

2023 / 01
Seasonal Reflections
Turbulente Zeiten

Sehr geehrte Leser und Investoren,

Ich hoffe Sie hatten einen guten Start ins neue Jahr!

Gewöhnlich eröffne ich die SR mit einem jahreszeitlichen Bild. Diesmal ist es eine Winterszene, fotografiert von unserer Terrasse am frühen Abend der Silvesternacht, die ein spektakuläreres Feuerwerk bot als alle anderen, die um Mitternacht folgten. Die Szene war sowohl flüchtig als auch faszinierend und ein Zeichen der Zeit wie der Turbulenzen, die wir im Jahr 2022 erlebt haben und wahrscheinlich auch in diesem Jahr wieder erleben werden.



Bergkette westlich von Schaan, 31DEZ2022, HGS' Foto

INHALTSVERZEICHNIS:

- 2022 – Rückblick auf das vergangene Jahr P. 2
- 2023 – Ausblick auf das begonnene Jahr P. 4
- 2022 – Wie haben wir unsere Investorengelder verwaltet? P. 8
- 2023 – Portfoliopositionierung und -ausblickP. 17

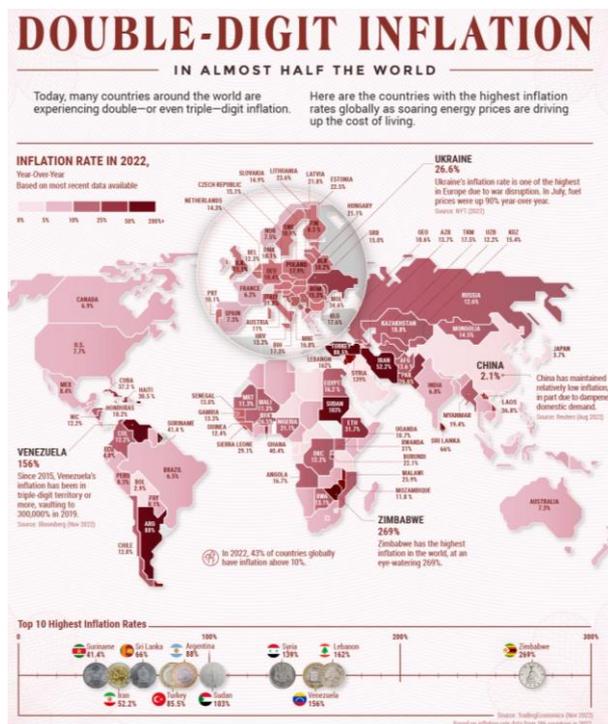
(Alle **roten Textpassagen** verbergen einen aktiven Internetlink, und alle kursiv gedruckten Zitate wurden von mir aus dem jeweils englischsprachigen Original übersetzt.)



2022 – Rückblick auf das vergangene Jahr

Das geopolitische und makroökonomische Umfeld ist für uns wie eine bereits bearbeitete Leinwand, auf die wir die detaillierteren Pinselstriche setzen, die das endgültige Bild bestimmen. Für 2022 hatten wir das Ende von Covid als globale Pandemie erwartet, aber nicht, dass China bis zum Jahresende an seiner Null-Covid-Politik festhalten würde. (Die Aufarbeitung der Pandemie, und wie sie unser Leben, unsere Gesellschaft und unsere Politik verändert hat, wird wohl noch lange anhalten.)

Das Jahr 2022 stand vor allem im Zeichen des Einmarsches Russlands in die Ukraine am 24. Februar, der mich wie die meisten Beobachter überraschte. Er hat zu einem Krieg geführt, der immer noch wütet, Hunderttausende von Opfern gekostet, Millionen von Menschen vertrieben und wertvolle Infrastruktur und Gebäude zerstört hat, deren Wiederaufbau lange dauern wird. Zum Jahreswechsel ist klar, dass Russlands Militärmaschinerie nicht die geplanten Fortschritte erzielt hat, da die westlichen Staaten in einer konzertierten Aktion Unmengen von Waffen und Milliarden an Hilfsgütern an die Ukraine geliefert haben, damit diese weiterhin einen Stellvertreterkrieg führen kann. Das Ergebnis: Putin kann nicht und die NATO will nicht aufgeben, so dass weiterhin die Gefahr einer Eskalation besteht. – Ich will dazu nicht mehr sagen, außer dass ich bete, dass der Silvesterhimmel über Schaan und dem Rheintal ein Zeichen für die Dinge war, die im vergangenen Jahr geschehen sind, und nicht für die, die noch kommen werden, und dass entgegen aller Wahrscheinlichkeit ein Waffenstillstand erreicht werden kann und im Jahr 2023 wieder Frieden herrscht.



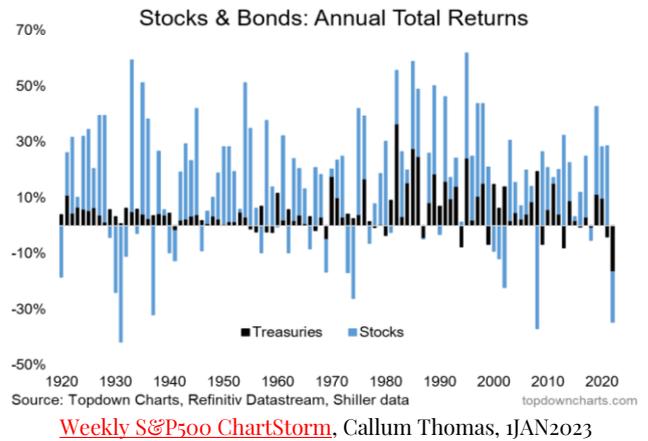
2022 war auch das Jahr der von führenden Zentralbankern für unmöglich gehaltenen trabendenden Inflation. Der Preisanstieg erreichte dabei zweistellige Werte, hat sich aber aufgrund sinkender Energiepreise, entspannter Lieferketten und wachsender Basiseffekte seither wieder abgeschwächt. Viel zu spät, dann aber mit Nachdruck haben die Notenbanken der Welt ihre Kampagne zur Anhebung der Zinssätze gestartet und damit die (zu) lange Phase negativer Zinssätze vorerst beendet. Es bleibt die Hoffnung auf eine sanfte Landung (wann hat das jemals geklappt?), während der Geldwertverfall wieder auf das übliche Niveau von 2% p.a. gesenkt wird. – Vermutlich werden wir jedoch wieder einmal feststellen, dass die Hoffnung selten über die Erfahrung triumphiert.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Auch für die Finanzmärkte war 2022 ein Jahr für die Geschichtsbücher, da es erst das fünfte Mal in hundert Jahren war, dass sowohl Aktien als auch Anleihen Verluste abwarfen. Dies war das Ergebnis von überbewerteten Märkten sowie dem plötzlichen Drang der Notenbanken die Geldpolitik zu straffen (die US Fed z.B. erhöhte die Zinsen so schnell wie seit 40 Jahren nicht mehr), um so die sich beschleunigende Inflation zu bekämpfen.



Infolgedessen büßten die globalen Aktienmärkte ca. 25 Billionen USD an Wert ein, wobei der FTSE Global 100 Aktienindex 22,3% fiel, was den stärksten Rückgang seit 2008 bedeutet. Angeführt wurden die Verluste dabei vom Nasdaq 100, der ein Drittel seines Wertes einbüßte, während der europäische Stoxx 600, gedämpft von einem schwachen EUR (-6% gegenüber USD) nur um 13% fiel. Anleihen boten in diesem Umfeld leider auch keinen sicheren Hafen, und verloren global fast 10 Billionen USD an Marktwert (FT, 30DEZ2022). Selbst die Rohstoffpreise gaben nach Anstiegen in der ersten Jahreshälfte einen Großteil ihrer Gewinne im weiteren Verlauf des Jahres wieder ab. Obwohl Öl (in USD) noch einen kleinen Preisanstieg verzeichnete, registrierte Kupfer zweistellige Verluste. Auch die Edelmetalle profitierten nicht so stark von diesem Umfeld, wie man vielleicht erwartet hätte.

Wie üblich hatte ein Bärenmarkt wie dieser seine hochkarätigen Opfer, von vielen ehemals hochfliegenden Tech-/Wachstumswerten bis hin zum Krypto-Sektor, wo der Preisverfall mit einer Reihe von Unternehmenspleiten einherging, gekrönt vom FTX-Zusammenbruch im vierten Quartal.

Erwähnen möchte ich aber auch die Beschränkung der Anteilsrücknahme beim Blackstone Real Estate Income Trust im Dezember. BREIT ist laut Sponsor "eine unbefristete Immobilien-Investment-Plattform, die einkommensorientierten Anlegern Immobilien mit institutioneller Qualität zur Verfügung stellt". (BREIT Fact Card)

Mit anderen Worten: BREIT ist ein 68 Mrd. USD großer privater Immobilienfonds, der gegründet wurde, um Geld von privaten Anlegern einzusammeln, die zu weniger bescheidenen Gebühren an den Erträgen institutioneller Vermögensverwalter teilhaben wollen.

Fees and Expenses

Share Class-Specific Fees	Class S	Class T	Class D	Class I
Availability	Through transactional / brokerage accounts		Through fee-based (wrap) programs, registered investment advisors, and other institutional and fiduciary accounts	
Selling Commissions (Upfront)*	Up to 3.5%	Up to 3.0%	Up to 1.5%	None
Dealer Manager Fee (Upfront)*	None	0.50%	None	None
Stockholder Servicing Fees (per annum, payable monthly) (Ongoing)	0.85%	0.65% financial advisor 0.20% dealer	0.25%	None
Advisor Fees				
Management Fee	1.25% per annum of NAV, payable monthly			
Performance Participation Allocation	12.5% of the annual total return, subject to a 5% annual hurdle amount and a high water mark, with a catch-up			

Dies scheint der berühmte Kanarienvogel in der Kohlenmine für das, was auf den sogenannten privaten Markt (Aktien, Kredite, Immobilien, etc.) zukommt. – Willkommen im Jahr 2023!





2023 – Ausblick auf das begonnene Jahr

Der Fall BREIT ist besonders interessant, da er die Tatsache beleuchtet, wie viel Geld in diesem Zyklus in Private Equity-Vehikel (d.h. Unternehmen, die nicht börsennotierte Vermögenswerte halten) geflossen ist. Der Grund für die zunehmenden Mittelabflüsse bei BREIT ist, dass sein Nettoinventarwert (NAV) im Vergleich zu börsennotierten Immobilienfonds, die deutliche Kursverluste erfahren haben, recht hoch bewertet ist. Das hat die BREIT-Anleger nervös gemacht, da die Bewertung des Immobilienportfolios des Fonds durch Blackstone eventuell nicht die Realität widerspiegelt. Und so kollidierten steigende Rücknahmen mit einem Mangel an liquiden Anlagen zu deren Befriedigung, was den BREIT dazu veranlasste, die Rücknahmen der Anleger auf maximal 2% monatlich (bzw. 5% vierteljährlich) ihrer Bestände zu beschränken. (Wer sich für weitere Details zu diesem Thema interessiert, findet bei [FT](#), [Doomberg](#) und [Epsilon Theory](#) hervorragende Beiträge (allerdings alle in englischer Sprache).

