

2022 / 04

## ***Seasonal Reflections***

***Das Ende von Goldlöckchen***

Verehrte Leser / Investoren,

Die SR-Sommerausgabe 2022 beginnt mit 2 Fotos, die von der [Aussichtsplattform Pizalun](#) auf der Hochebene von St. Margarethenberg, CH, aufgenommen wurden. Da es ein heißer Sommersonntag war, hatten meine Frau Alexandra und ich uns zu einer "frühen" Morgenwanderung in den Schweizer Alpen entschlossen, um der Hitze im Tal zu entkommen.



Pizalun, View N/W, 31JUL2022, HGS pic

Der Weg war einfach und die Aussichtsplattform bot wunderschöne Ausblicke auf das Oberrheintal und die umliegende Landschaft, die einen die unruhigen Zeiten, in denen wir leben, vergessen lassen.



Pizalun, View S/W, 31JUL2022, HGS pic

Seit meiner Frühjahrsausgabe, die ich mit einem Kommentar zum Krieg zwischen Russland und der Ukraine eröffnete, sind etwa 3 Monate vergangen. Als ich heute meine wöchentliche Sonntagszeitung ([NZZ am Sonntag](#)) aus dem Briefkasten holte, stellte ich fest, dass die Nachrichten über den Krieg bereits von der Titelseite verschwunden sind. Neue und dringendere Themen stehen nun im Mittelpunkt, insbesondere die wachsende Gefahr einer Energieknappheit in diesem Winter und was die Schweizer Politik und Bürokratie diesbezüglich zu tun gedenken. Und auf der geopolitischen Seite hallt der Besuch von Nancy Pelosi in Taiwan immer noch nach, und es wächst die Sorge vor einem Krieg zwischen den USA und China. – Persönlich glaube ich nicht, dass China (oder die USA) es zu einer militärischen Eskalation kommen lassen. Insbesondere China hat Zeit und Nähe auf seiner Seite, aber Säbelrasseln ist natürlich immer Teil des diplomatischen Spiels.

Und was beschäftigt einen Fondsmanager in diesen Spätsommertagen des Jahres 2022 sonst noch? – Die wichtigste makroökonomische Frage scheint mir, ob die Welt in eine neue inflationäre Phase eingetreten ist, oder ob es den Behörden noch gelingen kann die Inflation durch eine den Preisdruck mindernde Rezession wieder unter Kontrolle zu bringen. Die Rahmenbedingungen dafür wurden von Credit Suisse US-Strategist, Zoltan Pozsar, Anfang August wie folgt beschrieben:

*"Die Welt der geringen Inflation ruhte auf drei Säulen: erstens billige Arbeitsmigranten, die die Löhne im Dienstleistungssektor in den USA stagnieren ließen; zweitens billige Waren aus China, die den Lebensstandard bei stagnierenden Löhnen anhoben; drittens billiges russisches Gas, das die deutsche Industrie und die EU im Allgemeinen antrieb. ...*

*Die US-Verbraucher saugten alles auf, was die Welt an billigen Waren zu bieten hatte: Die Reichen, die von der jahrzehntelangen expansiven Geldpolitik profitierten, kauften hochwertige Waren aus Europa, welche mit billigem russischem Gas hergestellt wurden, und die Haushalte mit niedrigem Einkommen kauften all die billigen Waren aus China. All dies funktionierte jahrzehntelang, bis Nativismus, Protektionismus und Geopolitik die Welt der niedrigen Inflation destabilisierten. ...*

*Aber der Kampf der Zentralbanken richtet sich nicht länger gegen deflationäre Impulse, die von der Globalisierung billiger Ressourcen (Arbeitskräfte, Waren und Rohstoffe) ausgingen, sondern gegen inflationäre Impulse, die von einem komplexen Wirtschaftskrieg ausgehen. ...*

*Stellen Sie sich den Wirtschaftskrieg zwischen den USA, China und Russland als ein Ereignis vor, das die Säulen der oben beschriebenen globalisierten Welt mit niedriger Inflation schwächen wird – der Prozess wird langsam ablaufen, aber er wird mit Sicherheit stattfinden, wobei das anhaltende wirtschaftliche „Wie Du mir, so ich Dir“ das Potenzial hat, mehr und mehr Inflation zu erzeugen. ...*

*Der sich entfaltende Wirtschaftskrieg zwischen Großmächten verläuft stochastisch und nicht linear, und was die Inflation in Zukunft tun wird, hängt nicht nur von den Schocks ab, die in der jüngsten Vergangenheit aufgetreten sind, sondern auch von den vielen Schocks, die noch auftreten können. Dazu gehören weitere Sanktionen, die Instrumentalisierung von Rohstoffen als Waffen, weitere technologische Sanktionen und auch erneute Unterbrechungen der globalen Lieferketten für günstige Waren. ...*

*Die Frage, wie es mit der Inflation weitergeht, ist im Grunde eine Frage der Perspektive: Sehen Sie die Inflation als zyklisch (aufgrund einer chaotischen Wiedereröffnung nach COVID, verschärft durch übermäßige Konjunkturmaßnahmen) oder strukturell (ein chaotischer Übergang zu einer multipolaren Weltordnung, in der zwei Großmächte die Macht und Hegemonie der USA herausfordern). Wenn ersteres zutrifft, hat die Inflation ihren Höhepunkt erreicht. Wenn letzteres der Fall ist, hat die Inflation gerade erst begonnen.“ (Quelle: [Weirdness Factors](#), J. Mauldin, 6AUG2022, meine Übersetzung)*



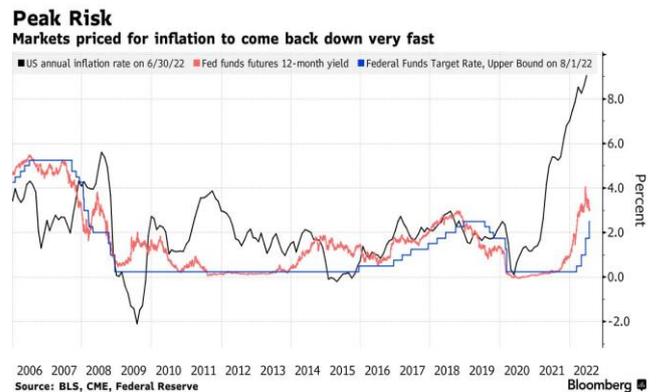
Das ist eine gute Zusammenfassung der aktuellen Debatte unter Ökonomen, in der es um die Frage geht, ob die Notenbanken eine straffere Geldpolitik einsetzen, um eine Rezession und Vermögenspreiskorrektur herbeizuführen, um so die Gesamtnachfrage und den Preisdruck zu verringern, oder ob sie nachgeben werden, sobald sich ernste rezessive Tendenzen zeigen.



Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 1AUG2022

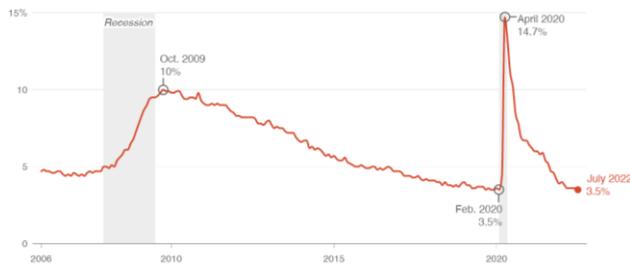
Unabhängig vom Ausgang ist dies ein schlechtes Umfeld, um an den Börsen auf herkömmliche Art, d.h. mit konventionellen Aktien- und Anleiheportfolios und passiven Anlagen, Geld zu verdienen.

Regelmäßige Leser wird es kaum überraschen, dass ich das Argument der strukturellen Inflation für stichhaltiger halte, aber ich bleibe in dieser Frage natürlich aufgeschlossen. Klar ist jedoch auch, dass die Notenbanken mit ihrer restriktiveren Geldpolitik so weit hinter dem Trend der Verbraucherpreisinflation zurückgeblieben sind wie selten zuvor. Das gilt für die USA, aber noch mehr für Europa.



[L-Shaped Recession Needed To Conquer Inflation](#), 2AUG2022

Gleichzeitig ist der Arbeitsmarkt angespannt, was die Lohnkosten steigen lässt und damit das Risiko einer Lohnkosten-Preis-Spirale erhöht. Das bringt die Notenbanken in die Bredouille: Einerseits ist die Inflation zum Hauptproblem der Gesellschaft geworden, und sie sind weit weg vom Ziel der Preisstabilität und riskieren so Glaubwürdigkeit zu verlieren.



[No Dovish Pivot Coming From The Fed](#), investing.com, 19AUG2022

Andererseits reagiert eine stark fremdfinanzierte Wirtschaft viel empfindlicher auf eine Straffung der Geldpolitik, so dass sich möglicherweise eine Verstärkung des Konjunkturzyklus ergibt und die Dinge damit leicht aus dem Ruder laufen können. Ein Blick auf die US-Frühindikatoren oder die Zahlen zum Verbrauchervertrauen in den USA und der Eurozone (s. Charts auf der folgenden Seite), die in letzter Zeit stark gesunken sind, deutet darauf hin, dass sich die westlichen Volkswirtschaften bereits auf dem Weg in die Rezession befinden.



