit anpassen. Und trotz des bislang fantastischen Jahres bin ich überzeugt, dass wir noch viel länger Rückenwind haben werden, als sich die Anleger das derzeit vorstellen können.



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

=====

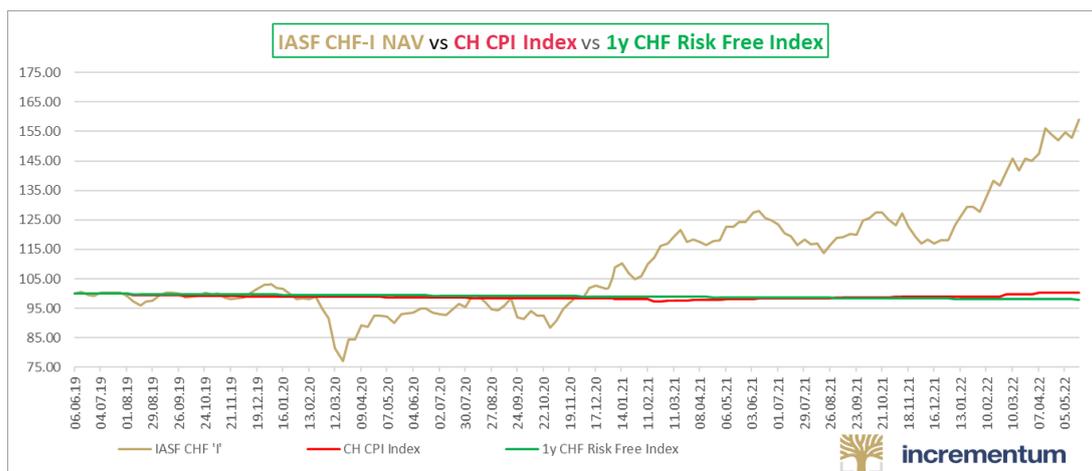
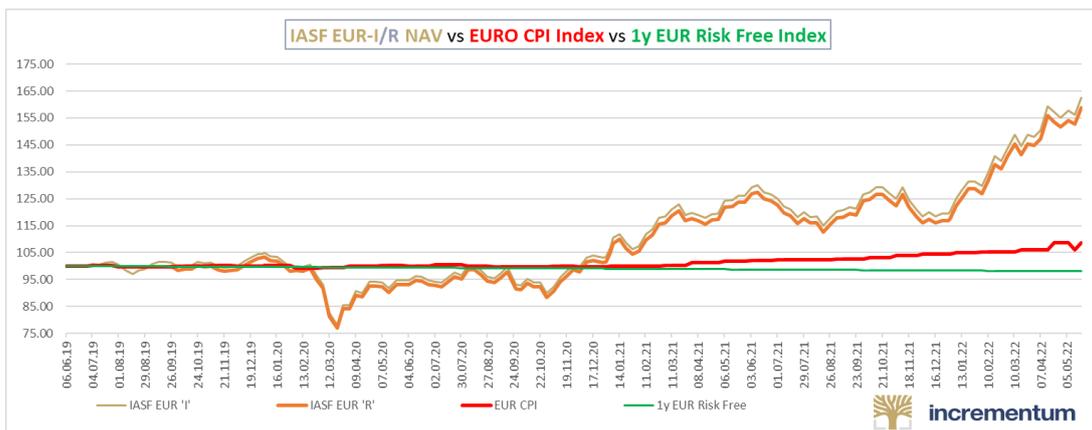
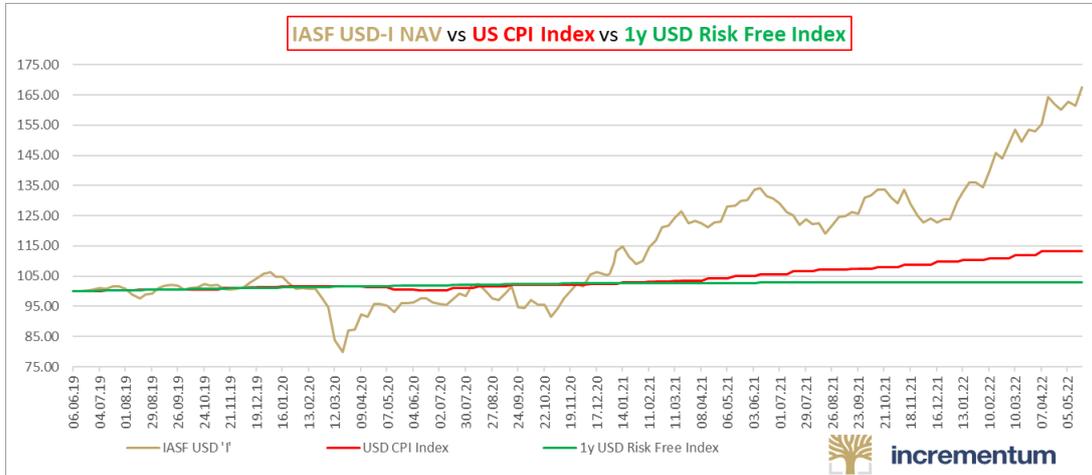
**Hans G. Schiefen**  
Partner & Fund Manager  
Incrementum AG  
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)  
Tel.: +423 237 26 67  
Mail: [hgs@incrementum.li](mailto:hgs@incrementum.li)  
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Appendix \*



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (20MAI2022), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile) auf indizierter Basis.



## IASF – 8 Investment Lektionen des Portfolio Managers

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

### Disclaimer

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

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

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

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