Andere Akteure, von denen ich erwarte, dass sie mehr ins Rampenlicht rücken werden, sind stark fremdfinanzierte Unternehmen, die bei deutlich gestiegenen Nominalzinsen und je länger die Zinssätze hoch bleiben einem wachsenden Refinanzierungsrisiko ausgesetzt sind. In Verbindung mit einer Wachstumsverlangsamung / Rezession verheißt dies nichts Gutes für den Bankensektor, der mit der Aussicht auf wachsende Abschreibungen konfrontiert sein wird.

Aber HALT, höre ich Sie sagen: Warum sollten die nominalen Zinsen hoch bleiben, wenn die Inflationsraten ihren Höchststand hinter sich gelassen haben und wieder sinken? – Das wird die Zentralbanken sicherlich zu einer Kehrtwende veranlassen, d.h. die Zinssätze wieder zu senken und möglicherweise ihre Anleiheverkäufe (QT) rückgängig zu machen!

In der Tat ist es offensichtlich, dass wir einen ersten Inflationshöhepunkt überschritten haben und dass eine sich verlangsamende Wirtschaft, gepaart mit einer strafferen Geldpolitik und unterstützt durch einen wachsenden Basiseffekt (das aktuelle Preisniveau vergleicht sich auf Jahresbasis zunehmend mit einem ähnlichen Niveau, das nach dem starken Anstieg 2021/22 erreicht wurde) die jährliche Inflation weiter dämpfen wird. Die OECD, die als politische Organisation kaum als allzu kritisch zu betrachten ist, hat die folgenden vierteljährlichen Prognosen vorgelegt:

Inflation forecast Total: Annual growth rate (%), Q4 2019 – Q4 2024

Location *	* Q4-2019	* Q1-2020	* Q2-2020	* Q3-2020	* Q4-2020	* Q1-2021	* Q2-2021	* Q3-2021	* Q4-2021	* Q1-2022	* Q2-2022	* Q3-2022	* Q4-2022	* Q1-2023	* Q2-2023	* Q3-2023	* Q4-2023	* Q1-2024	* Q2-2024	* Q3-2024	* Q4-2024
China (People's Republic of)	4.1	-4.8	2.9	2.1	0.2	-0.0	1.0	0.8	1.6	1.1	2.1	2.5	2.4	2.7	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Euro area (17 countries)	1.0	1.1	0.2	0.0	-0.2	1.0	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.4	9.6	8.7	7.5	6.1	4.9	4.0	3.5	3.1	2.9
Germany	1.2	1.5	0.6	-0.1	-0.6	1.7	2.1	3.6	5.5	6.1	8.3	9.5	10.1	9.3	8.8	7.7	6.3	4.8	3.6	2.7	2.3
Japan	0.6	0.6	0.2	0.0	-0.8	-0.5	-0.8	-0.2	0.5	0.9	2.4	2.8	3.2	2.8	2.1	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9
OECD - Total	1.7	1.9	0.9	1.2	1.2	1.9	3.4	4.1	5.6	7.5	9.2	9.9	9.7	8.1	6.7	5.9	5.6	5.3	5.2	5.1	5.1
United States	2.0	-2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.6	3.8	3.1	3.1	2.8	2.8	2.5	2.3

Information on data for Israel: <http://oe.cd/israel-disclaimer>

... Not available; [Break in series; e Estimated value; f Forecast value; X Not applicable; p Provisional data; * Strike; * Nil)

<https://data.oecd.org/chart/6WNX>





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

OECD-weit werden bis Ende 2023 und 2024 Inflationsraten von 5,6% bzw. 5,1% erwartet, im Euroraum von 4,9% bzw. 2,9% und in den USA von 3,1% bzw. 2,3%. Mit anderen Worten: Selbst die Ökonomen der OECD sehen die Inflation in den kommenden zwei Jahren nicht auf 2% oder darunter fallen, und ich würde wetten, dass sich ihre Schätzungen als zu optimistisch erweisen werden.

Aber selbst, wenn dies nicht so wäre, bleibt immer noch der langfristige Schuldenzyklus zu berücksichtigen, der immer dringender die Frage aufwirft, wie sowohl die bestehenden Schulden als auch die laufenden Defizite finanziert werden sollen. – Angesichts der sich abzeichnenden neuen Debatte über die Schuldenobergrenze in den USA wird diese Frage in den nächsten Monaten sicher in den Vordergrund des Anlegerinteresses rücken.

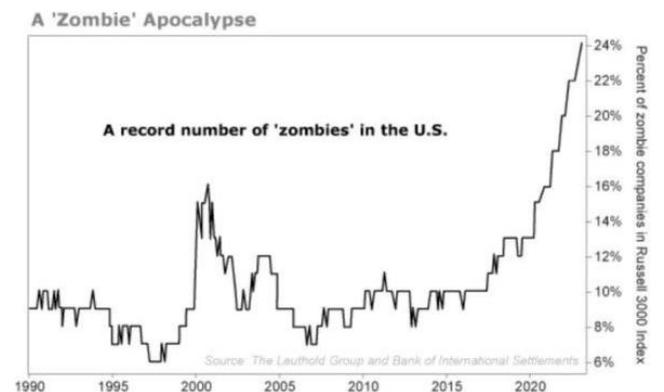


US Dollar Index (DXY), 16JAN2023

Ein Blick auf den Chart des US-Dollar-Index (DXY) zeigt, dass sich der letztjährige Anstieg schon umgekehrt hat und der USD gegenüber wichtigen Handelspartnern mehr als 10% verloren hat. Grund war die insbesondere am langen Ende der Zinsstrukturkurve gefallene Zinsdifferenz, da z.B. die 10-jährigen deutschen stärker als die US-Zinsen anstiegen.

Im Moment scheint dies noch eine Korrektur der vormals ausgeprägten USD Long-Position internationaler Anleger zu sein, aber wenn sich der Trend fortsetzt, werden dieselben Anleger für den schwächelnden USD mit höheren Zinsen entschädigt werden wollen. Zurzeit jedoch liegen die 10-jährigen US-Staatsanleihen mit 3,6% nach wie vor tief im negativen realen Bereich (US-Inflation z.Zt. bei 6,5%). Selbst der von der OECD prognostizierte Inflationsrückgang würde bis Jahresende nur eine leicht positive Realverzinsung bedeuten. Aber natürlich ist die Situation in Europa ähnlich, wo die kurz- und langfristigen Zinssätze auf inflationsbereinigter Basis ebenfalls noch stark negativ sind.

Folglich gehen wir insbesondere am längeren Ende der Zinsstrukturkurve eher von einer Erhöhung der Zinsen aus. Dies wiederum bedeutet einen steigenden Refinanzierungsdruck, da fällig werdende Anleihen durch neue, höher rentierende ersetzt werden müssen. Vor dem Hintergrund einer Rezession dürfte dies für hoch verschuldete Zombie-Unternehmen und Regierungen eine große Herausforderung darstellen, die zu erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten führen könnte.



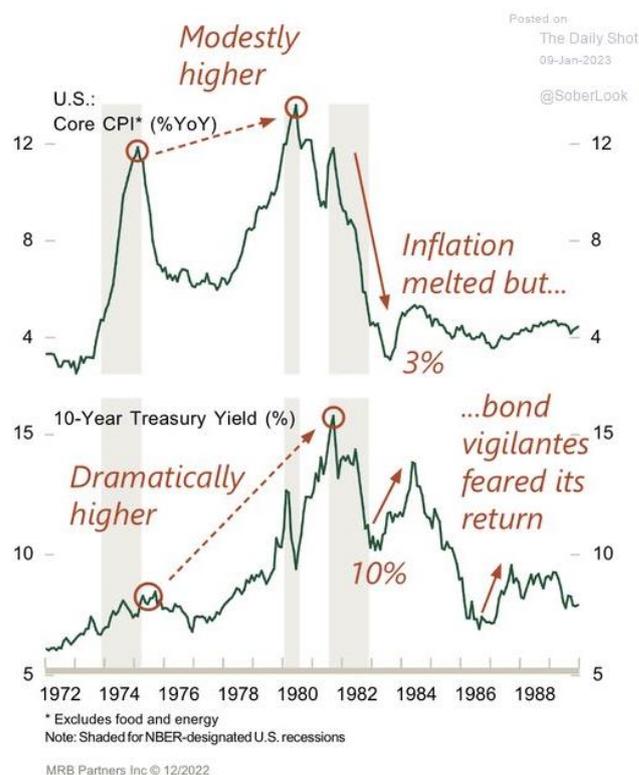
European Capital Partners, [The Walking Dead](#), 21DEZ2022

[Jesse Felder](#) hat die Inflationsaussichten kürzlich wie folgt beschrieben: "Was die Geopolitik betrifft, so haben wir den heißen Krieg in der Ukraine und den kalten Krieg mit China, der nicht nur die Deglobalisierung der Lieferketten und Energiemärkte, sondern auch erhöhte Militärausgaben mit sich bringt. Die Innenpolitik wird beherrscht von der Bereitschaft, Kredite aufzunehmen und Ausgaben zu tätigen, angefangen bei den normalen Haushaltsposten, die allein schon rasant wachsen, bis hin zu neuen Maßnahmen, wie der Bekämpfung des Klimawandels oder Direktzahlungen an die Haushalte als Teil einer antizyklischen Ausgabenpolitik. Und schließlich bedeutet die demografische Herausforderung einer alternden Gesellschaft, dass die Zahl der Erwerbstätigen im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung schrumpft, was die Löhne auf unabsehbare Zeit nach oben treiben wird."

Hinzu kommt, dass die Versorgung mit vielen kritischen Rohstoffen - und zwar nicht nur mit Energie oder für die Energiewende benötigten - in den letzten Jahren durch einen Mangel an Kapital und Investitionen eingeschränkt wurde. Robert Friedland, einer der bekanntesten Rohstoffinvestoren, ging in einem aktuellen [MacroVoices Podcast](#) auf dieses Thema ein. Da mit steigender Rohstoffnachfrage zu rechnen ist, bedeutet dies Kosten- und damit Inflationsdruck bei allem, was tatsächlich physisch produziert wird.

Zudem sind in einer stark fremdfinanzierten Wirtschaft auch die Finanzierungskosten ein bedeutender Kostentreiber, was c.p. die Gewinnspannen drückt. Die Unternehmen werden dem mit Preisanhebungen begegnen, was wiederum den Inflationsdruck verstärkt.

All das stützt unsere These, dass wir ähnlich wie in den 70er Jahren nach einer vorübergehenden Abkühlung des Inflationsdrucks einen erneuten Anstieg erleben könnten. Diese nächste Inflationswelle ist somit der Anpassung aller Wirtschaftsakteure an das neue strukturelle Inflationsumfeld geschuldet. Die zentrale Herausforderung für die politischen Entscheidungsträger in den 2020er Jahren besteht daher darin, einen Ausgleich zu finden zwischen der Notwendigkeit, die bestehende reale (d.h. inflationsbereinigte) Schuldenlast durch eine höhere Inflation wirksam zu verringern und gleichzeitig ihre Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung aufrechtzuerhalten, damit v.a. die Anleiheinvestoren nicht streiken. Es ist unwahrscheinlich, dass dies mittelfristig ohne ein zunehmendes Maß an finanzieller Repression erreicht werden kann.