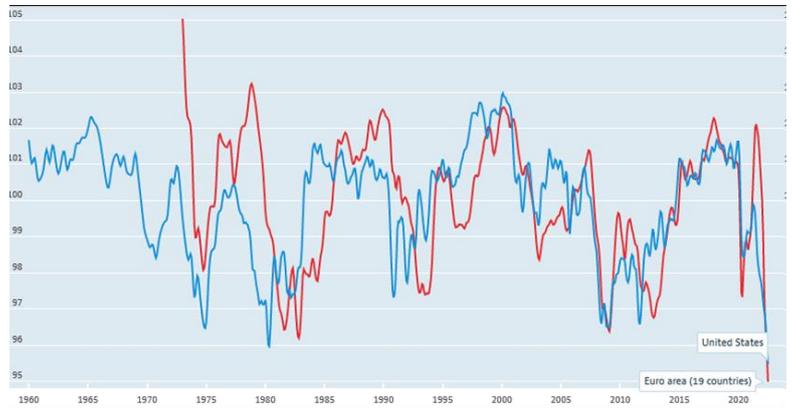


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

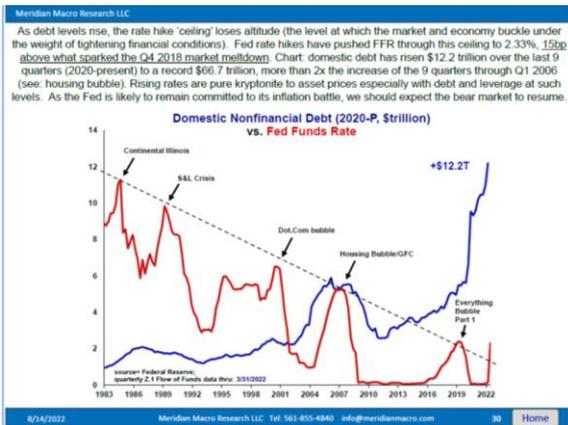


US Leading Indicator: @RBAAdvisors, [Twitter](#), 18AUG2022

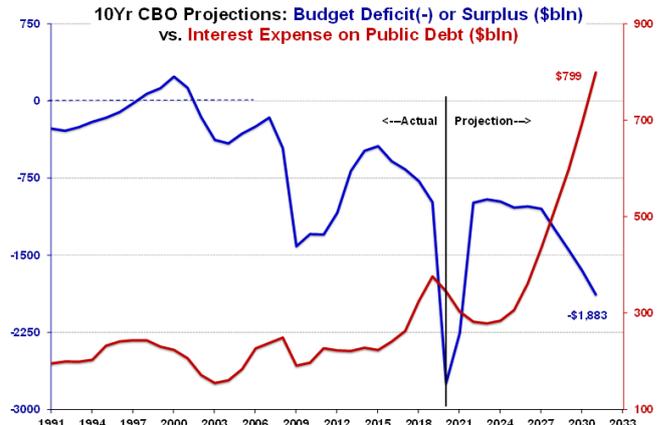


US and Euro area consumer confidence: @TheMarketDog, [Twitter](#), 23AUG2022

Die Auswirkungen der hohen Verschuldung dürfen dabei nicht unterschätzt werden. Wie wir auch auf der [IASF-Homepage](#) darlegen, sehen wir die Finanzmarktzyklen als „zunehmend vom Ende des säkularen Schuldenzyklus, sowie damit einhergehender finanzieller Repression und langfristig negativen Realzinsen geprägt“. – Diese mit dem Verschuldungsgrad zusammenhängende Dynamik lässt sich anhand der folgenden Diagramme verdeutlichen, wobei wiederum die USA als Beispiel dienen:



[Meridian Macro Research LLC](#) (both)

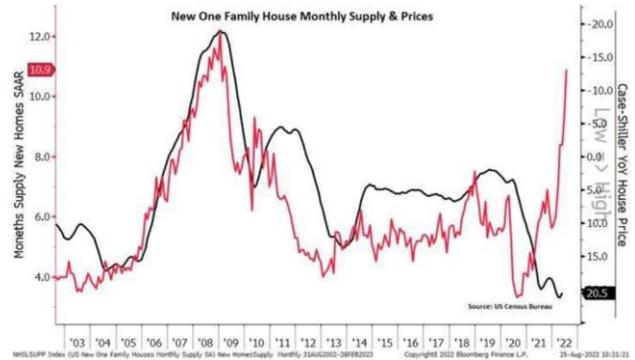


Kurz gesagt: Während die Zinssätze in den letzten drei Jahrzehnten gesunken sind (rote Kurve im Chart links), ist der Schuldenstand (blaue Kurve) allmählich gestiegen. Während des größten Teils dieses Zeitraums verteuerte sich die Finanzierung des steigenden Schuldenstands nicht, da die Zinssätze und damit die Finanzierungskosten von den globalen Zentralbanken schrittweise gesenkt wurden. Doch in den letzten Jahren, in denen die Covid-induzierten fiskalischen Ausgabenprogramme zum Tragen kamen, hat sich der Schuldenanstieg beschleunigt, während der Zinstrend nun seinen Tiefpunkt erreicht und sich umgekehrt hat. Was dies bedeutet, verdeutlicht die Grafik rechts oben. Diese zeigt wachsende Budgetdefizite im US-Staatshaushalt (blau), die jedoch erst in jüngerer Zeit mit steigenden Zinskosten (rot) einhergehen, welche in Zukunft noch deutlicher ansteigen werden.



Und dieser Effekt steigender Nominalzinsen auf die Finanzierungskosten betrifft natürlich auch Privathaushalte und Unternehmen. Als Konsequenz hat z.B. *“das Angebot neuer Häuser in den USA inzwischen ein Niveau erreicht, das auf eine beginnende oder bevorstehende Rezession hindeutet.*

*Das Angebot an Neubauten in den USA ist dabei, auf das Niveau von 2008–09 zu klettern. In Verbindung mit steigenden Hypothekenzinsen und knapperen Krediten könnte dies bedeuten, dass die Preise für neu erworbene Eigenheime fallen. Negatives Eigenkapital für US-Eigenheimbesitzer haben wir lange nicht mehr gesehen. Könnte sich die Geschichte wiederholen? Ich sehe nicht, dass jemand darüber spricht.“ – Ich auch nicht!*



[www.intelligencequarterly.com/](http://www.intelligencequarterly.com/)

Dies ist nur ein Beispiel dafür, wie finanzialisiert und damit anfällig unsere Volkswirtschaften geworden sind, da die rekordverdächtig hohe Verschuldung durch extrem aufgeblähte Vermögenswerte abgesichert ist. Im privaten Sektor zeigt sich diese Finanzialisierung unserer Volkswirtschaften in der Verbreitung von Autoleasing, Verbraucherkrediten (Kaufe jetzt, bezahle später!) und überzogenen Hypotheken. Um den wie immer brillanten Dr. Ben Hunt zu zitieren (wie immer frei von mir übersetzt):

*“Die moderne Unternehmenswelt bietet praktisch unbegrenzte Kredite für alles, was immateriell ist oder sich schnell abnutzt, alles, was den Nicht-Reichen das Gefühl gibt, reich zu sein. Wie wäre es mit einem schönen Abendessen im Restaurant? Ein neues Smartphone? Vielleicht ein Urlaub? Sie haben es sich verdient!*

*Man sagt uns, dass "Erfahrungen" und "Bildung" die höchsten Ziele im Leben sind, und dass Schulden zur Finanzierung dieser gar keine Schulden sind, sondern vielmehr eine "Investition" in unser bestmögliches Leben darstellen. Ich sage Ihnen das ist eine Lüge! Oder besser gesagt, es ist eine Unwahrheit im Dienste des unternehmerischen Arms der Fiat-Welt, in der die Realität durch Behauptungen erklärt wird, in der uns gesagt wird, dass die Inflation "im Juli bei Null" liegt und sechs Monate mit einem Rückgang des realen BIP keine große Sache sind, wenn wir es nicht als "Rezession" bezeichnen, in der uns gesagt wird, dass die massive Ungleichheit des Wohlstands und die Beibehaltung von Steuererleichterungen für Private-Equity-Milliardäre für die "Arbeitsplatzschaffenden" notwendig sind, wo uns gesagt wird, dass wir für lächerliche Kandidaten stimmen müssen, um ein guter Republikaner oder Demokrat zu sein, wo uns gesagt wird, dass wir lächerliche Wertpapiere kaufen müssen, um ein guter Investor zu sein, und wo uns gesagt wird, dass wir lächerliche Summen leihen müssen, um ein gutes Elternteil oder ein guter Ehepartner oder ein guter Mensch zu sein. ...*

*Das Ergebnis ist eine permanente Schuldenlast für die meisten Amerikaner, eine Verbindung von der Wiege bis zur Bahre mit ihren Kreditgebern, die der Verbindung von der Wiege bis zur Bahre mit ihrer Regierung gleichkommt.“ (Narrative And Metaverse, Pt.4 – Carrying The Fire, Ben Hunt, 17AUG2022)*



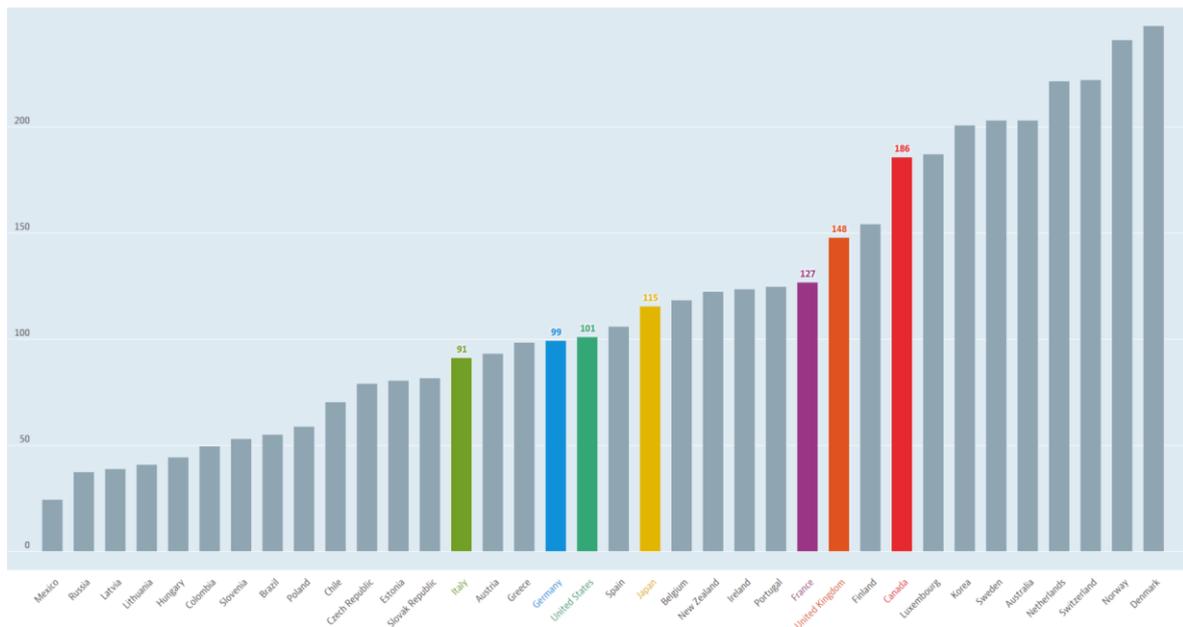


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Diese Aussage gilt in ähnlicher Form auch für den Rest der entwickelten Welt, und deshalb hat sie bei mir resoniert. Als Angehöriger der Generation X und von Eltern geprägt, die aus einer Generation stammen, die noch den Wert persönlicher Ersparnisse als Mittel zu Eigenständigkeit und Selbstverantwortung kannte, fand ich den Gedanken, ein Auto, geschweige denn Konsum- oder Haushaltsartikel, auf Kredit zu kaufen, schon immer verrückt. Jetzt sparen, später kaufen, war immer meine Devise!

