



2023 / 04

## **Seasonal Reflections**

***Jenseits der Rationalität***

Liebe Leserinnen und Leser,

es ist Herbst "im Ländle" und damit Zeit für eine neue Ausgabe unserer **Seasonal Reflections**. Wir hatten einen herrlichen Sommer und einen schönen Herbst, aber in letzter Zeit sind die Temperaturen in den niedrigen einstelligen Bereich gesunken, während der erste Herbstschnee die Gebirgsketten krönt, die das Rheintal säumen.

Es war eine arbeitsreiche Zeit für uns **Incrementum-Partner**, bei der aber auch das Vergnügen nicht zu kurz kam. Als Anlass diente uns der 60. Geburtstag unseres Geschäftsführers, Stefan Kremeth, den wir nach unserer Vorstandssitzung im September auf der nahe (wenn auch jenseits des Rhein) gelegenen **Staubern Alm** verspätet feierten. Hier verbrachten wir einen sonnigen Nachmittag mit einer gemütlichen Wanderung, bei der wir die herrliche Aussicht auf die Alpen genossen, gefolgt von einem Apéro mit angeregten Gesprächen und anschliessendem Abendessen im **Berggasthaus**.



Ein Nachmittag / Abend auf der Staubern Alm mit Christian, Stefan, mir, Mark und Ronni (von links), 26SEP2023

Wir sollten das definitiv häufiger tun...





Hinsichtlich weiterer **Incrementum** Interna kann ich berichten, dass unser Team ein neues Mitglied bekommen hat. [Anja Förster](#) ist seit Oktober als Fondsmanagement Assistentin bei uns und freut sich darauf Christian und mich bei unserer Arbeit mit **IASF**, URF und möglichen neuen Projekten zu unterstützen. - Herzlich willkommen, Anja!



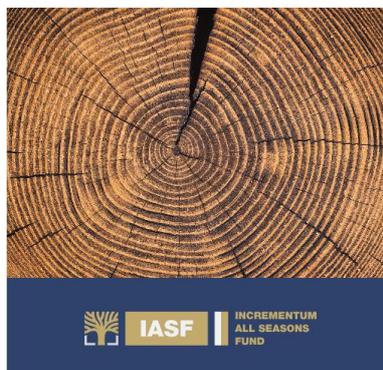
Anja wird zusammen mit meiner Assistentin [Chloe Galla](#) auch bei der Organisation unserer vierteljährlichen **IASF**-Webinare helfen. Das nächste ist für den 12. Dezember, 15 Uhr, geplant, und Interessenten können sich [hier](#) anmelden. Bislang war [Harald Steinbichler](#) von der axessum GmbH in Wien unser professioneller Gastgeber, aber seine Expertise ist anderswo besser eingesetzt.

Harry arbeitet weiterhin eng mit **Incrementum** zusammen und hilft auch bei der Organisation unseres [Fonds professionell Kongress 2024](#)-Besuchs in Mannheim, wo Ihnen alle **Incrementum**-Fondsmanager für Gespräche zur Verfügung stehen werden (Termine bitte [hier](#) reservieren). Was jedoch den **IASF** betrifft, so haben wir uns entschlossen die Investorenbetreuung und die Beantwortung sonstiger Fonds-relevanter Fragen mit Hilfe unserer beiden neuen Kolleginnen direkt aus Schaan heraus vorzunehmen.

Und damit kommen wir zum heutigen Programm:

**Inhaltsverzeichnis** (alle unterstrichenen Passagen in **Rot** sind aktive Weblinks!):

- Jenseits der Rationalität ..... S. 3
- Wenn alle Nachrichten gute Nachrichten sind ..... S. 7
- Finanzmärkte und IASF auf der Zielgeraden 2023 ..... S. 12
- Das IASF-Portfolio – Ein Überblick ..... S. 16
- Schlussbemerkung ..... S. 19





## JENSEITS DES RATIONALEN

Ich begann diesen Bericht kurz vor dem Monatswechsel in einer Woche zu schreiben, in der die stärkste Kurserholung des Jahres an den (US-)Aktienmärkten zu verzeichnen war und ein Grossteil der vorangegangenen Oktoberverluste wieder aufgeholt wurde. Auslöser war dabei keine drastische Verbesserung der Fundamentaldaten, sondern die Tatsache, dass sowohl die Aktien- als auch die Anleihenmärkte kurzfristig überverkauft waren und die Anleger auf eine positive Saisonalität setzten.