@jessefelder, [Twitter](#), 9JAN2023

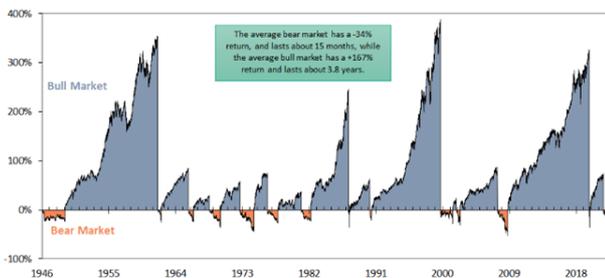


Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Infolgedessen erwarten wir anhaltend hohe kurzfristige wie auch steigende langfristige Zinsen, selbst bei rezessiven Tendenzen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Dem gegenüber steht eine Verbesserung der Wachstumsaussichten für die chinesische Wirtschaft, die vom Ende der Null-Covid-Politik und der damit verbundenen Freisetzung aufgestauter Nachfrage sowie staatlichen Konjunkturmaßnahmen profitieren wird. Dies wirkt sich positiv auf Aktien aus, insbesondere in Asien (einschließlich Japan), ein Trend für den die Anleger sich bereits entsprechend positionieren.

Die Bullen am US-Aktienmarkt stützen sich unterdessen auf die folgende Beobachtung: *"Der durchschnittliche Bärenmarkt weist eine Rendite von -34% auf und dauert etwa 15 Monate, während der durchschnittliche Bullenmarkt eine Rendite von +167% aufweist und etwa 3,8 Jahre andauert"*.

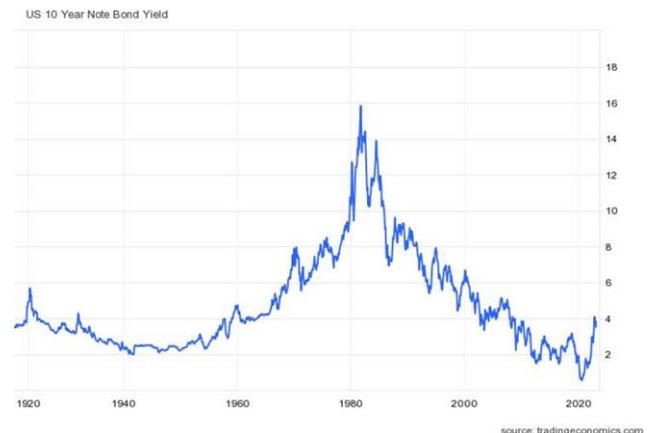


Source: Edward Jones calculations, Bloomberg, Dow Jones. Past performance is not a guarantee of future returns, indexes are unmanaged and cannot be invested in directly.

@chigr1, [Twitter](#), 1JAN2023

Tatsächlich ging der letzte große Zins-erhöhungszyklus auch mit einer bemerkenswerten Phase konsolidierender (nominaler) Aktienkurse im Zeitraum von 1968 bis 1982 einher, die in der Grafik oben durch eine Vielzahl kleinerer Bullen- und Bärenmärkte gekennzeichnet ist. Die Bullen argumentieren hier gern, dass wir uns nicht annähernd auf demselben Zinsniveau befinden, während die Bären zu Recht auf den weitaus höheren Verschuldungsgrad und damit verbundene Zinsempfindlichkeit des Systems verweisen.

Auf den ersten Blick scheint dies ein überzeugendes Argument, aber diese Aussage ist sowohl von der Tatsache beeinflusst, dass die Aktienmärkte langfristig steigen, als auch durch die vier starken Haussen nach dem 2. Weltkrieg. Dieses Argument berücksichtigt auch nicht den unterschiedlichen Basiseffekt für Bullen- und Bärenmärkte (man bedenke, dass ein Verlust von 50% wie 2008/09 einen Gewinn von 100% zum Ausgleich erfordert).



Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, [Tradingeconomics](#)



Zusammenfassend erwarte ich daher, dass die Aktienmärkte nach einer anfänglichen Erholung in diesem Jahr unter wachsendem Margendruck und Refinanzierungsrisiken leiden werden, während die Anleihemärkte bei einem erneuten Anstieg des Renditeniveaus ebenfalls noch einmal Verluste liefern könnten. Allerdings glaube ich, dass das Schlimmste schon hinter uns liegt. Gleichzeitig könnte die globale Finanz(in)stabilität im Jahr 2023 zu einem Hauptrisiko werden, da sich sowohl die Liquidität als auch die Kreditvergabe weiter verknappen, sowie die Zentralbanken die Nominalzinsen hoch halten und versuchen, ihre Bilanzen weiter zu verkleinern. Alles in allem kaum ein großartiges Investitionsumfeld, aber eines, das mit einer flexiblen Anlagestrategie gut gemeistert werden kann.

2022 – Wie haben wir unsere Investorengelder verwaltet?

Zum Nutzen bestehender und potenzieller Anleger möchte ich hier das Portfoliomanagement des letzten Jahres Revue passieren lassen. Doch bevor ich beginne, beachten Sie bitte 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.

Wie die folgende Tabelle zeigt, war 2022 zweifelsfrei ein spektakuläres Jahr für unseren **Incrementum All Seasons Fund (IASF)**.

	EUR-I	EUR-R	EUR-V	CHF-I	CHF-R	USD-I
Aktueller Anteilswert:	165,42	161,29	101,40	161,42	100,18	173,31
Performance Dezember:	-1,61%	-1,63%	-1,67%	-1,80%	-1,99%	-1,35%
Performance 2022:	37,95%	37,44%	N.A.	36,40%	N.A.	39,39%
Seit Auflegung p.a.:	15,13%	15,76%	N.A.	14,34%	N.A.	16,64%

Ein Bruttogewinn von fast 40% für das Jahr 2022, d.h. inkl. der Gesamtkostenquoten (TER 1) von 1,37% / 1,78% / 2,12% für I-/R-/V-Anteilsklassen (EUR-V- und CHF-R-Anteilsklassen wurden erst im 2H2022 lanciert), wird noch bemerkenswerter, wenn man ihn mit den zweistelligen Verlusten vergleicht, die durchschnittliche Konkurrenzstrategien einführen.



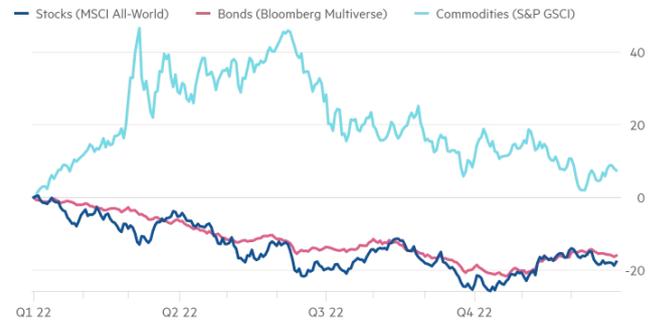
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Ein Argument, das mir zuletzt häufig begegnet ist, lautet, dass dies alles auf das "Rohstoffengagement" des Fonds zurückzuführen sei und sich daher doch wohl nicht wiederholen werde. Während ich letzterem zustimme, da eine solche Performance außergewöhnlich sein muss, bin ich mit dem ersten Argument nicht einverstanden. Der Grund dafür ist in der Grafik auf der rechten Seite zu finden, die die Wertentwicklung der drei wichtigsten Anlageklassen im vergangenen Jahr zeigt und deutlich macht, dass selbst Rohstoffe nach einer starken ersten Jahreshälfte fast alle Gewinne im Laufe des Jahres wieder abgegeben haben.

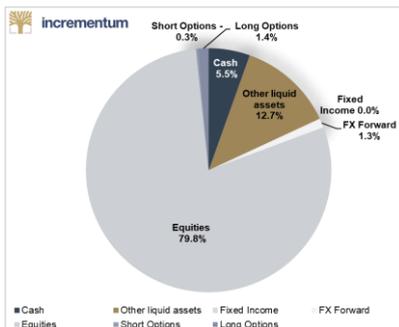
A turbulent year for global markets

Year to date % change



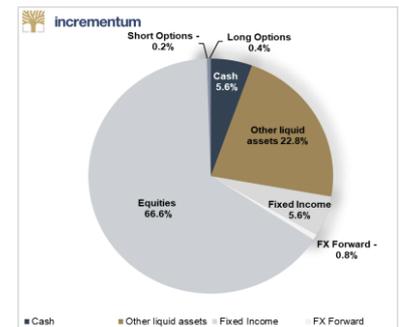
Stocks and bonds are in total returns, while commodities are spot prices. All indices are in US dollars
Source: Bloomberg
© FT

Financial Times, 30.12.2022



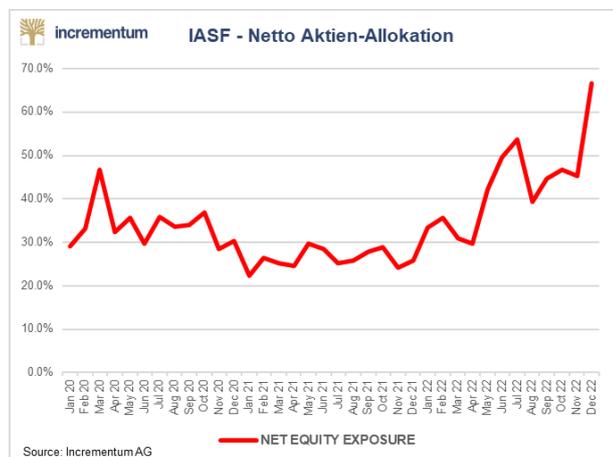
IASF-Vermögensaufteilung 31.12.2021

Doch bevor wir uns genauer mit den Performance-Treibern des letzten Jahres beschäftigen, werfen wir zunächst einen Blick darauf, wie wir in das Jahr 2022 gestartet sind, nämlich mit einem Brutto-Aktienanteil von 80% und dem Rest in Bargeld und anderen liquiden Mitteln.



IASF-Vermögensaufteilung 31.12.2022

Als wir 12 Monate später das Jahr 2022 verließen lag der Brutto-Aktienanteil bei 67%, die Anleihenquote bei 6% und die übrigen 27% wurden bar bzw. in anderen liquiden Anlagen gehalten.



Auf den ersten Blick erscheint dies als das Ergebnis von Aktienverlusten und einer defensiveren Positionierung in einem insgesamt schwachen Markt. Die Wahrheit ergibt sich jedoch aus dem nebenstehenden Diagramm. Es zeigt, dass die Nettoaktienallokation des IASF (d.h. die Bruttoaktienallokation abzüglich der über den Jahresverlauf aufgelösten Short-Positionen in Aktienindex-Futures) von vorsichtigen 26% zu Beginn des Jahres 2022 auf 67% zum Jahresende anstieg.