Dass dies jedoch keine verbreitete Angewohnheit ist, zeigt das Diagramm unten, auf dem die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP für verschiedene OECD-Länder aufgeführt ist, die von 24% (Mexiko) bis 248% (Dänemark) reicht. Bemerkenswert an dem Schaubild ist, dass auf der linken Seite die Entwicklungsländer dominieren, die in der Regel höhere Zinssätze und kein soziales Sicherheitsnetz haben, während die rechte Seite von entwickelten Volkswirtschaften dominiert wird, die eine lange Periode extrem niedriger nominaler Zinssätze sowie stärkere Unterstützung durch soziale Sicherungssysteme genießen. Zudem haben diese Länder meist auch eine recht starke Hausse im Immobilienmarkt erlebt, was zu einer erheblichen Nachfrage nach Hypothekarkrediten geführt hat.



Verschuldungsgrad Privater Haushalte zum BIP in %, Quelle: [OECD](#)



Monatl. Hypothekenzinsbelastung USA

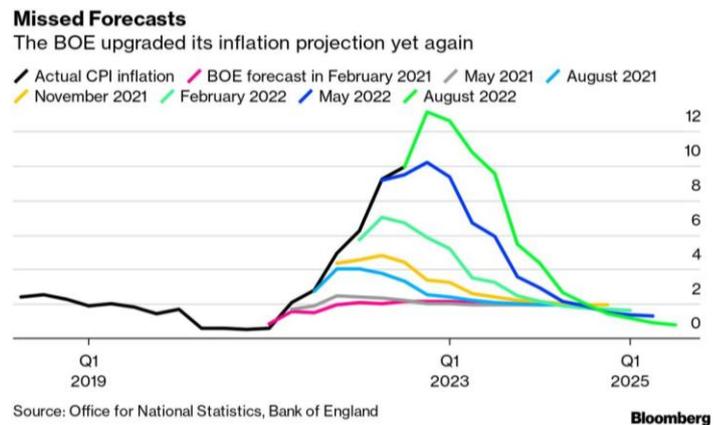
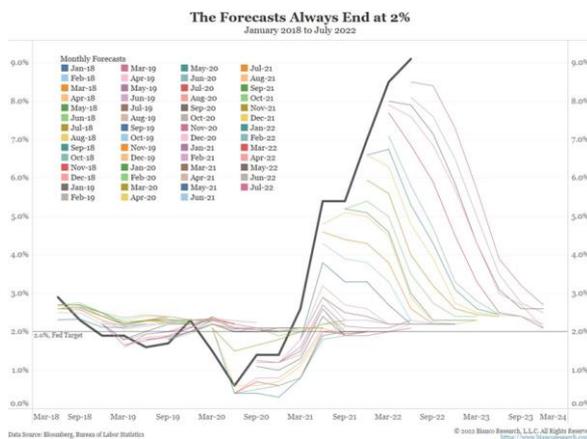
@GRDecter, [Twitter](#), 24AUG2022

Das geldpolitische Dilemma wird hier dadurch verschärft, dass eine zu starke Straffung nicht nur die Wirtschaft bremsen, sondern auch eine Immobilienkrise auslösen könnte, wenn die geringere Erschwinglichkeit angesichts steigender Hypothekenzinsen zu Liquidationen und Preisverfall führen, was wiederum die verpfändeten Sicherheiten verringert und somit das Bankensystem erheblich belasten könnte.



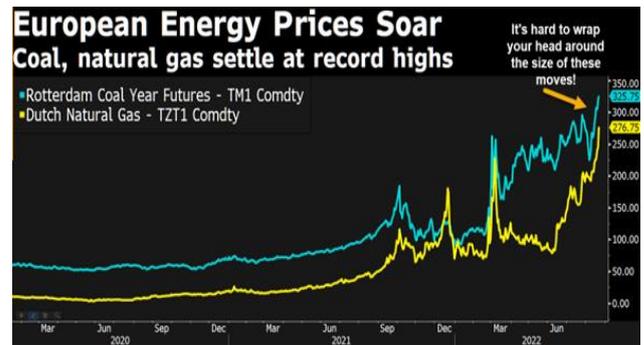


Damit erleben wir womöglich den ultimativen Test der Feinsteuerungsfähigkeit unserer Geldpolitik. Persönlich glaube ich, dass die Notenbanken angesichts der Reaktionszeit politischer Entscheidungen Gefahr laufen, ihre schlussendliche Unfähigkeit der Steuerung des Konjunkturzyklus unter Beweis zu stellen bzw. diesen noch zu verstärken. Viele Beobachter erwarten daher einen rein zyklischen Inflationsverlauf, bei dem die Zentralbanken es mit der Straffung der Geldpolitik übertreiben und so eine tiefere Rezession als erwartet verursachen, die durch die entsprechende Zerstörung der Nachfrage die Inflation wieder vollständig zum Verschwinden bringen wird. Das dies die vorherrschende Experten-Meinung ist zeigen auch die nachstehenden Grafiken (beispielhaft für die Inflationsprognosen in den USA und im Vereinigten Königreich).



Monatl. US-Inflations-Vorhersagen (biancoresearch, [Twitter](#), 19AUG2022) Vergangene Bank of England Inflationsvorhersagen ([Bloomberg](#))

Wenn wir also den Experten glauben, wird die Inflation Ende 2024 wieder bei 2% liegen, und wir machen weiter wie bisher... - Wenn es nur nicht dieses Problem gäbe: *"Die britische Inflation wird aufgrund steigender Gaspreise im Januar 18,6 Prozent erreichen, und damit den höchsten Stand in 50 Jahren, so eine neue Prognose der Citi, die auf den neuesten Marktpreisen basiert."* ([Financial Times](#), 22AUG2022)



Europäische Kohle & Gas-Preise, [Macro Tourist](#), 22AUG2022

Damit kommen wir zu einem anderen viel diskutierten Thema, nämlich den Energiepreisen. Sieht man einmal von dem politisch bequemen Mythos ab, dass die steigenden Energiepreise lediglich darauf zurückzuführen sind, dass Putin's Russland einen Wirtschaftskrieg führt - was sicherlich dazu beigetragen hat und angesichts der Art und Weise, wie die USA und andere westliche Länder Russland's internationale Devisenreserven eingefroren haben, auch nicht verwundern sollte - so handelt es sich hierbei um ein Problem, das nicht durch die Geldpolitik behoben werden kann.



# Incrementum All Seasons Fund

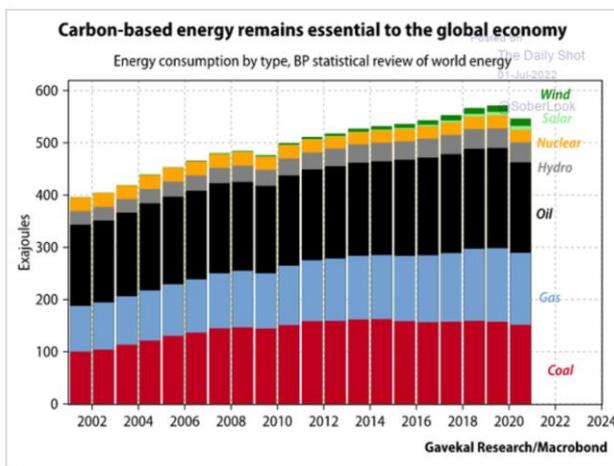
– in pursuit of real returns –



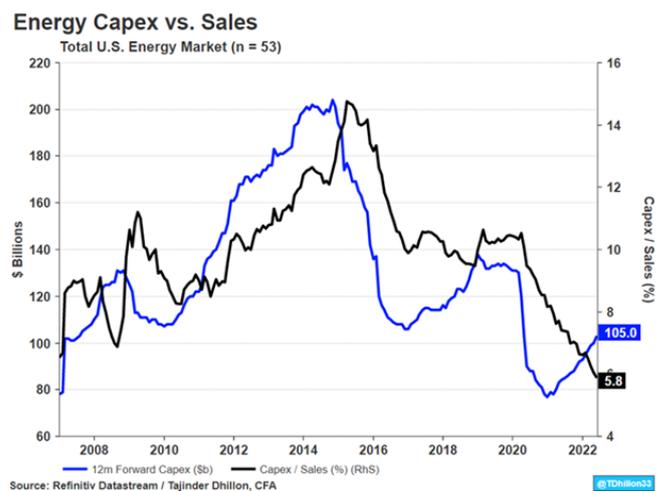
Brent Rohöl Future (letzte 2 Jahre), [investing.com](https://www.investing.com), 31AUG2022

Wir haben es hier nämlich mit Angebotsengpässen zu tun, die sich bereits vor Kriegsbeginn in steigenden Öl- (und Gas-) Preisen widerspiegelten. Die Covid-Preisdelle war dabei nur das Ergebnis einer "künstlichen" Nachfrageunterdrückung aufgrund von Covid-Lockdowns und Reisebeschränkungen.

Doch inzwischen hat sich die Welt wieder geöffnet. Und da alle menschlichen Tätigkeiten und Entwicklungen Energie benötigen, ist deren Nachfrage entsprechend gestiegen und wird voraussichtlich auch in den kommenden Jahren weiter steigen. Wie das Diagramm links unten zeigt, basiert der weltweite Energieverbrauch (und nicht nur der der fortgeschrittenen Volkswirtschaften) nämlich noch immer überwiegend auf fossilen Brennstoffen.