Als Manager unseres **All Seasons Fund** sind mir die saisonalen Muster selbstverständlich bekannt, aber ich verlasse mich natürlich nicht unter allen Umständen darauf. Sonst wäre ja jede Fundamentalanalyse überflüssig. Und doch ist der Markt bislang dem saisonalen Muster gefolgt, was mich frustriert, da ich es anders erwartet hätte und sich der **IASF**-Anteilswert durch den jüngsten Rückschlag weiterhin im Korrektur-Bereich befindet.



FTSE Global 100 Index, [investing.com](https://www.investing.com)

Warum erwähne ich das? – Weil Investieren weit mehr ist als eine kompetente Analyse von Fakten und Ereignissen. Sicher, wir können Daten aus der Vergangenheit analysieren und saisonale Muster bestimmen, aber wie die Investmentbranche nicht müde wird, in ihren Haftungsausschlüssen zu betonen, ist die Vergangenheit kein verlässlicher Leitfaden für die Zukunft. Meiner Einschätzung nach sprechen die gegenwärtigen fundamentalen Umstände keineswegs dafür, dass die typischen saisonalen Muster gelten, auch wenn diese bisher wie erwartet eingetreten sind. Und das führt mich zu einer der größten Herausforderungen jedes Portfolio-Managers, nämlich dem Umgang mit dem Einfluss all dessen, was jenseits des Rationalen liegt, d.h. das emotionale Auf und Ab, mit dem Investoren unweigerlich konfrontiert werden.

Wenn man über den Prozess des Investierens spricht, dreht sich das Thema in der Regel um Analysen, Prognosen oder allgemeine Einschätzungen, sei es zu einzelnen Vermögenswerten, ganzen Anlageklassen / Marktsegmenten oder sogar zu ökonomischen, politischen oder gesellschaftlichen Trends und Entwicklungen. Letztere dominieren in der heutigen Zeit, in der ganze Nachrichtensender und eine endlose Reihe von Podcasts und Anlagemedien, ganz zu schweigen von den zahlreichen Analysten der großen Finanzinstitute, damit beschäftigt sind, den Makro-Kaffeesatz zu lesen und sich damit zu beschäftigen herauszufinden was die Zentralbanker (und Politiker) tun oder sagen oder was die verschiedenen (supra-)nationalen statistischen Ämter oder Thinktanks veröffentlichen.





Wie die meisten professionellen Anleger verbringe auch ich viel Zeit damit, das Makroumfeld zu studieren (Motto: "Wir sorgen uns um *Top-Down*"), da ich gelernt habe, dass in unserer Welt der passiv gesteuerten Anlageströme Überraschungen in den Makrodaten zu beachtlicher Volatilität führen können. Und doch weiß ich nach drei Jahrzehnten in diesem Geschäft, dass wir es nicht mit rationalem Anlegerverhalten und effizienten Märkten zu tun haben, und dass der wohl am meisten unterschätzte Faktor die Stimmung bzw. emotionale Befindlichkeit der Anleger ist. Diese Faktoren sind im Bereich der **Behavioral Finance (Verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie)** systematisch untersucht worden.

An den Universitäten lernen wir über den Homo Oeconomicus und den rationalen Investor und jeder Analyst und Kommentator wird sich bemühen, seine Sichtweise auf rationale Weise darzustellen. Wenn es jedoch darum geht, Investitionsentscheidungen zu treffen, bei denen echtes Geld auf dem Spiel steht, können **Emotionen wie Gier und Angst** übermächtig werden. Ich persönlich habe drei Jahrzehnte damit verbracht diese Emotionen im Zaum zu halten und kann doch nicht behaupten, davon völlig unberührt zu bleiben...



@trader\_53, X, 27OCT2022

Ein bekanntes Verhaltensmuster ist der **Herdentrieb**. Die meisten Anleger neigen dazu, der Masse zu folgen und Anlageentscheidungen auf der Grundlage dessen zu treffen, was andere tun oder worüber sie reden, was zu Marktblasen oder Crashes führen kann. Das Phänomen der "*Magnificent Seven*"-Aktien ist auch ein Ergebnis des Herdentriebs - und hierbei beziehe ich mich nicht auf die institutionalisierte Form des passiven Investierens. Persönlich bin ich von diesem Phänomen kaum betroffen, da ich zu konträrem Verhalten neige und Euphorie meide.