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Diese Reduzierung und schlussendliche Eliminierung der Aktienmarktabsicherungen geschah dabei nicht mechanisch, sondern im Einklang mit den sich entwickelnden Marktfluktuationen. Wie das Schaubild oben nämlich auch zeigt, haben wir unsere Absicherungen zur Jahresmitte in die damalige Marktschwäche hinein reduziert, bevor wir sie wieder erhöhten.

Konkret schlossen wir im Juni etwa 85% unserer gesamten Nasdaq-Short-Position (bei 11734), bevor wir sie von Ende Juli (bei 12851) bis August (bei 13315 und 13500) wieder aufbauten. Und wie die Tabelle rechts zeigt, war unsere Erwartung einer Korrektur der überbewerteten Big Tech-Aktien, die der Grund für unsere Nasdaq-Shortpositionen war, goldrichtig.

	Performance since Peak	Current Market Cap - \$Billion	Market Cap at Peak - \$Billion	Market Cap Variation	EST P/E
META	-68%	310	1077	-767	13
GOOGLE	-43%	1127	1995	-868	18
DISNEY	-58%	156	366	-210	21
NETFLIX	-60%	127	306	-179	28
APPLE	-28%	2033	2980	-947	20
MICROSOFT	-38%	1770	2576	-806	25
AMAZON	-56%	843	1882	-1039	83
TESLA	-74%	388	1235	-847	30
ARK INNOVATION	-81%				
NASDAQ	-35%				
TOTAL	-54%	6754	12417	-5663	

@TheKingCourt, [Twitter](#), 30DEZ2022

Alles in allem hatten die Aktien-Short-Indexpositionen des IASF 2022 einen bedeutenden Einfluss auf die Wertentwicklung des Fondsvermögens, da sie rund 15% zum Gesamtergebnis (berechnet auf der Grundlage des durchschnittlichen Fondsvermögens im Jahresverlauf) beitrugen. Sie erklärten damit einen erheblichen Teil der außerordentlichen Wertentwicklung des vergangenen Jahres. Angesichts der Tatsache, dass die Aktienmärkte fast ein Drittel ihres inflations-bereinigten Wertes verloren haben, ist es unwahrscheinlich, dass dies im Jahr 2023 ein ähnlicher Performancetreiber sein wird.

Auf die aktuelle Positionierung werde ich weiter unten noch eingehen. – Werfen wir nun erstmal einen Blick darauf, was sonst noch leicht als Performancetreiber ausgemacht werden kann.

Wie unsere Anleger wissen, ist eine Säule der Vermögensbildung des IASF die Erzielung von Einkommen. Dies sind Einlagenzinsen und Kuponzahlungen auf Anleihen sowie Dividendenerträge. Erstere waren 2022 vernachlässigbar (die Einlagenzinsen waren minimal, während sich die erhaltenen Kupons mit den gezahlten Stückzinsen beim Anleihekauf die Waage hielten), aber letztere brachten Dividendenerträge in Höhe von 2,76 Mio. EUR ein, was 5,1% der AuM zum Jahresende 2021 bzw. 4,5% des durchschnittlichen gewichteten Kapitals des Jahres 2022 entspricht.



Darüber hinaus nutzen wir auch Derivate als dritte Säule der Vermögensbildung, und in diesem Bereich haben wir uns aktiv an den Optionsmärkten engagiert, hauptsächlich durch den Verkauf von kurzfristigen (gedeckten) Calls und Puts auf Aktienpositionen des Fonds und gelegentlich auf Fremdwährungsengagements. Unsere ca. 150 einzelnen Optionstransaktionen generierten Nettoprämieinnahmen in Höhe von 4,42 Mio. EUR, was 8,2% der AuM per Ende 2021 bzw. 7,1% des durchschnittlichen gewichteten Kapitals im Jahr 2022 entspricht.

Mit anderen Worten, ca. 26% des Gesamtertrags des letzten Jahres wurden durch unsere Absicherungen plus Erträge aus Dividenden und Volatilitätsprämien (durch den Verkauf von Optionen) bestimmt. Der Rest ist auf unsere Portfolioinvestments zurückzuführen und natürlich das Ergebnis u.a. unserer **Volltreffer** und **Nieten**, auf die ich im Folgenden näher eingehen möchte.

Vorab ist festzuhalten, dass der IASF kein konzentriertes Portfolio ist. Ende 2022 hielten wir **3** Edelmetall-ETFs (physisch besichert) und einen trendfolgenden Hedgefonds sowie **8** verschiedene Anleihen, die alle ein Teil unserer "sonstigen liquiden Mittel" waren. Wir hielten **5** Long-Call-Optionen auf Aktien und Aktienindizes und **12** Short-Aktioptionen (was eigentlich eine unterdurchschnittliche Zahl ist). **16** einzelne Devisentermin- und Swapkontrakte waren das Ergebnis unseres laufenden Fremdwährungsrisikomanagements. Unser Aktienbuch umfasste **116** Positionen (**16** in der **SCHIFFFAHRT**, **22** in **ENERGIE**, **9** in **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN**, **16** in **EDELMETALL-PRODUZENTEN**, **5** in **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN**, **6** in **JAPAN VALUE**, **6** in **EMERGING MARKET VALUE**, **23** in **WACHSTUM / TECH** und **13** in der Kategorie **VERSCHIEDENE**).

Vor allem die Anzahl der Einzelbeteiligungen mag in Frage gestellt werden. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass wir auch in Small- und Mid-Caps investieren. Vor allem im Bereich **WACHSTUM / TECH** sind die Positionen sehr klein, da sie oft Optionscharakter haben. Und während ihre Anzahl 20% aller Einzelpositionen ausmacht, machten sie nur 2% der AuM aus. Das bringt uns zu unserer ersten **Niete** des Jahres 2022, da unsere Bestände in dieser speziellen Themenkategorie im vergangenen Jahr durchschnittlich ca. 60% verloren. – Allein diese Durchschnittsverluste belegen, wieso wir diese Positionen sehr klein halten, wobei wir in guten Jahren wie 2021 auch einige Titel in dieser Kategorie hielten, die sich vervielfachten. 2022 trug dieses Thema jedoch einen Verlust von ca. 3% bei.

Eine weitere **Niete** war unser schlecht terminierter Einstieg in russische Aktien Anfang/Mitte Februar 2022, als wir russische Aktienfonds im Wert von ca. 1,4 Mio. EUR kauften. – Autsch! Nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine wurden die Rücknahmen dieser Fonds ausgesetzt und sie wurden später auf etwa 80 TEUR abgeschrieben, was wiederum einen negativen Performancebeitrag von mehr als 2% nach sich zog.

Da wir schon beim Thema **Nieten** sind, möchte ich zur Veranschaulichung zwei enttäuschende Aktienengagements erwähnen. Das erste ist **Equinox Gold**, deren Aktienkurs im vergangenen Jahr aufgrund angestiegener (Gold-)Produktionskosten, einer überraschend enttäuschenden operativen Performance sowie einem hohen Fremdfinanzierungsgrad im Jahresverlauf 48% verlor. Damit wird der tatsächliche Verlust für die **IASF** übertrieben dargestellt, da wir unsere Position im Laufe des Jahres in die fallenden Preise bis auf 5,50 CAD aufgestockt haben und gleichzeitig auch einen Ertrag aus dem Verkauf von Put Optionen erzielten. Aber insgesamt würde ich dies als unsere größte Enttäuschung bei den Einzelinvestments des vergangenen Jahres bezeichnen.

Das andere Beispiel ist die Aktie der **Alibaba**, auf das ich etwas mehr Zeit verwenden möchte, um zu verdeutlichen, was wir unter aktivem Investieren verstehen: Unser initiales Investment in Chinas führende E-Commerce-Plattform tätigten wir im September 2021 zu einem Preis von 150 USD (3.800 Aktien), was damals ein attraktiver Einstiegskurs zu sein schien.

In der Folge schrieben wir Puts (@ Strike 145), die wertlos verfielen, gefolgt von Calls (@ 180), die dasselbe Schicksal erlitten. Beim dritten Anlauf wurden wir dann im Dezember Put ausgeübt (+3.000 Aktien @ 140). Das senkte unseren Einstandspreis auf 139, erhöhte aber unsere Position um 75%, so dass wir das Jahr mit einer Alibaba-Position von 950k USD (oder 1.8% des **IASF**-Vermögenswertes) beendeten.



Alibaba Chart seit Sep 2021, [investing.com](https://www.investing.com)

Zwei weitere verfallene Optionen später hatten wir bei der dritten erneut "Pech" und kauften weitere 3.000 Aktien zu 110 USD hinzu, so dass sich die Gesamtzahl der Aktien auf 9.800 belief und der durchschnittliche Einstiegspreis bei 126 USD lag. Falls jemand inzwischen ein Muster erkannt hat, so wiederholte sich dies in der Tat (wenn Investieren doch bloß so einfach wäre...), denn wieder verfielen zwei Optionen, bevor wir im August weitere 3.000 Aktien durch Ausübung einer weiteren Put-Option zu 90 USD hinzufügten. Dadurch erhöhte sich unser Bestand auf 12.800 Aktien, während sich unsere durchschnittlichen Anschaffungskosten auf 117,50 USD reduzierten.

Bitte haben Sie noch einen Moment Geduld, denn mit dem Verkauf einer weiteren, letztlich verfallenen Call-Option (@ 90) kommen wir mit unserem Alibaba-Handelsbericht zum Ende. Somit schlossen wir das Jahr 2022 mit einer Position von 12.800 Aktien zu durchschnittlichen Kosten von 116 USD pro Aktie ab. Der Aktienpreis schloss zum Jahresende bei 88 USD und damit 26% unter dem Kurs von 119 USD, mit dem sie in das Jahr gestartet war.

Wieso all diese Details mögen Sie sich fragen? – Nun, beim Investieren geht es um Unsicherheit. Das fängt schon bei der Auswahl der einzelnen Anlagen an, die in unserem Fall immer auf der Grundlage ihrer Bewertung getroffen wird. Als wir uns entschlossen, im Jahr 2021 in Alibaba zu investieren, war das Unternehmen sowohl relativ zu seinen Wachstumserwartungen als auch zu den wichtigsten westlichen Konkurrenten bereits äußerst günstig bewertet, was unserer Ansicht nach das zusätzliche politische Risiko mehr als ausglich. Darüber hinaus war die Stimmung der Anleger bezüglich China so stark eingetrübt, wie ich das in den fast 30 Jahren, in denen ich diesen Markt verfolge, noch nie erlebt habe. Dennoch erwies sich unser Timing als nicht perfekt, da der Markt mit unserer Einschätzung nicht übereinstimmte und die Aktien im Jahr 2021 angesichts eines weiter ansteigenden China-Risikoabschlages weiter abverkauft wurden. Dies setzte sich auch im Jahr 2022 fort, wobei hier der Kursverfall jedoch mehr oder weniger im Einklang mit Nasdaq und dem gesamten Aktienmarkt erfolgte.