Energieverbrauch nach Quelle ([Chartbook](https://www.chartbook.com), Adam Tooze, 10JUL2022)



US-Energie-Investitionen im Vgl. zu Verkäufen ([Refinitiv](https://www.refinitiv.com), 21JUN2022)

Gleichzeitig hat die konventionelle Energiewirtschaft seit 2014 eine harte Zeit hinter sich, als der letzte große Investitionsboom in der US-Schieferölindustrie die Ölpreise auf ein Niveau sinken ließ, das weitere Investitionen in den Ersatz von Reserven unwirtschaftlich machte. In diesem Zusammenhang muss man sich vor Augen halten, dass die Kosten für die Förderung eines Barrels Öl / cbf Gas / einer Tonne Kohle nicht nur die reinen Förderkosten beinhalten, sondern auch die Kosten für die Entdeckung von Ersatzvorkommen. Natürlich kann ein Rohstoffproduzent, der bereits über erschlossene Reserven verfügt, eine Zeit lang produzieren und überleben, indem er die vorhandenen Ressourcen ausbeutet und nur die reinen Förderkosten deckt. In Anbetracht des Energiebedarfs unserer Zivilisation ist dies jedoch nicht gerade ein nachhaltiger Ansatz, wie wir gerade herausfinden.

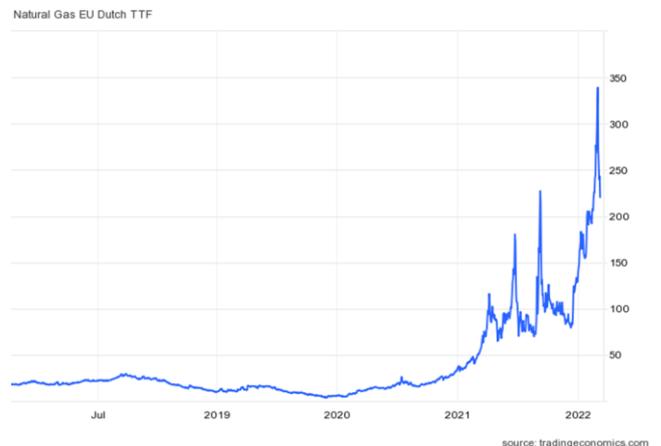


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Wie es in zyklischen Branchen üblich ist, haben niedrige Verkaufspreise für Öl, Gas oder Kohle aufgrund eines vorangegangenen Investitionsbooms die Industrie dazu veranlasst, ihre Investitionen in einen angemessenen Ersatz für ihre zur Neige gehenden Ressourcen zu verringern, was zunehmend zu Angebotsverknappungen geführt hat. Diese (aufgrund fehlender) Margen bedingte Unterinvestition wurde durch eine politisch gewollte und geförderte Energiewende weg von fossilen (und nuklearen) Brennstoffen hin zu erneuerbaren Energien noch verstärkt, welche Investitionen in diese konventionellen Energieträger systematisch verhindert und effektiv bestraft. Die daraus resultierende Verknappung des Angebots sollte uns daher nicht überraschen.

Zusammen mit Lieferkettenproblemen (z.B. wurden russische Energieexporte mit Sanktionen belegt, während neue Importe anderorts und ohne Rücksicht auf den Preis beschafft werden mussten), hat dies in Europa eine Panik ausgelöst. Diese ließ die Erdgaspreise im Jahresverlauf auf über 300 EUR/MWh ansteigen, und auch zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen liegen die Preise immer noch beim ca. Zehnfachen des Niveaus vor der Covid-Krise.



EU Erdgas-Preis, Dutch TTF (EUR / MWh), 1SEP2022

Hier noch ein paar Fakten, um die Bedeutung des Erdgases in die richtige Perspektive zu setzen:

					
<p><b>GAS REPRESENTS 21.5% OF THE EU'S PRIMARY ENERGY CONSUMPTION.</b></p> <p>It is the dominant source of energy for households – <b>32.1%</b>.</p>	<p><b>AROUND 40% OF HOUSEHOLDS ARE CONNECTED TO THE GAS NETWORK.</b></p> <p>On average, they spend <b>EUR 700</b> on gas, <b>2.5%</b> of their average income (EUR 27,911). However, this conceals considerable differences among Member States.</p>	<p><b>THE AVERAGE FINAL HOUSEHOLD PRICE FOR kWh OF ENERGY FROM GAS IS 6.5 cents/kWh,</b></p> <p>three times lower than from electricity – <b>21.6 cents/kWh.</b></p>	<p><b>THE EU-27 PLUS UK GAS SUPPLY BILL RANGES FROM 75-100 BN € PER YEAR,</b></p> <p>depending on the wholesale sourcing price levels.</p> <p>At retail level, the final expenditure on gas accounts for approx. <b>EUR 200 bn per annum.</b></p>	<p><b>THE EU IMPORTS 80% OF ITS TOTAL GAS NEEDS.</b></p> <p>Domestic production has <b>halved in the last 10 years.</b></p>	<p><b>THE RESIDENTIAL SECTOR ACCOUNTS FOR MOST EU GAS DEMAND 40%</b></p> <p><b>FOLLOWED BY INDUSTRY AND GAS USE FOR POWER GENERATION.</b></p> <p>Industry consumption has <b>declined by 20%</b> since 2000, whereas in the same period <b>gas use for power generation has risen by 15%.</b> These trends are due to the EU's economic transition from industry to energy services and structural changes in the energy-intensive industry.</p>

Die wichtigsten Fakten: Gas repräsentiert 21,5% des Primärenergieverbrauchs der EU, 40% der EU Haushalte sind ans Gasnetz angeschlossen, Beschaffungskosten (im vergangenen Jahr): EUR 75-100 Mrd, 80% des Bedarfs wird importiert.

[ACER \(EU Agency for the Cooperation of Energy Regulators\) Gas Factsheet](#)





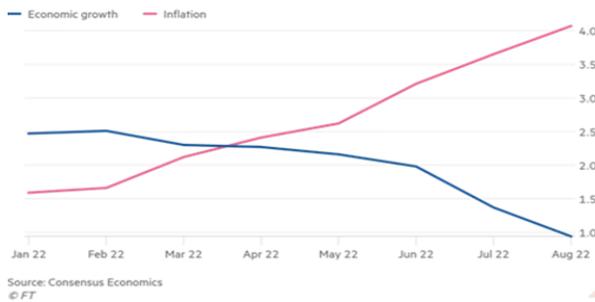
# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Die oben genannten Zahlen geben uns eine ungefähre Vorstellung von dem Schaden, den Europa allein durch den Anstieg der Gaspreise erlitten hat, der sich leicht auf über hundert Milliarden Euro belaufen dürfte.

Economists are revising up their 2023 inflation forecast while the economic outlook becomes gloomier

Inflation and GDP growth forecasts for 2023, by date of forecast



Source: Consensus Economics © FT

Financial Times, 30AUG2022

Und da die Preise für Öl und Kohle als weitere wichtige Primärenergieträger in diesem Jahr ebenfalls stark gestiegen sind, wirkt dies im Grunde wie eine Steuer auf Verbrauch und Investitionen. Daher ist es kaum verwunderlich, dass die Ökonomen wie der Chart links zeigt ihre Inflationsprognosen für Europa nach oben und ihre Wachstumsprognosen nach unten korrigieren.

Ich möchte hier zwei Punkte hervorheben, die Investoren und Finanzmärkte betreffen:

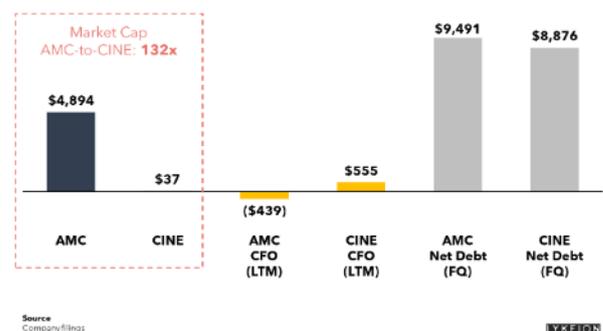
Der erste ist, wie tückisch dieses Anlageumfeld ist. Dies wird im jüngsten Kommentar von [GMO](#)-Gründer Jeremy Grantham mit dem Titel [ENTERING THE SUPERBUBBLE'S FINAL ACT](#) treffend zusammengefasst.

Kurz gesagt, sieht er die jüngste Hausse an den US-amerikanischen und weltweiten Aktienmärkten als eine typische Bärenmarktrallye innerhalb einer deflationären Superblase. Und in der Tat erfüllt die Erholung von den Tiefstständen im Juni viele Kriterien für eine Bärenmarktrallye, z.B. in Bezug auf Umfang als auch auf den häufig beobachteten Echo-Effekt, bei dem frühere Bullenmarkt-Themen wieder aufgenommen werden. Diese Echoblase zeigte sich in einer weiteren Runde des Meme-Aktienwahns, der von [Lykeion](#) im nebenstehenden Vergleich der (Meme-Aktie) AMC mit ihrem Konkurrenten Cineworld Group (im Konkurs) treffend zusammengefasst wurde. Der Vergleich von Marktkapitalisierung, Cashflow und Schuldenstand zeigt, wie die Geister von 2020/21 kurzfristig wiederbelebt wurden.

At a 30,000 foot view, AMC operates 11,041 screens on about \$2.5 billion of annual revenue (\$226k per screen). CINE operates 9,500 screens on \$1.8 billion of revenue (\$190k per screen).

They both carry about the same debt load, but CINE has been able to generate significantly more cash flow in the last twelve months (LTM) reported (Note: CINE LTM is as of 12/31/21 and AMC is as of 6/30/22, their last reporting periods respectively, so the figures will be different once CINE reports next month). But AMC is burning a lot of cash...

## Meme Madness Visualized.



Enter the madness: CINE is going to file for bankruptcy, while AMC's market cap is now 132x that of CINE.

The company that generates more cash at similar debt levels is going bankrupt. The other is worth almost \$5 billion.

And we wonder why J. Powell hasn't signaled a pivot yet...