Weekly Comics, 20JUN2023





Darüber hinaus gibt es eine ganze Reihe von **kognitiven Verzerrungen**, von denen ich hier drei Beispiele nennen möchte. **Bestätigungsfehler** äussern sich darin, dass Anleger nach Informationen suchen, die ihre bestehenden Überzeugungen bestätigen. Persönlich versuche ich diesem Phänomen entgegenzuwirken, indem ich bewusst nach abweichenden Meinungen zu einer Investitionsidee suche, was einer der Gründe ist, warum ich dazu neige, viel zu lesen. **Übersteigertes Selbstvertrauen** war für mich nie ein Problem, da mein Selbstvertrauen von Beginn an nicht ausgeprägt war und ich vor allem in meinen Anfangsjahren im Investmentgeschäft mit Selbstzweifeln zu kämpfen hatte. **Verankerung** bezieht sich auf die Tendenz, sich bei der Entscheidungsfindung zu sehr auf die erste Information zu verlassen, ein Phänomen, das meiner Meinung nach eher bei nicht professionellen Anlegern auftritt.



[Verlustaversion](#), YouTube, 19FEB2019

Ein weiteres Phänomen der *Behavioral Finance* ist die **Verlustaversion**. Diese beschreibt, dass Anleger in der Regel eine größere Abneigung gegen (potentielle) Verluste haben als gegen Gewinne. Dies kann dazu führen, dass sie an Verlustpositionen festhalten, um die Realisierung dieser Verluste zu vermeiden, selbst wenn es rationaler wäre, zu verkaufen.

Als Investor sehe ich mich von diesem Phänomen auch betroffen, was wohl eine wichtige Rolle dabei gespielt hat, mich als wertorientierten (Value-) Investor und nicht als «Trader» oder Momentum-Investor zu formen. Es mag zudem auch meine konträren Tendenzen miterklären. Diese beiden Anlegereigenschaften tragen nämlich dazu bei, das Verlustpotenzial von vornherein kleiner zu halten, wobei sie auch dazu verleiten, zu früh zu verkaufen.

Verwandt damit ist die **Bedauernsmeidung**, bei der Menschen ihre Entscheidungen mit dem primären Ziel treffen, zukünftiges Bedauern zu vermeiden. Dies kann zu Entscheidungslähmung führen, und ich habe in meiner Laufbahn einige Anleger getroffen, die dieses Verhaltensmuster zeigten. Persönlich habe ich im Laufe der Jahre gelernt damit umzugehen. Dabei ist es hilfreich, wenn man weiß, ob man spekuliert (auf kurzfristiger technischer Basis) oder investiert (auf fundamentaler Basis).

Natürlich bietet dies nur einen begrenzten Einblick in die Wissenschaft der *verhaltensorientierten Finanzmarkttheorie*, und jeder, der daran interessiert ist, dieses Thema weiter zu erforschen, findet eine Fülle von Literatur dazu. Ich persönlich fand Daniel Kahnemans "[Thinking, Fast and Slow](#)" eine großartige Lektüre über die Funktionsweise des menschlichen Geistes und über die Rolle, die Emotionen und Intuition im Vergleich zu rationalen und bewussten Entscheidungen spielen.

Abschliessend bin ich davon überzeugt, dass diese Verhaltensaspekte, die letztlich darauf zurückzuführen sind, dass Anleger mit einem hohen Maß an Unsicherheit über die Zukunft konfrontiert sind, im Anlageprozess leicht unterschätzt werden. Wenn man sich dieser Aspekte bewusst ist und ein entwickeltes Maß an Selbsterkenntnis hat, kann man langfristig bessere Anlageergebnisse erzielen.





Aber auch hier gilt der Unterschied zwischen Theorie und Praxis: Auch nach mehr als drei Jahrzehnten als professioneller Vermögensverwalter finde ich es weiter herausfordernd mich von meinen Verhaltensmustern freizumachen. In der Tat, ohne die emotionalen Aspekte hätte dieses Geschäft wohl schon längst seinen Reiz für mich verloren. Es kann aber auch eine Quelle großer Frustration sein, wenn sich die eigenen Erwartungen und Positionierungen als falsch erweisen und man sich in Phasen befindet in denen nur wenig zu gelingen scheint. Aber das gehört zum Investmentgeschäft dazu und macht aus meiner Sicht auch einen grossen Teil seines Reizes aus.