Auf dem Tiefststand am 24. Oktober letzten Jahres notierte die Aktie bei 58 USD und damit etwa 62% unter unseren ursprünglichen Einstiegskosten im Jahr 2021. Vielen Anlegern fällt es schwer, mit dem Stress solch schneller und dramatischer Buchverluste umzugehen, aber Investitionen erfordern Geduld, und da wir weiterhin von den fundamentalen Argumenten überzeugt waren, hatten wir unsere Anschaffungskosten bereits gesenkt. Schließlich wurde unsere Geduld mit der anschließenden Rallye belohnt, die die Aktie wieder auf 88 USD und, wie aufmerksame Leser vielleicht bemerkt haben, auf 114 USD pro Aktie zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen brachte, womit wir praktisch wieder unseren Einstandswert erreicht haben.

Insgesamt jedoch lieferte Alibaba im Jahr 2022 einen negativen Performance-Beitrag ab und gehört damit zu unseren **Nieten**. Aber mit der Öffnung Chinas nach dem Ende der Null-Covid-Politik und in Anbetracht der dominanten Position, die das Unternehmen nicht nur als größtes E-Commerce-Unternehmen des Landes innehat, sondern auch aufgrund seiner verschiedenen anderen Geschäftsbereiche und seines wachsenden internationalen Geschäfts, seiner starken Bilanz und seiner attraktiven Bewertungen, ist es nun Teil unseres Themas **EMERGING MARKET VALUE**, und wir sind ziemlich zuversichtlich, dass Alibaba im Jahr 2023 einen positiven Ergebnisbeitrag leisten wird.

Werfen wir nun einen Blick auf die **Volltreffer** des letzten Jahres, von denen einige in unserem **SCHIFFFAHRTS**-Buch zu finden waren. Wir haben bereits im Jahr 2020 sehr hohe Gewinne mit Tankeraktien erzielt, als die (Fracht-)Raten in die Höhe schossen, da Öltanker zur Lagerung von überschüssigem Öl angesichts des plötzlichen Nachfragerückgangs bei Ausbruch der Covid-Pandemie eingesetzt wurden. Wie üblich, wenn wir uns mit zyklischen Sektoren befassen, nahmen wir damals ein Großteil der Gewinne mit, behielten jedoch einige Positionen bei und bauten sie gegen Ende 2021 wieder auf, als die Aktienkurse angesichts fallender Transportraten erneut fielen.



Ende 2021 hielten wir Positionen in **DHT**, **Euronav**, **Frontline**, **Hafnia**, **International Seaways**, **OSG**, **Scorpio Tankers** und **Teekay Tankers**, die alle im Transport von Rohöl und raffinierten Treibstoffen tätig sind und 8% des **IASF**-Vermögens ausmachten. Ende 2022 hielten wir (reduzierte) Positionen in **DHT** (+71% Kursentwicklung im Jahresverlauf), **Frontline** (+87%), **Hafnia** (+190%), **International Seaways** (+152%) und **Teekay Tankers** (+182%). Wir stiegen bei **Euronav** aus, als die Fusion mit **Frontline** bekannt gegeben wurde, bei **Scorpio Tankers** zu früh (und vor allem aufgrund von Zweifeln an der Unternehmensführung und des hohen Verschuldungsgrads) sowie bei **OSG**, die immer nur als kurzfristige Trading-Position geplant war – und das ebenfalls mit anständigen Gewinnen. Auch **Form**, ein dänisches Tankerunternehmen, das sich auf den Transport raffinierter Produkte spezialisiert hat, haben wir gehandelt. Wir bauten unsere Position Anfang April zu durchschnittlich 8,85 USD auf und reduzierten sie im Juni schrittweise bei 13,80 (+56%) und 14,70 (+66%). Im August verkauften wir eine weitere Tranche durch Ausübung von Short Calls zu Strike 17,50, was uns einschließlich der Optionsprämie 18,50 USD (+110%) einbrachte. Die restlichen Aktien verkauften wir im November zu 28 USD (+216% – alle aufgeführten Performancezahlen berücksichtigen keine Dividenden). Zudem fehlt hier noch **Stolt Nielsen**, ein Chemikaliertanker- und Lager-/Logistikunternehmen aus Norwegen, das seit längerem im Fonds gehalten wird und sich im letzten Jahr verdoppelt hat (ebenfalls vor Dividenden).

Tanker waren also im letzten Jahr sehr gefragt, und wir haben davon stark profitiert. Bei den Schüttgutfrachtern herrschte dagegen Flaute. Sie erlebten im ersten Halbjahr eine massive Rallye, bevor sie 2022 mehr oder weniger auf dem Preisniveau vom Jahresanfang beendeten. Da **Belships** (2022 +1%) und **Pacific Basin** (2022 -8%) regelmäßig unter den Top-Holdings des Fonds auftauchen, möchte ich hier kurz einen Blick auf ihre längerfristigen Charts werfen.



Belships, seit erstem Kauf (@ 6,10 NOK) im Dez 2019, [investing.com](https://www.investing.com)

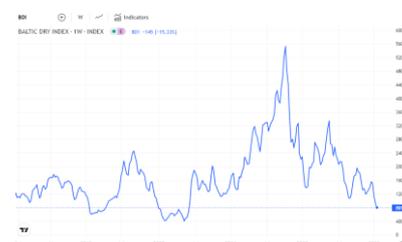


Pacific Basin, seit erstem Kauf (@ 1,38 HKD) im Juli 2019, [investing.com](https://www.investing.com)

Bei einem Jahresendkurs von 14,28 NOK sind die Aktien von **Belships** damit seit unserem Einstieg um 134% und die Aktien von **Pacific Basin** um 107% gestiegen (beide in Landeswährung), was trotz der 2022er Nullrunde ein exzellentes Ergebnis ist. – Aber wie sieht's mit den Dividenden aus?

Ein Grund für unsere reichliche Dividendenernte, die dazu beigetragen hat, die zuvor erwähnte Nettodividendenrendite von 4,5% auf das durchschnittlich eingesetzte Kapital zu erwirtschaften, obwohl im Durchschnitt nur zwei Drittel des Portfolios überhaupt in Aktien investiert waren, ist, dass wir einige hervorragende Dividendenzahler im Portfolio haben, darunter unsere beiden genannten Schüttgut-Favoriten. **Belships** machte seinem Geschäft alle Ehre und schüttete allein im letzten Jahr brutto 4,65 NOK pro Aktie aus, was basierend auf dem Schlusskurs 2021 einer 2022er Dividendenrendite von 33% bzw. 25,74% netto (nach Quellensteuer, die wir in Zusammenarbeit mit unserem Fondsverwalter teilweise zurückfordern) entsprach. **Pacific Basin** hat im vergangenen Jahr brutto (wie auch netto, da Hong Kong Gesellschaften keiner Quellensteuer auf Dividenden unterliegen) 1,12 HKD pro Aktie ausgeschüttet, was einer Dividendenrendite von 39% für das Jahr entspricht.

Diese außergewöhnlichen Ausschüttungsniveaus spiegeln das hervorragende Frachtratenumfeld im Jahr 2021 (insbesondere im zweiten Halbjahr) und im ersten Halbjahr 2022 wider. Wie der Chart des Baltic Dry Index (BDI) zeigt, sind die Frachtraten in letzter Zeit wieder auf den Boden der Tatsachen zurückgekehrt, was die Anleger veranlasst hat, diese Aktien, einschließlich unserer beiden Favoriten, zu verkaufen. – Aber ist das gerechtfertigt?



Baltic Dry Index, tradingeconomics.com

Unseres Erachtens haben die Anleger dabei kaum berücksichtigt, dass der BDI stark von den Frachtraten der größten Schiffskategorie (Capes) beeinflusst wird, während sowohl **Belships** als auch **Pacific Basin** kleinere Schiffe besitzen, bei denen sich die Raten wesentlich stabiler gehalten haben. Darüber hinaus wurden auch längerfristige Chartervereinbarungen nicht berücksichtigt, ebenso wenig wie der anhaltende Anstieg der Preise für Neubauten und damit auch für gebrauchte Schiffe sowie der niedrige Neubau-Auftragsbestand. Und so werden Aktien dieses Sektors jetzt wieder deutlich unter ihrem NAV gehandelt, und dies zu einem Zeitpunkt, zu dem die Wiedereröffnung Chinas ein Auslöser für einen erneuten Anstieg der Frachtraten (und damit der Aktienkurse) werden könnte. – **ABER BITTE BEACHTEN SIE:** Dies gilt nur zur Veranschaulichung und ist keine Anlageempfehlung.

Natürlich gab es im vergangenen Jahr auch andere **Volltreffer**. Lange bevor Goldman Sachs anfang, von der Revanche der Realwirtschaft zu sprechen, haben wir auf die Diskrepanzen in den Bewertungen zwischen substanzstarken und Value-Aktien sowie den Wachstums- und Asset Light-Titeln hingewiesen. Und das hat sich im vergangenen Jahr ausgezahlt, denn auch unser **ENERGIE**-Thema war gespickt mit Gewinnern, wie z.B. **Tidewater** (+244%), **Peabody Energy** (+162%) oder **Technip FTI** (+132%). Auch im **ENERGIE**-Korb haben wir aktiv mit bestehenden Positionen gehandelt, u.a. auch durch den Einsatz von Optionen. Hierbei haben verkaufte Optionen auf **Peabody Energy** in den letzten zwei Jahren rekordhohe Prämieinnahmen von fast 500 000 EUR eingebracht, obwohl wir selten mehr als 1% des Portfolios in der Aktie hielten.



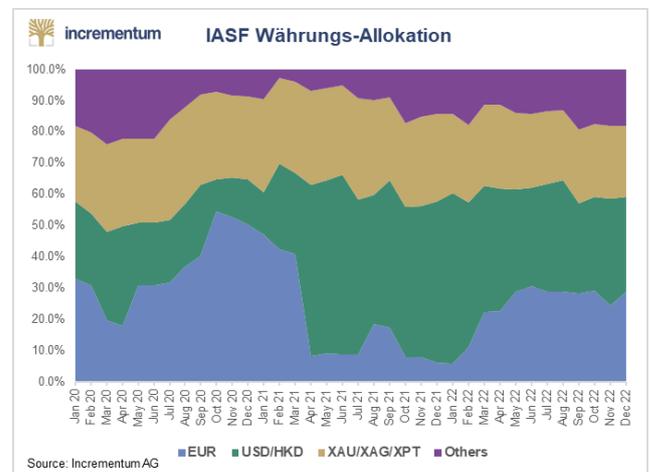
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Alles in allem leistete unser Aktienbuch im vergangenen Jahr einen positiven Nettobeitrag, wobei **SCHIFFFAHRT**, **ENERGIE** und **JAPAN VALUE** die treibenden Kräfte waren, während **WACHSTUM / TECH** und **EDELMETALLPRODUZENTEN** größtenteils Verluste beitrugen.