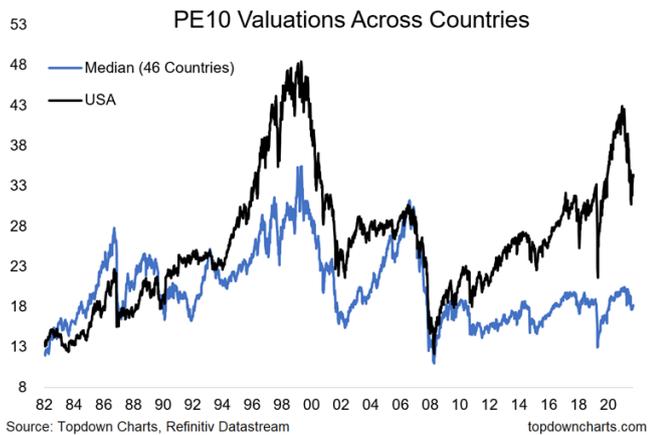
Madness Visualized, [Lykeion](#), 31AUG2022





# Incrementum All Seasons Fund

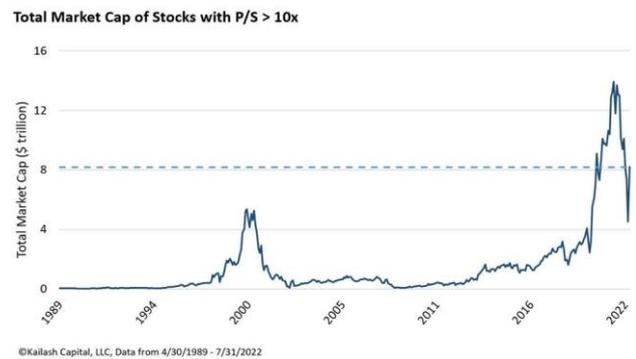
– in pursuit of real returns –



[Off-Topic ChartStorm](#), by Callum Thomas, 11AUG2022

Generell zeigt die GS-Liste, dass es trotz des Gemetzels bei den jüngeren, aufstrebenden Wachstumstiteln (à la ARKK) noch keinen wirklichen Führungswechsel im aktuellen Aktienmarktregime gegeben hat. Dies spiegelt sich auch darin wider, dass noch immer knapp 10% der globalen Aktienmarktkapitalisierung mit mehr als dem 10-fachen der erwarteten Umsätze bewertet wird.

Und wie sehr die vom Wachstums-Fokus dominierte, frühere Blase selbst in den Köpfen professioneller Anleger noch wirkt, zeigt [@ecommerceshares](#) am 26.8. auf [Twitter](#). Die hier aufgeführte GS-Liste der Top-Holdings von 589 Hedgefonds, wird weiterhin von den FAAMG-Namen (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google) dominiert, die nach wie vor für die außerordentliche Bewertungslücke zwischen den US-Aktienmärkten und anderen Weltmärkten verantwortlich sind.



[Off-Topic ChartStorm](#), Callum Thomas, 11AUG2022

Der zweite Punkt ist, dass es viel zu früh ist, um die IASF-Fokussierung auf Energie- und generell Substanz-Aktien aufzugeben oder auch unsere Short-Positionen am US-Aktienmarkt zu schließen.



[US Profits Soar With Widest Margins Since 1950](#), 25AUG2022

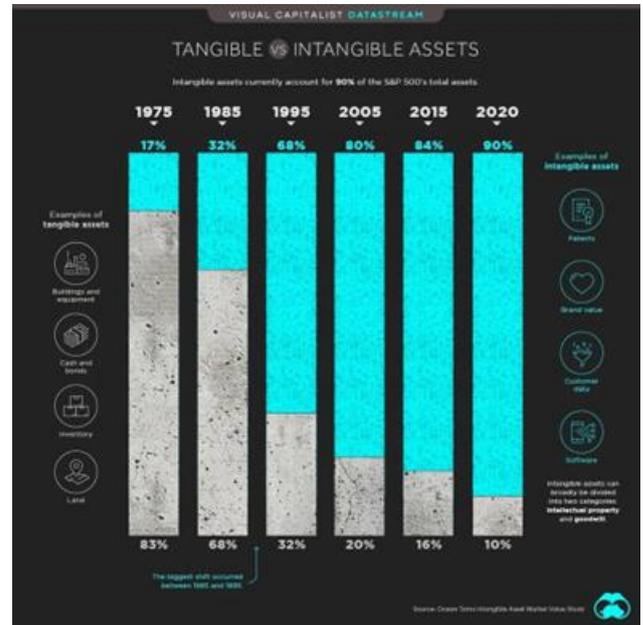
Was letztere betrifft, so ist diese Positionierung in einem Umfeld weiter steigender Zinsen und angesichts der enormen Bewertungslücke zwischen US-Aktien und ihren weltweiten Konkurrenten (s. Chart oben) nach wie vor gerechtfertigt. Sicherlich haben sich die Gewinnmargen in den USA sehr gut gehalten, aber Rezessionen sind ein probates Mittel, um diese unter Druck zu setzen, was US-Aktien auf dem derzeitigen Kursniveau noch teurer machen würde.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

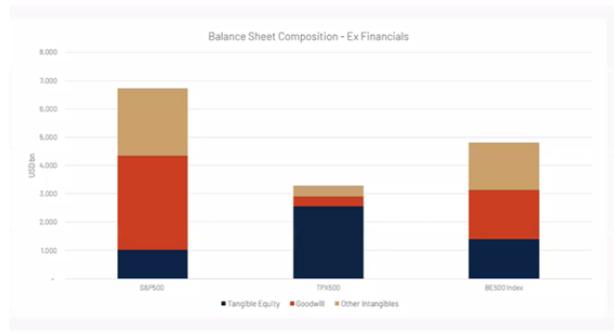
Dazu kommt, dass sich die Bilanzen der börsennotierten US-Unternehmen in den letzten 45 Jahren bei anhaltend sinkenden Zinssätzen und zunehmender Verschuldung fast vollständig umgekehrt haben. Während 1975 nur ein kleiner Teil der US-Vermögenswerte Goodwill darstellte oder anderweitig immaterieller Natur war, machen materielle Vermögenswerte im Jahr 2020 nur noch ca. 10% der Vermögenswerte aus. Es braucht nicht viel Fantasie, sondern nur etwas gesunden Menschenverstand, um zu erwarten, dass sich diese Entwicklung in einem Umfeld steigender Zinsen und Inflation (zumindest teilweise) wieder umkehren wird.



Visual Capitalist, 12NOV2020

## Balance sheets

Japan vs US & Europe



Source: Arcus calculations using Bloomberg data as of 30/06/2022. S&P 500 = Standard and Poor's 500 Index. TOPIX = Tokyo Stock Price Index. EURO500 = EURO 500 Index = Bloomberg European 500 Index.



Arcus Update Asia – Q2 2022 Webinar

Und was die derzeitige Allokation des IASF betrifft, so spricht das Bewertungsargument nach wie vor deutlich für die Beibehaltung unseres Engagements in den Bereichen Energie, Schifffahrt und Substanzwerten allgemein, ungeachtet der Tatsache, dass es sich dabei oft um zyklische Sektoren handelt, was unserer Ansicht nach bereits mehr als eingepreist ist. Gerade in der Erwartung einer Rezession, bei gleichzeitig hartnäckiger Inflation, d.h. [Stagflation 2.0](#), wird es besonders wichtig sein, sich in Sektoren zu engagieren, die strukturellen Rückenwind genießen, auch wenn diese einer gewissen Zyklizität unterliegen.

Die nebenstehende Grafik verdeutlicht, dass dies nicht nur aber vor allem ein US-Phänomen ist. Sie stammt von [Arcus Investment Ltd](#) und vergleicht die Zusammensetzung der Aktivseite der Unternehmensbilanzen für den US S&P 500, den japanischen Topix 500 sowie Bloomberg's European 500 Index (Daten vom 30JUN2022). Sie zeigt eine ähnliche aber weniger ausgeprägte Tendenz bei europäischen Unternehmen, während in Japan's Bilanzen die Sachwerte viel stärker dominieren.

**Jeff Weniger** @JeffWeniger

S&P 500 Earnings Warning.

A net 14.3% of US banks are tightening lending standards. Look what happens to earnings thereafter.

2000 -- Earnings fell in 2001.  
2007 -- Earnings fell in 2008.  
2020 -- Earnings fell in 2020.

Tightening of Bank Lending Standards Bodes Poorly For S&P 500 Profits

5:59 PM · Aug 18, 2022 · Twitter Web App

@JeffWeniger, [Twitter](#), 18AUG2022



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

So viel zu meinen aktuellen Gedanken über das momentane makroökonomische Umfeld, welches sich am besten mit "Das Ende von Goldlöffchen" beschreiben lässt. (Die Goldlöffchen-Wirtschaft der letzten Jahrzehnte war weder zu heiß noch zu kalt, so wie der Brei, den Goldlöffchen im Haus der drei Bären in einem alten englischen Märchen verspeist.)



@bespokeinvest, [Twitter](#), 2SEP2022

Die Anleger wurden in diesem Jahr mit einem herausfordernden Blatt konfrontiert. Dies liegt daran, dass sowohl private als auch professionelle Anleger konditioniert sind, Wachstum über Value, Technologie über Basisgüter, Trend über Bewertungen und passiv über aktiv zu stellen. Dies hat so lange funktioniert, dass die Risikoeinschätzungen bei sich radikal verändernden Umständen nicht mehr passen.