Nun mag der eine oder andere einwenden, dass dies für den verstärkten Einsatz von Computern im Investmentgeschäft spricht, und KI-Optimisten sehen bereits kommen, dass das menschliche Gehirn und unser Verstand im Investitionsprozess zukünftig völlig überflüssig werden. Ich bezweifle das jedoch ernsthaft. Technologie ist ein wichtiges Instrument zur Unterstützung eines Investmentmanagers, aber ich habe in meiner Zeit zu viele quantitative und computergestützte Modelle gesehen, die eine sichere Sache versprochen und dann doch nicht in der Lage waren, nachhaltige, überdurchschnittliche Anlageergebnisse zu liefern. Deshalb schliessen meine persönlichen Investment Lektionen (s. S. 21) mit Regel Nr. 8 wie folgt ab: *"Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg. Daher beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexibel, sorgfältig, geduldig sowie offen und bedenke, dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist."*

Aber offensichtlich bin ich hier voreingenommen... - quod esset demonstrandum.





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## WENN ALLE NEUIGKEITEN GUTE SIND

Ich kann wohl kaum leugnen, dass mich die diesjährige Aktienmarktentwicklung überrascht hat. Schließlich litten die Aktienkurse im vergangenen Jahr auf breiter Front unter dem inflationsbedingtem Anstieg der Zinssätze. Dieser hat sich in diesem Jahr fortgesetzt, wovon sich die Aktienkurse jedoch entkoppeln konnten. – Das Ausmaß des Renditeanstiegs, den wir seit Ende 2021 erlebt haben, ist in der Grafik auf der rechten Seite dargestellt.



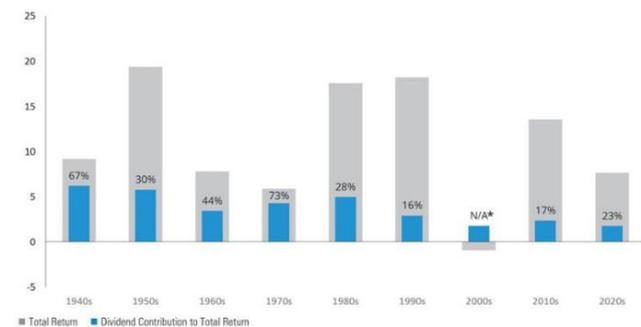
[The Week in Charts](#), Charlie Bilello, 8OKT2023

Während die (Dividenden-)Rendite des S&P500 im Jahresverlauf um 35 Basispunkte anstieg,

- ist die Rendite von US-REITs um 200 Basispunkte gestiegen,
- sind 10-jährige US-Staatsanleihen um 330 Basispunkte geklettert,
- IG-Anleihen (Investment Grade (bewertet)) um 400 Basispunkte,
- 3-monatige US-Treasury Bills und High Yield Bonds um mehr als 550 Basispunkte.

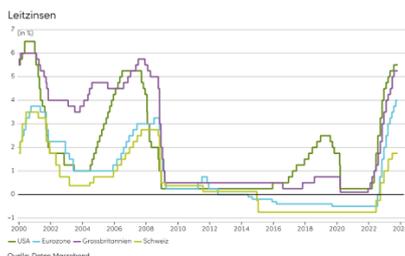
Dabei belegt die Entwicklung der Dividendenrenditen, welche geringe Rolle diese für heutige Anleger spielen. Und wer könnte ihnen das verdenken? Schließlich sind sie darauf konditioniert worden, dass Kurssteigerungen das Investmentergebnis bestimmen, denn in den 2010er Jahren machten Dividenden nur 17% der Gesamterträge aus. In den inflationären 60er und 70er Jahren lag der Dividendenanteil dagegen bei bis zu drei Viertel der Gesamterträge. Ein starker Aktienkursrückgang könnte uns wieder in eine ähnliche Situation bringen...

Dividends' Contribution to Total Return Varies By Decade  
S&P 500 Index Annualized Total Return by Decade (%)



Past performance does not guarantee future results. Indices are unmanaged and not available for direct investment. \* Total return for the S&P 500 Index was negative for the 2000s. Dividends provided a 1.8% annualized return over the decade. For illustrative purposes only. Data Sources: Morningstar and Hartford Funds, 12/22.

Hartfordfunds, 2023 Insight, [The Power of Dividends](#)



LLB-Investmentforum, 7NOV2023

Unabhängig davon möchte ich hier daran erinnern, dass eine der Hauptursachen für steigende Vermögensbewertungen in den 10er Jahren die gegen Null gesunkenen Zinsen (und damit risikofreie Opportunitätskosten) waren sowie die preisempfindlichen Wertschriftenkäufe durch die Zentralbanken. Die Umkehr dieser Trends hat bislang jedoch keinen entsprechenden Effekt auf die Bewertungen gehabt. – Ist das nicht erstaunlich?