Ich möchte diesen Abschnitt mit einigen Bemerkungen zum Währungsrisiko in einem global investierten Portfolio abschließen. Offen gesagt habe ich immer die Meinung vertreten, dass dies eine der am meisten unterschätzten Risiko- / Ertragsquellen ist und ein Bereich, in dem sich Anleger entweder für oder gegen eine systematische Absicherung von Fremdwährungsrisiken entscheiden, anstatt sie als aktive Quelle für Portfolio-Alpha zu nutzen.

Unsere **IASF**-Präsentation enthält das nebenstehende Diagramm, das die Währungsallokation des Fonds in **EUR** (Basiswährung des Fonds), **USD/HKD** (letzterer ist an den USD gekoppelt), **Edelmetalle** und **sonstige** Währungen aufzeigt. Sie zeigt, dass wir 2022 unser **USD/HKD**-Engagement im Jahresverlauf von 55% auf 30% reduzierten. Wir nutzten also die USD-Stärke zur teilweisen Absicherung unseres Engagements und sicherten uns damit Devisengewinne, die ebenfalls zur Steigerung der Renditen des letzten Jahres beitrugen.



Unsere Überlegungen zum Währungsrisiko beruhen alle auf der Basis der wirtschaftlichen Relevanz, d.h. wir berücksichtigen das tatsächliche wirtschaftliche Interesse, wenn wir entscheiden, welches Währungsrisiko eine Anlage hat. Das bedeutet, dass z.B. Energie- oder Schifffahrtsaktien immer als USD-Risiko klassifiziert werden, unabhängig davon, ob sie in den USA oder anderswo angesiedelt sind.

Ich hoffe, dass all diese Ausführungen den Anlegern helfen, besser zu verstehen, wie die Ergebnisse des letzten Jahres zustande gekommen sind und wie wir das Portfolio des **IASF** verwalten.

Damit ist dieser Teil des Rückblicks abgeschlossen, und ich werde nun ein paar Worte zur aktuellen Fondspositionierung und unserem Ausblick für 2023 folgen lassen.



2023 – Portfoliositionierung und -ausblick

2022 war ein außergewöhnlich gutes Anlagejahr für mich. In vielerlei Hinsicht war es mein bisher bestes und ist am ehesten mit dem Jahr 2000 vergleichbar, dem Jahr, in dem die vorletzte Technologieblase platzte und in dem mein Engagement in Aktien der "Old Economy" einen großen Unterschied für die langfristige Performance meines Portfoliomanagements ausmachte.

Heißt das, ich erwarte, dass 2022 ein einmaliges Ereignis sein wird? – Wahrscheinlich, da 40% Bruttogewinn mit einer ungehebelten Anlagestrategie sich nur sehr schwer wiederholen lassen. Aber mit Blick auf das Jahr 2023 sehe ich dennoch wieder gute Chancen, und ich bin zuversichtlich, dass der **Incrementum All Seasons Fund** weiterhin in der Lage sein wird, langfristig reale Renditen zu erwirtschaften, zumal es bis zur Bildung der nächsten großen Blasen wohl noch etwas dauern wird. (M.E. sind z.Z. die jüngsten Blasen (Wachstum/Technologie und Anleihen) noch dabei Luft abzulassen.)

Zu Beginn eines neuen Jahres ist es immer hilfreich, einen Schritt zurückzutreten und einen Blick auf das Gesamtbild zu werfen, um festzustellen woher größere Gegen- oder Rückenwinde kommen. Manchmal finde ich sogar ein Zitat, das meine eigene Sichtweise nahezu perfekt wiedergibt:

*„Während des **letzten** Jahrzehnts haben die nährenden Kräfte der Globalisierung und des unkonventionellen Zentralbankwesens das Nirwana der Kapitalmärkte mit **niedriger Inflation, niedrigen Zinssätzen und niedriger Volatilität** unterstützt. In einem solch günstigen Umfeld florierten die Finanzanlagen. Heute wird trotz erheblicher Störungen dieses Investitionsdreiklangs im Jahr 2022 allgemein erwartet, dass diese günstigen Bedingungen wiederhergestellt werden und die hohen Bewertungen, die in den letzten Jahren zur Norm geworden sind, aufrechterhalten werden.*

*Im **kommenden** Jahrzehnt werden jedoch entscheidende Veränderungen der globalen Marktdynamik zu einem unwirtlicheren Anlageregime mit **höherer Inflation, höheren Zinssätzen und höherer Volatilität** führen. Diese herausfordernde Kombination wird die Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum verschlechtern, was nicht nur zu niedrigeren Vermögenspreisen führt, sondern auch die längst überfällige Bereinigung von faulen Krediten und alten Fehlinvestitionen vorantreibt. Da die bestimmenden Merkmale des neuen globalen Regimes systemisch zu sein scheinen, werden die Anleger wahrscheinlich von der Tiefe und Dauer der künftigen Marktschwäche überrascht werden. In dem von uns vorhergesagten nachhaltigen Umfeld sinkender Vermögenspreise und Schuldenbereinigung dürfte, selbst bei institutionellen Anlegern, der Portfolionutzen von Gold als diversifizierendes Wertaufbewahrungsmittel steigen.*

Wenn wir ein bisschen mehr ins Detail gehen, stellt sich die Fragen nach den treibenden Kräften dieses neuen Anlageregimes.



*Nun, wenn wir von der Wurzel des Problems ausgehen, dann haben die jahrzehntelange Finanzialisierung der Wirtschaft und die Unterdrückung der Zinssätze in den meisten westlichen Ländern zu einem klaffenden und unhaltbaren Wohlstandsgefälle geführt. Folglich ist das Ziel wirtschaftliche Gleichheit und sind somit progressive politische Bewegungen zu immer einflussreicheren gesellschaftlichen Kräften geworden. In ähnlicher Weise führt die antikapitalistische Entmündigung zu einem verstärkten Umweltbewusstsein und zur Förderung der ESG-Bewegung. In Verbindung mit der sich rasch verschlechternden geopolitischen Lage verstärken diese Trends die Bewegungen des Ressourcennationalismus und der Deglobalisierung. Schließlich stehen **alle** entwickelten Volkswirtschaften (einschließlich China) vor gewaltigen demografischen Herausforderungen, die sich aus dem Bevölkerungsrückgang ergeben.*

Wichtig ist, dass alle diese Trends inflationär sind und keiner davon vorübergehend ist. Das bedeutet, dass diese Veränderungen wohl von Dauer sind, was erhebliche Auswirkungen auf die Erfolgsaussichten einer breiten Palette von Anlageklassen hat. So erscheint es beispielsweise logisch, dass in diesem neuen Regime Bargeld, Rohstoffe und Sachwerte gegenüber wachstumsstarken Unternehmen mit hohen Bewertungen oder hohem Fremdkapitalanteil bevorzugt werden. Doch abgesehen von einigen hochkarätigen „Unicorns“ haben sich die Finanzmärkte bisher noch kaum an die Realitäten dieses neuen globalen Anlageregimes angepasst. Es herrscht immer noch die Meinung vor, dass die Bewertungsmaßstäbe, Anlagestrategien und Korrelationen der jüngsten Vergangenheit auch in Zukunft funktionieren werden – und das werden sie nicht. Das Spiel hat sich geändert, und die Finanzmärkte operieren nicht länger in einem Kauf-jede-Korrektur-Modus.“ (Der Autor dieses Zitats ist mir leider unbekannt, da ich es versäumt habe die Quelle zu registrieren. Ich entschuldige mich aufrichtig dafür, und würde gern demjenigen Anerkennung zollen, der so treffend beschrieben hat, was größtenteils meiner eigenen Sicht der Anlagewelt entspricht).

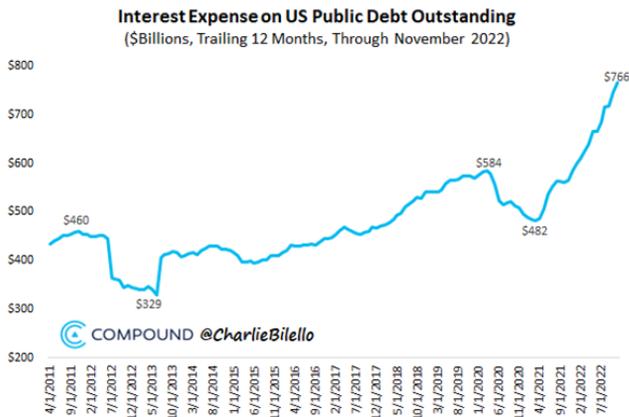
In unseren [Seasonal Reflections 2022 / 01](#) haben wir die Rückkehr der Inflation antizipiert und die Ansicht vertreten, dass die Kaufkraftentwertung für lange Zeit nicht auf 2% oder darunter zurückgehen wird. Diese Einschätzung gilt nach wie vor, auch wenn das Jahr 2023 sicherlich von Basiseffekten und einer sich aufgrund rezessiver Tendenzen abschwächenden Nachfrage geprägt sein wird, was die jährlichen Inflationsraten wieder in Richtung 3 bis 4% fallen lassen könnte. Aber deuten Nachrichten wie diese jüngste FT-Meldung nicht stark darauf hin, dass die Inflation bleibt? – Wie sonst kann die reale (d.h. inflationsbereinigte) Schuldenlast gesenkt werden, wenn nicht durch Inflation?





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



The Week in Charts (12/20/22), Charlie Bilello, Compound Advisors

Und schreien Charts wie der nebenstehende nicht lauthals nach finanzieller Repression? – Daher sehen wir keinen Grund, unsere Überschrift auf der IASF-Website zu ändern...

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

[Incrementum All Seasons Fund Homepage](#)

Was uns im beschriebenen Zusammenhang im letzten Jahr allerdings überrascht hat, ist, wie kontrolliert der Anstieg der Zinssätze im Euroraum bisher verlaufen ist. Daher rechnen wir im Laufe dieses Jahres mit weiteren Problemen an dieser Front, da die Renditen europäischer Staatsanleihen real weitaus negativer sind als die US-Renditen. Zu beobachten sind auch die 10-jährigen japanischen Renditen, die ursprünglich bei 0,25% gedeckelt waren. Diese Obergrenze wurde im Dezember schon auf 0,5% angehoben und dürfte in den kommenden Monaten weiter steigen.