Daran werde ich regelmäßig erinnert, wenn ich das Portefeuille des IASF durchgehe und mit Investoren spreche. Doch bevor wir ins Detail gehen, bitte beachten Sie folgendes:



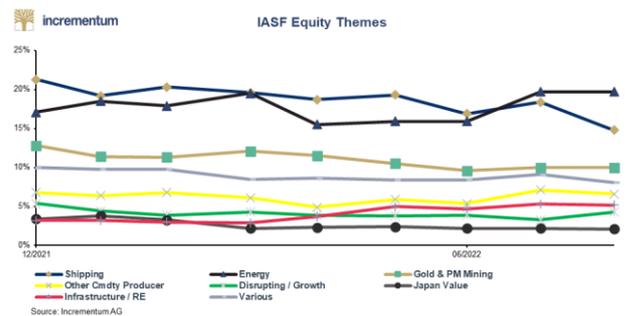
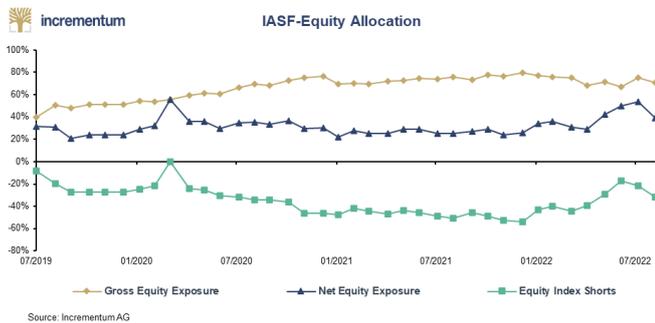
**Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für deren Richtigkeit 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.**

Eine Frage, die mir oft gestellt wird, lautet: Was wird Euch dazu veranlassen, Eure Gesamtallokation zu ändern? - Das suggeriert, dass es ein einzelnes Ereignis oder einen Auslöser gibt, der dies bewirken könnte. Stattdessen umfasst unser Investitionsprozess eine ständige (Re-)Evaluierung der wirtschaftlichen, marktbezogenen und unternehmensindividuellen Gegebenheiten, und daher werden alle Änderungen schrittweise vorgenommen, wie die nachstehenden Diagramme zur Aktienallokation des IASF zeigen.

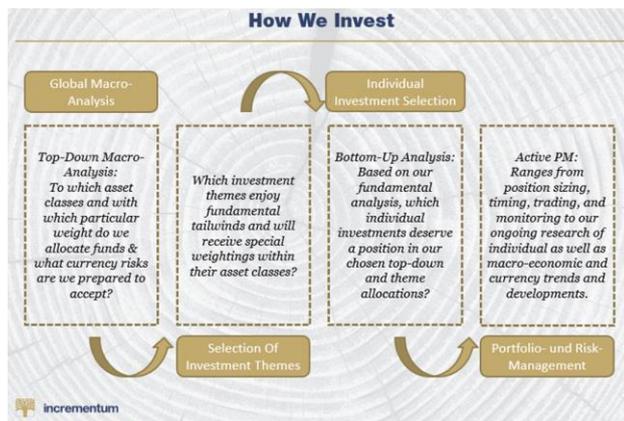


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



Natürlich haben wir von einer starken Performance (nicht nur) in unseren ENERGIE- und SCHIFFFAHRTS-Allokationen profitiert (4 unserer Schifffahrts- und 5 unserer Energieaktien haben ihren Kurs seit Jahresbeginn mehr als verdoppelt). Daher liegt die Frage nahe, ob es nicht an der Zeit ist, sich aus diesen volatilen und zyklischen Unternehmen zurückzuziehen, insbesondere angesichts der oben beschriebenen sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten. Unserer Meinung nach ist es jedoch noch zu früh, um dies in Erwägung zu ziehen.



Makroökonomisch bietet unser Schifffahrts-Engagement aufgrund steigender Wiederbeschaffungskosten weiter einen guten Inflationsschutz. Darüber hinaus bietet das historisch niedrige Orderbuch in Verbindung mit anhaltendem Transportbedarf für Öl und Massengüter, z.B. aufgrund längerer Transportdistanzen angesichts der veränderten Exportziele Russlands oder einer Wachstumsbelebung China's ein günstiges Branchenumfeld.

Und was den Energiesektor betrifft, so bin ich davon überzeugt, dass die Welt dessen Bedeutung wieder neu lernen muss. Schliesslich ist die Grundlage für alles, was wir tun, entweder etwas das angebaut (ein Prozess, der die Energie der Sonne umwandelt) oder abgebaut wurde, was ebenfalls Energie erfordert. Und selbst das, was wir heutzutage anbauen, erfordert zusätzliche Energie (z.B. Erdgas für Düngemittel oder Treibstoff für die eingesetzten Maschinen), nur um das derzeitige Effizienzniveau der weltweiten Nahrungsmittelproduktion aufrechtzuerhalten.

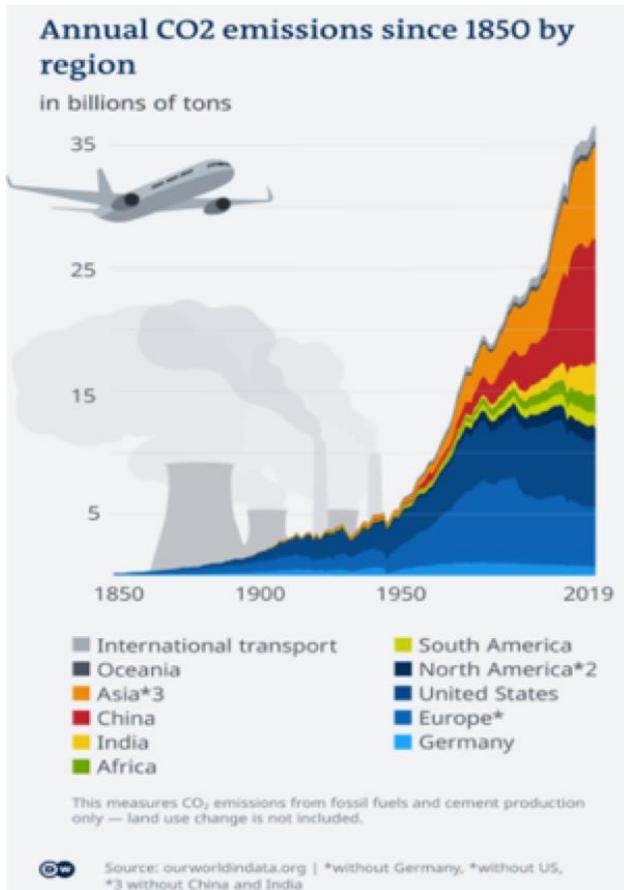


Aber das was billig und im Überfluss vorhanden ist, wie es die Energie in den letzten zehn Jahren war, wird eben leicht als selbstverständlich angesehen, was ein großer Fehler ist, den wir vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gemacht haben. Billige und reichlich vorhandene Energie hat uns glauben lassen, dass der Gipfel der menschlichen Zivilisation technologische Anwendungen wie das Internet, Breitband und alles, was darauf und darum herum aufgebaut wurde, sind. Deshalb stehen vor allem Technologieunternehmen im Fokus der ESG-Anleger, da sie weniger umweltschädlich zu sein scheinen als z.B. eine Kohlemine (der Faktor Soziales und Unternehmensführung hat m.E. in ESG Bewertungen schon immer nur die zweite Geige gespielt).

Aber vermutlich haben sich die wenigsten je gefragt, was z.B. bei einer Google-Suche passiert. Die ist doch kostenlos, nicht wahr? - Eine solche Google-Suche ergab, dass 1 Google-Abfrage (von [ca. 8,5 Milliarden pro Tag](#)) dem [Einschalten einer 60-W-Glühbirne für 17 Sekunden](#) entspricht. Natürlich verweist Google auf all die Vorteile, die es gegenüber seinen Konkurrenten hat, und darauf, wie wenig Energie es verbraucht und dass es keinen CO<sub>2</sub>-Fussabdruck hinterlässt. Dies wird durch Carbon-Offsets erreicht, zu denen z.B. John Oliver in seiner [Last Week Tonight Show am 22. August](#) viel zu sagen hatte. Aber das alles hört sich gut an, bis man bedenkt, wie viel Energie und Material in den Aufbau des Stromnetzes oder der Kraftwerke fließt, die den Strom liefern, auf den auch Google angewiesen ist.

Persönlich bin ich davon überzeugt, dass wir einfach nicht genug in die Exploration, Erzeugung und Verteilung von Energie investiert haben, ein Versäumnis, das in fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die in höchstem Maße von Energie abhängig sind, sogar politisch unterstützt wurde. Auch ich bin für einen Übergang zu nachhaltigen Energiequellen, aber glaube wir haben es versäumt, angemessene Machbarkeitsstudien in Verbindung mit einer nüchternen Kosten-Nutzen-Analyse durchzuführen, bevor wir uns auf den teuren Weg der "Ökologisierung" unserer Volkswirtschaften begeben.





[Chartbook #143](#)

Ein Blick auf die jährliche Entwicklung der CO<sub>2</sub>-Emissionen zeigt z.B., dass der größte Zuwachs der letzten Dekaden in China/Asien erfolgte. Hier hat v.a. «die Verlagerung der Industrieproduktion vom Westen nach Asien dabei geholfen, den enormen Anstieg der asiatischen CO<sub>2</sub>-Emissionen zu bewirken. "Geholfen" ist hier das entscheidende Wort. Die grundlegenden Triebkräfte des asiatischen Wirtschaftswachstums liegen im Inland, vor allem in der gigantischen Urbanisierung und der Eingliederung von Hunderten von Millionen Menschen in die städtische Arbeitswelt. Das ist es, was die Stahl- und Zementproduktion in China antreibt.» (Quelle: [Chartbook #143](#), Adam Tooze) – Doch diese Urbanisierung und der damit verbundene CO<sub>2</sub>-Ausstoß wäre ohne die massiven Investitionen des Westens nicht möglich gewesen. Und nun treiben wir auf unserer Jagd nach sauberen Energiequellen die Preise auf ein Niveau, das den Rest der Welt zwingt, in ihrem eigenen Überlebenskampf auf die billigste und schmutzigste Energie zurückzugreifen. Das ist großartige Klimapolitik!

Letztendlich sind demokratisch gewählte Politiker im Westen inzentiviert kurzfristig zu denken, d.h. immer mit Blick auf die nächste Wahl, und so bekommen wir nur oberflächliche Lösungen. Ein aktuelles Beispiel ist ... «der Ansatz der Biden-Regierung zur Zählung der Zapfsäule? Dies beinhaltet die Freigabe von fast 200 Mio. Barrel Rohöl aus staatlichen Reserven – das gleiche schmutzige Rohöl, das dieselbe Regierung im Boden belassen will. Die gleichzeitige Aufforderung an Saudi-Arabien, mehr von diesem schmutzigen Rohöl zu fördern. Und schließlich die verzweifelte Aufforderung an die amerikanische Ölindustrie, doch mehr von diesem schmutzigen Öl zu fördern (, das man ja eigentlich abschaffen möchte)...