Mit anderen Worten: Als die kurzfristigen Zinsen bei 0% lagen wurden Anleger in risikoreicheren Aktien mit einer langfristigen durchschnittlichen Gesamtrendite von ca. 8% p.a. großzügig für das in Kauf genommene höhere Risiko (8%ige Risikoprämie) belohnt. Nun aber, da die kurzfristigen (risikofreien) Zinssätze in Richtung 4-5% gestiegen sind, hat sich diese Risikoprämie mehr als halbiert. Und das soll keine Auswirkungen auf die langfristige Nachfrage der Anleger haben?

Gleichzeitig gaben die Zentralbanken Billionen für Wertpapierkaufprogramme aus, wodurch sie effektiv (und c.p.) eine signifikante Quelle neuer (und preisunempfindlicher) Nachfrage nach Finanzanlagen schufen, was wiederum zum Anstieg der Aktienkurse beitrug.

**Exhibit 17: Quantitative tightening may have taken a backseat in recent months, but is still very much in vogue**  
Unsupportive policy: major economies central banks' balance sheet



BofA Global Proprietary Signals, 20OKT2023



Bild von MacroTourist, 23JUL2020

Nun, da die Zentralbanken ihre Bilanzen wieder verkürzen und die Käufe zu Verkäufen wurden, ist diese Quelle der Nachfrage nach Finanzanlagen nicht nur verschwunden, sondern hat sich in eine neue Quelle des zusätzlichen Angebots verwandelt. – Auch dies soll keine Auswirkungen auf die Preise von Finanzanlagen haben? – Kommt Ihnen, liebe Leser, das nicht zu "optimistisch" vor?

Dies ist nur einer der Gründe, warum ich – wie viele meiner fundamental orientierten Berufskollegen – über die Reaktion der Aktienmärkte auf dieses veränderte Umfeld verwundert bin. Nun könnte man argumentieren, dass die festen Aktienmärkte in diesem Jahr auf ein stärker als erwartetes Wirtschaftswachstum zurückzuführen sind, das sich bisher angesichts der steigenden Finanzierungskosten als überraschend widerstandsfähig erwiesen hat. Meine eigene Interpretation, die in [SR-2023/03](#) (S. 11 ff.) ausführlicher dargelegt wurde, weist darauf hin, dass die Zeitspanne zwischen dem Anstieg der Zinssätze und der daraus zu erwartenden Kreditverteuerung und Kontraktion der Kreditvolumina ausgedehnt wurde, da der private Sektor während der COVID-Jahre mit ihren ultraniedrigen Zinssätzen das Fälligkeitsprofil seiner bestehenden Schulden vorausschauend verlängert hat. Dies bedeutet jedoch lediglich, dass sich die kontrahierende Wirkung auf das Wirtschaftswachstum verzögert hat.

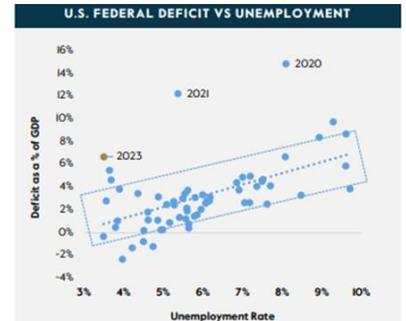




# Incrementum All Seasons Fund

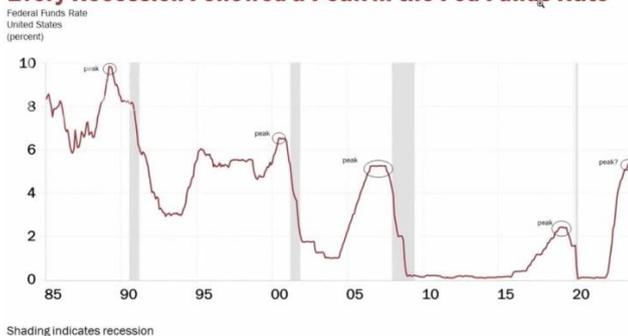
- in pursuit of real returns -

Zudem hat nicht nur die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) festgestellt, dass Regierungen in aller Welt "die Grenzen dessen, was man die Region von Stabilität nennen könnte, austesten" (FT, 25JUN2023), indem sie inmitten eines Wirtschaftsbooms eine zu lockere Fiskalpolitik betreiben. Das Schaubild auf der rechten Seite verdeutlicht dies sehr gut, und ich bin davon überzeugt, dass diese Art von Ausreißer-Defiziten sich als nicht nachhaltig herausstellen wird.