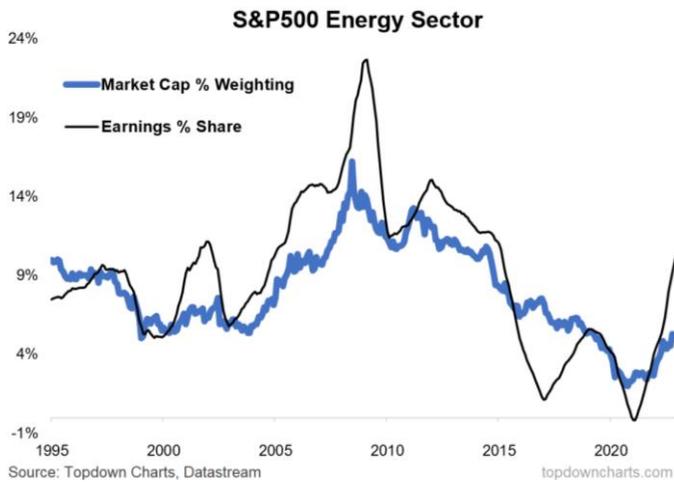
In "Kein Mangel am Mangel" haben wir im vergangenen Jahr die Argumente für Rohstoffinvestitionen dargelegt, die sich als treffend herausgestellt haben, auch wenn die tatsächlichen Rohstoffpreisveränderungen im Jahresverlauf weniger positiv waren als im Vorjahr. Aber wie das vorige Kapitel gezeigt hat, gab es einen deutlichen Aufholeffekt auf der Aktienseite, da Rohstoffaktien begannen, sich an die Erwartungen längerfristig höherer Rohstoffpreise anzupassen. – Heißt das, dass wir das Beste in diesem Sektor gesehen haben?

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Key
26.23%	11.35%	187.95%	103.67%	56.25%	18.59%	54.39%	47.89%	442.80%	72.49%	Aluminum
7.19%	8.91%	-2.59%	69.59%	46.51%	17.98%	34.46%	28.02%	160.61%	43.13%	Coal
1.70%	4.82%	8.63%	69.36%	32.39%	8.91%	31.55%	25.86%	55.91%	19.97%	Copper
0.17%	3.91%	-10.42%	45.03%	31.19%	-8.44%	21.48%	25.12%	46.91%	14.37%	Corn
-1.00%	3.89%	-10.72%	28.96%	30.49	-1.58%	18.31%	24.62%	42.18%	10.90%	Gas
-4.19%	-1.72%	-11.75%	17.37%	30.49%	-8.53%	15.21%	19.73%	31.53%	6.71%	Gold
-5.44%	-2.24%	-17.79%	14.86%	30.49%	-14.49%	11.03%	18.66%	26.14%	2.77%	Lead
-6.72%	5.52%	-19.11%	13.58%	27.51%	-16.54%	3.48%	15.99%	25.70%	2.76%	Nickel
-11.03%	-11.79%	-20.31%	13.49%	24.27%	-17.43%	3.36%	14.63%	22.51%	-0.95%	Oil
-14.02%	-14.98%	-26.07%	11.27%	13.09%	-17.46%	-4.38%	13.15%	20.34%	-0.38%	Palladium
-18.63%	-15.51%	-26.19%	8.56%	12.87%	-19.23%	-4.68%	10.92%	18.32%	-5.89%	Platinum
-22.20%	-18.09%	-26.59%	1.16%	8.43%	-22.16%	-9.49%	10.89%	-3.84%	-14.13%	Silver
-28.04%	-19.34%	-29.43%	1.88%	4.68%	-24.54%	-18.02%	3.25%	-9.64%	-16.27%	Wheat
-35.84%	-31.21%	-30.47%	-8.69%	2.88%	-24.84%	-25.94%	-1.29%	-11.72%	-16.34%	Zinc
-39.56%	-45.58%	-41.75%	-13.19%	-0.36%	-54.70%	-38.50%	-20.54%	-22.21%	-48.34%	Lithium

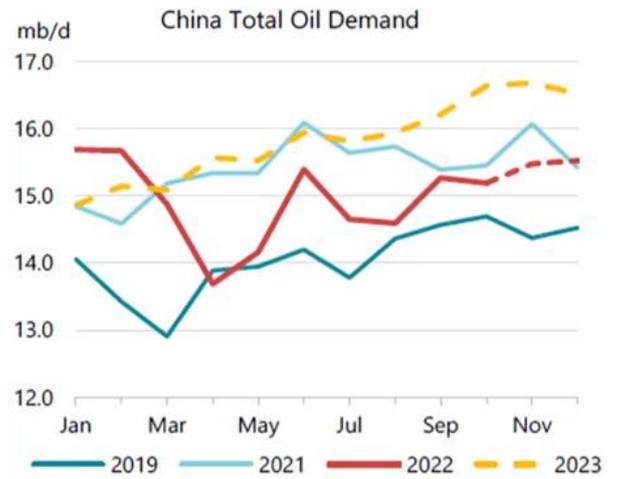
[U.S. Global Investors](#)

Das glauben wir nicht, denn die Anleger bewerten Rohstoffproduzenten immer noch als hoch zyklische Unternehmen, was bedeutet, dass weder ein längerfristig höheres Preis- und Margenumfeld noch stark verbesserte Bilanzen bisher vollständig eingepreist sind.





[The Weekly S&P500 #ChartStorm](#), Callum Thomas, 22Jan2023

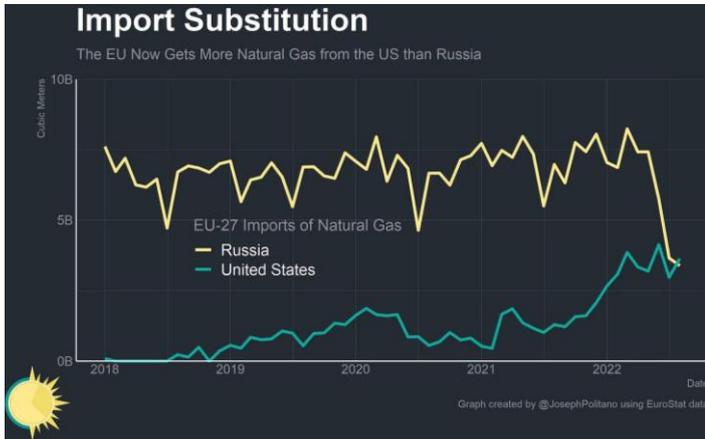


Nehmen wir den Energiesektor als Beispiel, wo die Öl- (und Gas-)preise in letzter Zeit aufgrund eines milderen Winters in Europa (der zu einer geringeren Nachfrage führte) und der anhaltend hohen russischen Exporte (die das Angebot höher als erwartet hielten) nachgegeben haben. Dies hat dazu geführt, dass sich auch die spekulative Dynamik auf dem Ölmarkt bis zu einem gewissen Grad umgekehrt hat. Die Rentabilität des Sektors erholt sich jedoch endlich von den gedrückten Niveaus der letzten fünf Jahre, während die Ölnachfrage von der (post-Covid-) Wiedereröffnung Chinas und der anhaltenden Angebotsdisziplin der OPEC profitieren dürfte.

Aus einer Bewertungsperspektive erscheinen Öl- (und verwandte Energie-) Unternehmen weiter attraktiv, vor allem vor diesem Hintergrund: *"Angesichts der jahrelangen Investitionszurückhaltung, die durch die jüngsten geopolitischen Entwicklungen noch verstärkt wird, haben sich die weltweiten Kapazitätsreserven für Öl und Gas verschlechtert und werden wahrscheinlich jahrelanges Investitionswachstum erfordern, um die prognostizierte künftige Nachfrage zu decken."* (Baker Hughes CEO)

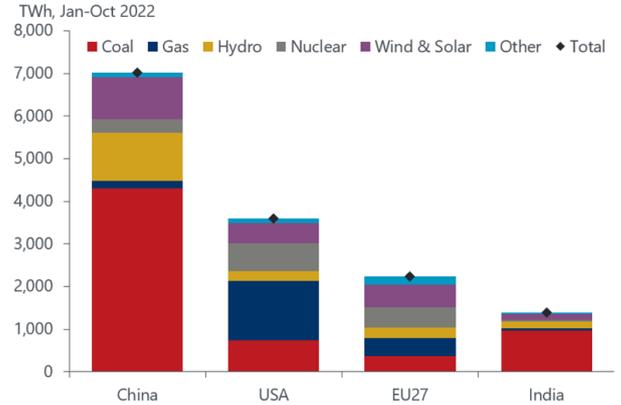
Aus diesem Grund ist die größte Position des **IASF** nach wie vor im Energiesektor angesiedelt (18,3% bei Verfassung dieser Zeilen am 24. Januar), aufgeteilt in überwiegend nordamerikanische Öl-, Gas- und Kohleproduzenten (8%), Service-Unternehmen (6,8%) und Uranproduzenten (3,5%), da die USA Hauptnutznießer der Entscheidung Europas ist, sich von der russischen Energieversorgung zu trennen.





Apricitas Economics, 24NOV2022

World: Electricity generation by technology

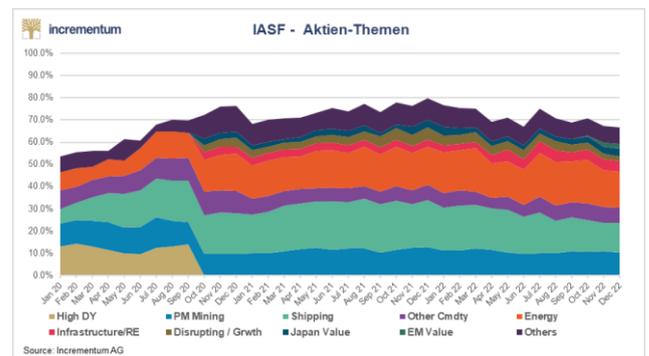


Source: Oxford Economics/IEA

@DanielKrali, Twitter, 16Jan2023

Und ja, der **IASF** hält nach wie vor in geringem Umfang Kohleproduzenten (direkt über **Peabody Energy** sowie indirekt über **Teck Resources** und natürlich **Glencore**, obwohl die beiden letztgenannten nicht zu unserem ENERGIE-Sektor zählen), die nach wie vor eine wichtige globale Energiequelle fördern. Für diejenigen, die sich nur auf die Rettung des Planeten konzentrieren, mag das inakzeptabel erscheinen. Aber nicht jeder kann es sich leisten, den Preis zu zahlen, den die fortgeschrittenen Volkswirtschaften derzeit für saubere Energiequellen und die Energiewende aufbringen. Und hier ist es wichtig, daran zu erinnern, dass, wenn unsere Politik den Preis für saubere Brennstoffe in die Höhe treibt, der Rest der Welt keine andere Wahl hat, als sich die billigeren und schmutzigeren Alternativen zu leisten. In der Zwischenzeit lässt sich die Stimmung (und das politische Narrativ) in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften am besten dadurch beschreiben, dass viele Menschen die Energiewende bejubeln, aber den Bergbau ablehnen. Mit anderen Worten, man möchte also den Kuchen nicht nur essen, sondern auch behalten...

Bezugnehmend auf die Aktienthemen des **IASF** möchte ich noch darauf hinzuweisen, dass diese (und somit auch unsere Investitionen in **ENERGIE**, **SHIFFFAHRT** oder andere) nicht in Stein gemeißelt sind. Wenn wir irgendwann Branchen oder Themen mit mehr Rückenwind finden, werden wir die aktuelle Auswahl anpassen und auch neue Themen auswählen (wie kürzlich bei **EM VALUE** geschehen).