*Fossile Brennstoffe wird es so lange geben, wie es keine Alternative gibt, die in allen wichtigen Aspekten gleichzeitig gut abschneidet: Zuverlässigkeit, Erschwinglichkeit und Verfügbarkeit. Ich nehme an, dies ist eine weitere Tatsache, die unsere Entscheidungsträger auf die harte Tour lernen werden. Leider wird der Rest von uns es auf eine noch härtere Art und Weise lernen müssen.» (The big energy embarrassment, 19AUG2022, Irina Slav)*



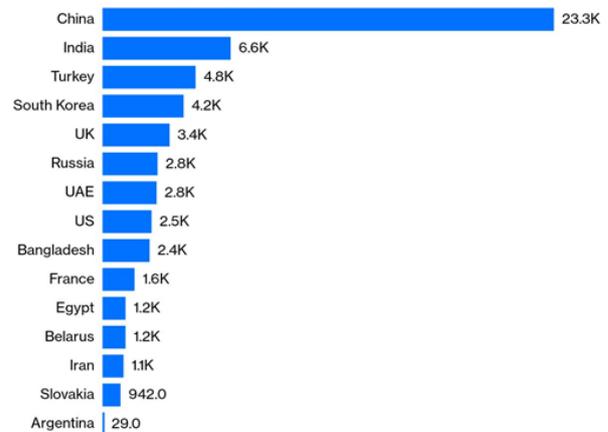


Tatsächlich fehlt es uns an einer kohärenten globalen Energiepolitik. Westliche Politiker spielen für die Galerie, welche immer noch glauben soll, dass sie ihren Lebensstandard an der Weltspitze halten kann, ohne dass dies Auswirkungen auf die Umwelt hat. Deshalb bauen wir eine Menge sehr teurer Solar- und Windenergiekapazitäten, aber wir haben weder ein Stromnetz, das mit der damit verbundenen Intermittenz umgehen kann, noch scheinen wir uns viele Gedanken darüber gemacht zu haben, wie wir mit dem eventuellen Abfall umgehen. Ein typisches Beispiel: Solarmodule werden hauptsächlich aus Polysilizium hergestellt, das in einem sehr energieintensiven Verfahren bisher – ja, Sie haben es sicher schon erraten – in China produziert wird (hauptsächlich mit Energie aus billiger Kohle). Sie bestehen auch aus Glas und Aluminium und enthalten Chemikalien wie Kadmium und Blei sowie Tellur und Antimon, von denen einige hochgiftig sind. Wenn die Lebensdauer eines Solarmoduls abgelaufen ist, landet es in den meisten Teilen der Welt auf der Mülldeponie... – Es scheint sogar, dass wir nicht einmal genau wissen, was wir mit all den EV-Batterien machen sollen, die irgendwann einmal ausgedient haben werden. Natürlich gibt es immer die Hoffnung auf [Fortschritte beim Recycling](#), aber zu welchen Kosten das möglich ist, bleibt abzuwarten.

Oder nehmen Sie die jüngste Entscheidung der deutschen Regierung, zwei ihrer drei verbleibenden Kernkraftwerke für ein paar Monate in Notbereitschaft zu halten, anstatt ihren Betrieb für ein paar Jahre zu verlängern, um eine zuverlässige Grundlastversorgung zu gewährleisten. Aber im Falle eines Mangels kann Deutschland ja jederzeit Strom (mehrheitlich aus Kernkraft) aus Frankreich kaufen. Währenddessen erlebt die Atomindustrie, angetrieben vom Bedarf an zuverlässigem CO<sub>2</sub>-freiem Grundlaststrom, einen weltweiten Aufschwung. Die nebenstehende Tabelle berücksichtigt dabei noch nicht einmal die Kraftwerke, die Japan inzwischen zu reaktivieren bereit ist...

### New Nuclear

China, along with other emerging markets, dominates in terms of new nuclear capacity under construction



Source: World Nuclear Association  
Note: Data in megawatts as of July 2022.

BloombergOpinion

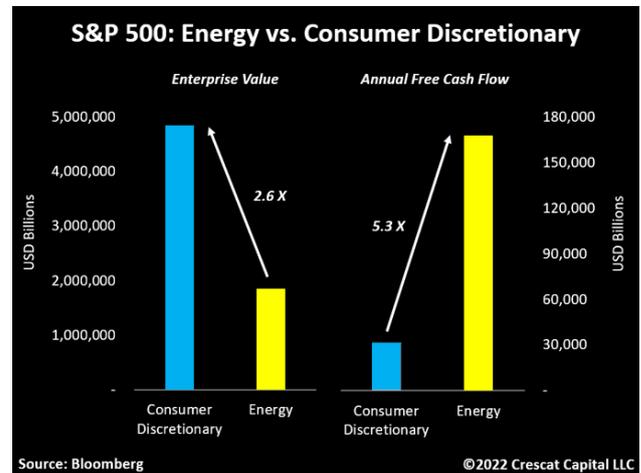
Verjüngung der Reaktoren. [Bloomberg Opinion](#), 19AUG2022

Bei [Incrementum](#) sind wir davon überzeugt, dass die Kernenergie ein wesentlicher Bestandteil des langfristigen (und nachhaltigen) Energiemixes der Welt bleiben wird, und deshalb hat [IASF](#) in seinem Energie-Portefeuille auch ein Engagement in Uranminenunternehmen. Für unsere deutschen Leser, die mehr über die Branche erfahren möchten, empfehle ich die Kolumnen "[bemerkenswert](#)" und "[fremdgelesen](#)" meines Kollegen Dr. Christian Schärer auf seiner [Uranium Resources Fund](#) Website.



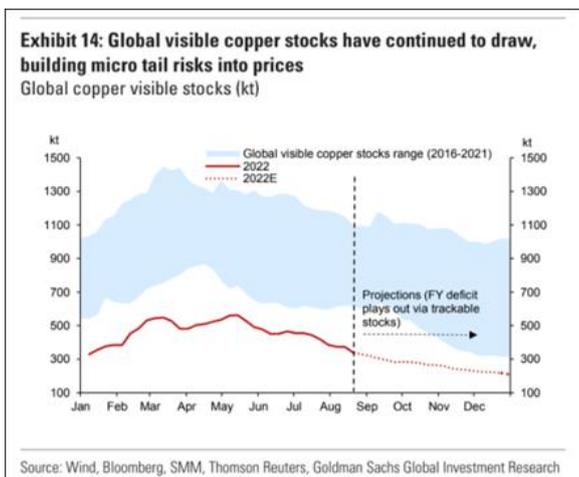


Solange es der Welt an einer kohärenten Energiepolitik mangelt und sie willkürlich und unkoordiniert auf Veränderungen reagiert, wird Energie ein IASF-Thema sein. Der makroökonomische Rückenwind ist dabei aber nur ein Teil der Investitionsgleichung. Der andere sind die Sektor-Bewertungen, die noch weit davon entfernt sind, den konstruktiven Ausblick zu diskontieren. Dazu sagt @TaviCosta: "Der Sektor der zyklischen Konsumgüter ist heute 2,6-mal so groß wie der Energiesektor, während letzterer mehr als das Fünffache an freiem Cashflow generiert."



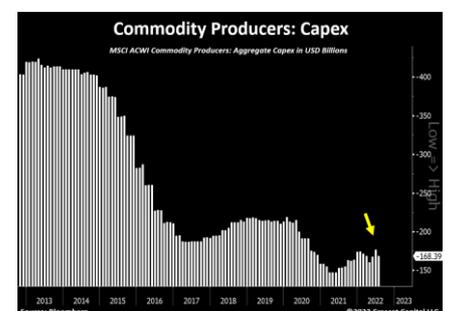
@TaviCosta, [Twitter](#), 22AUG2022

Ähnliches gilt für Batteriemetalle wie Kupfer, das im Zuge der zunehmenden Elektrifizierung verstärkt nachgefragt wird und in dem wir ebenfalls engagiert sind. Die globale Produktion kann mit der Nachfrage nicht Schritt halten, was sowohl auf ungenügende Gesamtinvestitionen als auch geopolitische Gründe zurückzuführen ist, da Länder wie Russland mit Sanktionen belegt sind, während sich politische Veränderungen z.B. in Chile negativ auf die Kupferproduktion bzw. -exporte auswirken.



Einige Anleger vergleichen den jüngsten Rohstoffpreisboom mit dem letzten großen Boom, der 2007/08 seinen Höhepunkt erreichte. Aber um die Rohstoffexperten Goehring & Rozencwajg zu zitieren: "Die heutigen Bedingungen könnten nicht unterschiedlicher sein als die vor der GFC."

Relativ zu anderen Finanzanlagen waren Rohstoffaktien noch nie so billig und unbeliebt. Im Jahr 2020 hatten Energie- und Rohstoffaktien weniger als 2% Gewicht im S&P 500, verglichen mit 20% im Jahr 2008. Aufgrund der Rohstoffbaisse 2010-20 wurden die Investitionsausgaben für fast alle Rohstoffindustrien stark eingeschränkt. In der Energiewirtschaft beispielsweise sind die Investitionsausgaben im S&P 500 von 320 Mrd. USD pro Jahr auf heute weniger als 100 Mrd. USD zurückgegangen, und wie Sie in den "Incredible Shrinking Super Majors" lesen können, wird das verbleibende Kapital nicht effizient eingesetzt.



Capex der Rohstoffproduzenten global

@TaviCosta, [Twitter](#), 29JUL2022





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Vor diesem Hintergrund, der die Extreme von 1929 (zumindest hinsichtlich der Bewertung) bei weitem übertrifft, dürfte selbst ein schwerer wirtschaftlicher Abschwung, der mit den Ereignissen der 1930er Jahre vergleichbar ist, immer noch hervorragende Renditen bei Rohstoffen und rohstoffbezogenen Anlagen ermöglichen. ([Why Resources During A Recession](#), 18AUG2022, Goehring & Rozenchwajg)

Dem ist nichts hinzuzufügen!