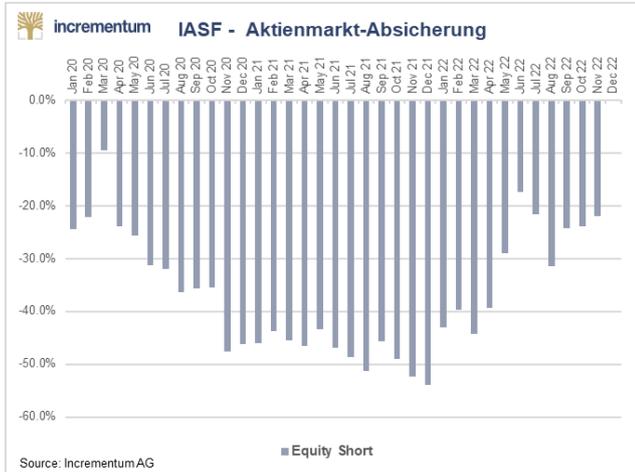
Source: Incrementum AG





Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



Generell sind wir auch bei unserer Aktienallokation flexibel, d.h. es gibt keine systematische Absicherung. In letzter Zeit habe ich viele Investorengespräche geführt, und eine Sache, die oft gelobt wurde, war das "Hedging" des IASF... – Mancher Investor scheint anzunehmen, dass wir nach unten absichern und nach oben das volle Potential ausschöpfen, doch die dazu nötige Kristallkugel fehlt uns leider. Und wir führen auch kein Long-/Short-Buch. Stattdessen erfolgt jegliche Absicherung auf der Aktien- oder Devisenseite immer opportunistisch und gemäß unserer Einschätzung allgemeiner Marktbewertungen und -umstände.

Dies erklärt, warum wir unsere Aktienabsicherungen wieder aufgelöst haben, da wir zu dem Schluss gekommen sind, dass die Aktienmärkte kurzfristig mehr Aufwärtspotenzial haben könnten, da die Anleger mit einer zurückgehenden Inflation und einem eventuellen Schwenk der Zentralbankpolitik rechnen. Da die Bewertungen an den Aktienmärkten insgesamt jedoch weiterhin hoch sind, werden wir die Situation beobachten und dieses Instrument des Portfoliomanagements weiterhin flexibel einsetzen. Letztlich geht es uns darum, Werte für unsere Anleger zu schöpfen, die uns mit dieser Flexibilität, die auch im Gesamtmandat des Fonds verankert ist, vertrauen.

Unser Ziel als Vermögensverwalter ist die Sicherung und Erhöhung der Kaufkraft der uns anvertrauten Gelder, nicht der Versuch, eine bestimmte Anlageklasse oder einen Index zu schlagen. Diese Wertschöpfung kann in Schüben erfolgen, da die Performance von risikoreichen Anlagen selten geradlinig verläuft und wir – wie schon erwähnt – noch keine magische Kristallkugel gefunden haben. Alles, was wir tun können, ist zu bewerten, zu analysieren und zu prognostizieren, ehrlich zu sein (zu den Anlegern wie auch zu uns selbst), flexibel und bescheiden. Wenn wir das tun, werden wir das IASF-Portfolio auch durch die raueste See sicher navigieren, und letztlich auch wirklich dramatische Kaufkraftverluste überstehen, die es in der Welt schon immer gegeben hat – und vielleicht schon bald auch bei uns...



@Chris_Mischler, [Twitter](#), 20JAN2023





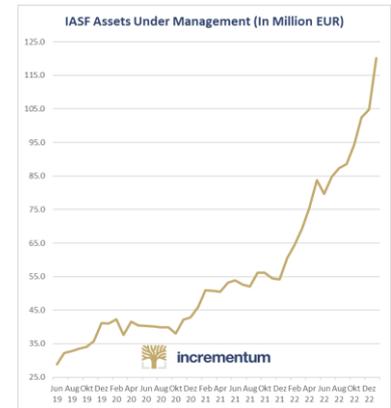
Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

ZUM ABSCHLUSS: DIES IST KEINE ANLAGEBERATUNG!

Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** muss ich die Leser darauf hinweisen, dass alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere zu einzelnen Anlagen oder der Anlagestrategie des Fonds, voreingenommen und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann weder ich noch die Incrementum AG für die Richtigkeit der hier gemachten Aussagen eintreten. **Seasonal Reflections** werden nur an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und dürfen nicht als Versuch gesehen werden, für eine Investition in einzelne Wertpapiere oder in den **IASF** zu werben. Wenn Sie also Anlageideen oder Ratschläge suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und seien Sie daran erinnert, dass vergangene Wertentwicklung keine Garantie für zukünftige Erträge ist und dass alle Investitionen ein Risiko beinhalten, einschließlich des Kapitalverlusts.

Es ist Zeit zum Ende zu kommen. Der Januar ist fast vorüber, und aufgrund der verschiedenen Auszeichnungen und Top-Ranglistenplätze, die der **IASF** zuletzt erhalten hat, sind wir vermehrt damit beschäftigt, eine Flut von Anfragen zu unseren geheimen Anlagerezepten sowie damit verbundene Vermögenszuflüsse zu bearbeiten, wofür wir sehr dankbar sind. – Ich hoffe diese Seiten belegen, dass es kein Geheimnis ist, was wir tun und wie wir investieren. Und dennoch ist der **IASF**-Investmentansatz speziell, da echte Investoren nach Jahrzehnten des passiven Investierens und der Indexierung nahezu ausgestorben sind.



Und damit möchte ich diese Ausgabe meiner Seasonal Reflections schließen. Wie immer freue ich mich über ihr Feedback [per E-Mail](#) und danke Ihnen allen für Ihr Interesse und unseren Investoren für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung. **Und unsere Leser und Freunde in Asien möchte ich ganz besonders grüßen und ihnen ein glückliches und erfolgreiches chinesisches Jahr des Hasen wünschen!**

Herzliche Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

=====

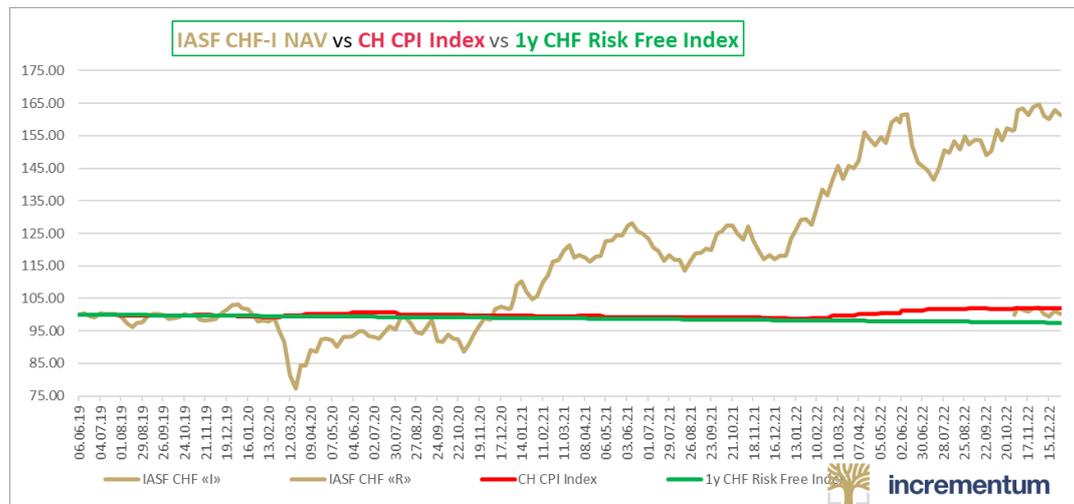
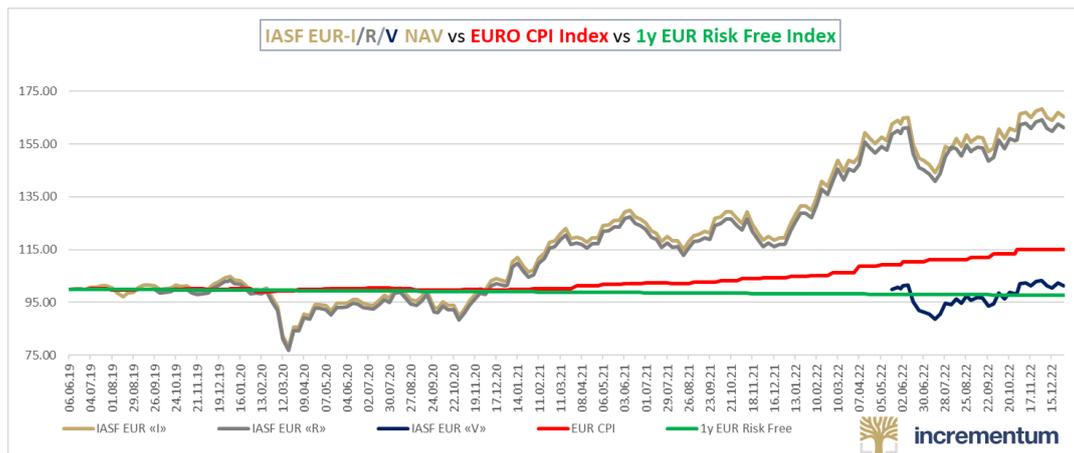
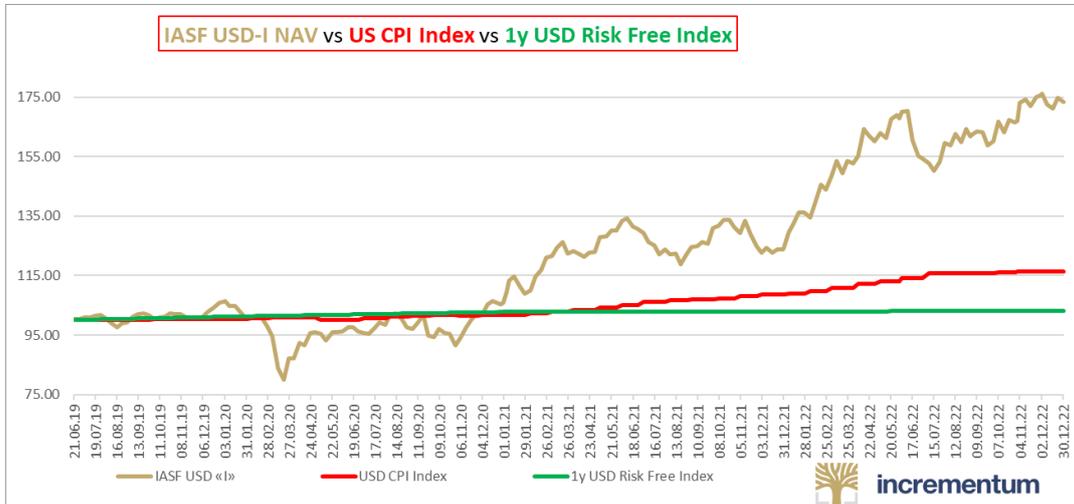
Hans G. Schiefen
Partner & Fund Manager
Incrementum AG
Im alten Riet 102, 9494 Schaan (LI)
Tel.: +423 237 26 67
Mail: hgs@incrementum.li
Web: www.incrementum.li



Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Anhang *



* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31DEZ2022), 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 indexierter 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) 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.