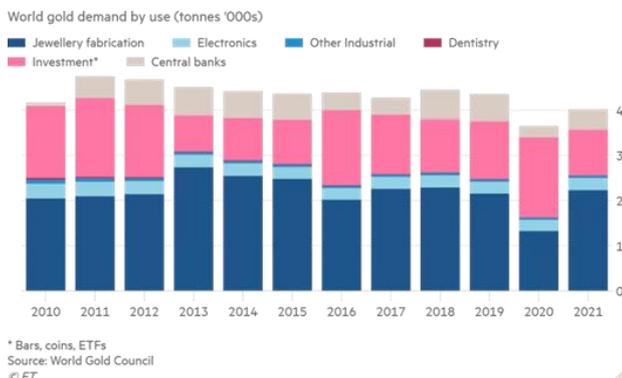
Abschließend noch einige Bemerkungen zum Edelmetall und -minen-Engagement des IASF, das die diesjährige Performance negativ beeinträchtigt hat. Zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen (6SEP22) haben Gold, Silber und Platin in USD -7%, -22,4% und -11,2% verloren. Der IASF ist jedoch ein EUR-basiertes Anlageinstrument, in dem die Anteilsklassen in USD und CHF vollständig abgesichert werden, und angesichts des schwachen EUR verzeichnete unser Engagement in physisch besicherten ETCs Kursveränderungen von +8,1%, -10,8% und +0,4%. Damit hat diese Diversifizierung unserer Barguthaben insgesamt zu einem kleinen Gewinn geführt, da die Goldposition bei weitem die größte ist, sowie uns dabei geholfen negative Zinsen zu vermeiden. – So weit, so gut!

Doch für die Edelmetallminen war 2022 ein weitaus schwierigeres Jahr. Zunächst stieg der FTSE Gold Minen Index vom Schlusskurs 2021 bis zum 18. April um 23% an, bevor er bis zum 6. September um atemberaubende 44% fiel, so dass der Index seit Jahresbeginn einen schmerzhaften Verlust von 31% verzeichnete.



FTSE Gold Minen Index, [investing.com](https://www.investing.com)

Da Edelmetallminen das drittgrößte IASF-Sektorthema mit einem zweistelligen prozentualen Portfolioengagement sind, hat dies geschmerzt. Ein Teil des Rückgangs ist darauf zurückzuführen, dass einige Unternehmen schlechte Ergebnisse meldeten (z.B. Newmont und Pan American Silver), und insgesamt war der Sektor von schwächeren Edelmetallpreisen (insbesondere Silber) und steigendem Inflationsdruck betroffen (Energie ist ein wichtiger Kostentreiber in der Produktion, ebenso wie Arbeit und Maschinen), was zu Margendruck führte.



\* Bars, coins, ETFs  
Source: World Gold Council  
© FT

[Financial Times](#), 2SEP2022

Der in den letzten Monaten zu beobachtende, nahezu beispiellose Kursrückgang ist jedoch hauptsächlich das Ergebnis sinkender Bewertungen angesichts des nachlassenden Interesses der Anleger an Edelmetallen (niedrigste Anlegernachfrage nach Gold seit 4Q20/1Q21).

Die Frage ist: Was könnte die Nachfrage wieder ankurbeln?





Wie ich zuvor dargelegt habe, befinden wir uns in einem Stagflationsszenario, in dem Goldminenaktien historisch gesehen eine der besten Anlageklassen waren. Bislang gehen die Anleger jedoch noch nicht davon aus, dass dieses Szenario Bestand haben wird. Die vorherrschende Meinung ist vielmehr, dass entweder der Inflationsdruck durch eine von der aggressiven Geldpolitik herbeigeführten Rezession schnell nachlässt oder die Zentralbanken umschwenken und die Geldpolitik wieder lockern, was traditionellere Risikoanlagen unterstützen würde. Ich persönlich befürchte, dass dies zu optimistisch ist und sich die Inflation als nachhaltiger erweisen wird. Zudem sehe ich ein stark erhöhtes Gegenparteienrisiko, wenn die geldpolitische Straffung länger anhält, was für Gold gut wäre. Aber ich kann auch die Aussicht auf eine plötzliche Abkehr vom monetären Straffungspfad nicht ausschließen, was wiederum der endgültige Weckruf wäre, dass die Schuldenmonetisierung nicht aufzuhalten ist.

In diesem Jahr sind Edelmetallproduzenten zwar eine Belastung für das IASF-Portfolio gewesen, aber wir verfolgen einen langfristigen Investitionsansatz, und ich habe keinen Zweifel daran, dass sie dem Gesamtportefeuille in nicht allzu ferner Zukunft wieder Auftrieb verleihen werden.

Wie so oft ist dieser Kommentar zu lang geworden, aber ich hoffe, dass Sie diese Spätsommerausgabe der SR dennoch mit Interesse gelesen haben. Nun steht der Herbst vor der Tür, der für Anleger oft eine tückische Zeit ist. Wir haben die Anlegergelder bisher gut verwaltet und versuchen daher, eher wachsam als übermütig zu sein, um jede Begegnung mit dem wütenden Bären zu vermeiden.



Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 10AUG2022

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**

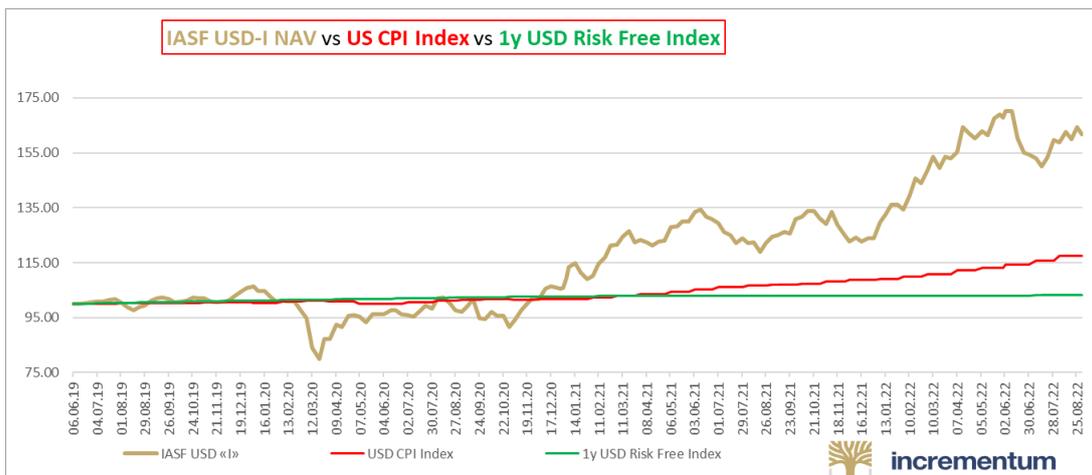
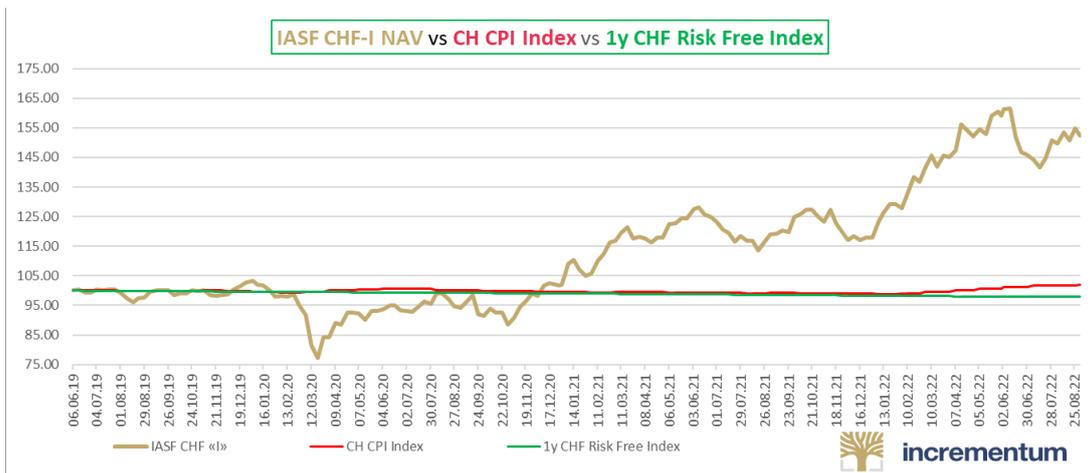
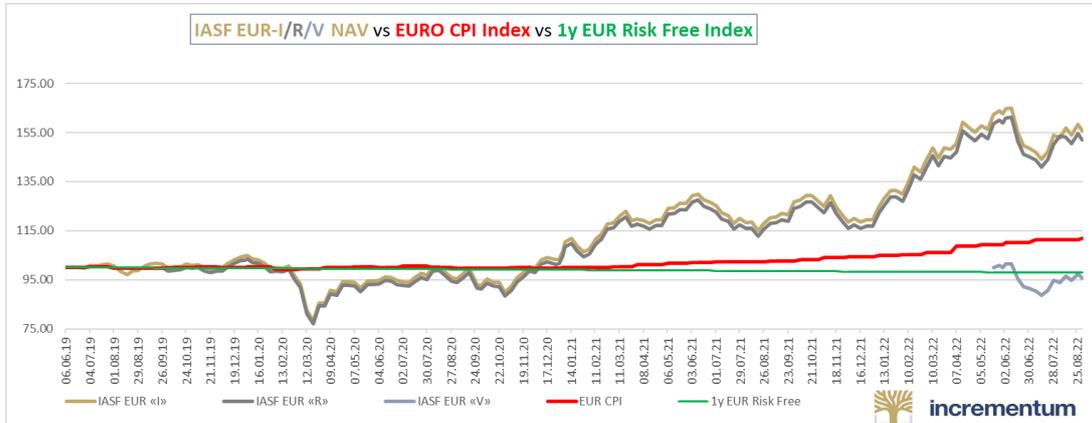
Partner & Fund Manager  
Incrementum AG  
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)  
Tel.: +423 237 26 67  
Mail: [hgs@incrementum.li](mailto:hgs@incrementum.li)  
Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Appendix \*



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31AUG2022), verglichen mit der risikofreien 1-jährigen Staatsanleihen-Rendite, sowie dem relevanten Verbraucherpreisindex (CPI) in der jeweiligen Währung als Spiegel des Kaufkraftverlusts vom Auflagezeitpunkt des Fonds (6Jun2019 für 'I' Anteile; 26Sep2019 für EUR-R Anteile, 20MAY2022 für EUR-V-Anteile) 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 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.