Carlyle 2023 Global Investor Conference

### Every Recession Followed a Peak in the Fed Funds Rate



Shading indicates recession

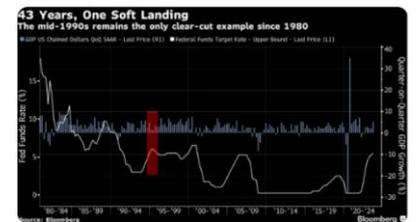
David Rosenberg auf Thoughtful Money, 16NOV2023

Nun da sich die Dynamik des jüngsten fiskalischen Impulses abschwächt und die Auswirkungen der Zinserhöhungen zunehmend spürbar werden, stellt sich die Frage, ob die Welt nicht auf eine Rezession zusteuert? – David Rosenberg hat kürzlich in einem Interview auf dem YouTube-Kanal "Thoughtful Money" gezeigt, dass auf Zinsspitzen in der Vergangenheit in der Regel eine Rezession folgte.

Dennoch wird derzeit jede negative Wirtschaftsnachricht als ein Schritt in Richtung einer sanften Landung angesehen, die sich gemäss David in der Vergangenheit jedoch fast immer als Vorläufer einer Rezession erwiesen hat. Die einzige Ausnahme war Mitte der 90er Jahre, als die Greenspan-Fed die Zinssätze unerwartet und schnell anhub. Dies führte zum ersten ernsthaften Anleihen-Bärenmarkt, den ich persönlich als Neuling im Portfoliomanagement der DB in Düsseldorf miterlebte, und der für eines der schlechteren Performance-Jahre in meiner Karriere verantwortlich war, obwohl wir damals keine Rezession erlebten.



"That soft landing came while globalization was taking hold as the Clinton administration feasted on the "peace dividend" from the end of the Cold War and moved the federal budget into surplus. None of those things apply now, so a soft landing looks implausible." via @johnaunthers for BBG



5:48 PM · Nov 16, 2023 · 134.6K Views

@chigr1, X, 16NOV2023



@jsblokland, X, 7NOV23

Meine deutschen Leser wird derweil interessieren, dass sich kein Ende der Schwäche in der deutschen Industrie abzeichnet, liegt doch die Industrieproduktion inzwischen unglaubliche 17% unter dem Trend der 2010er Jahre, was einem Produktionsausfall von über hundert Milliarden Euro entspricht. Aber das hat den DAX nicht davon abgehalten, sich wieder seinen Allzeithochs zu nähern... – Jede Nachricht scheint eben eine gute zu sein.

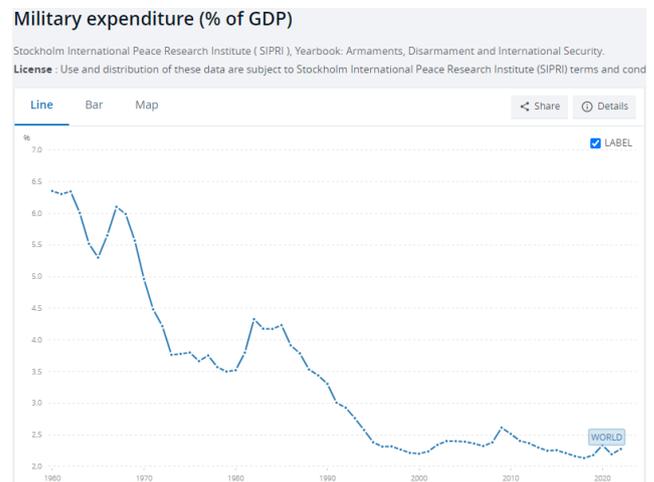


Ebenso scheint die geopolitische Front, die seit Jahrzehnten nicht mehr so schlecht ausgesehen hat, von den Anlegern weitestgehend ignoriert zu werden. Der globale Machtkampf zwischen den USA und China hat die Beziehungen schon seit Jahren belastet, und ich sehe keinen Grund für eine Umkehr dieses Trends. Infolgedessen werden die Vorteile der Globalisierung, des Freihandels und der Nutzung komparativer Kostenvorteile sowie der Spezialisierung durchwachsende Handelshemmnisse und einen Post-Covid-Trend zur Rückverlagerung von Produktionsstätten (Reshoring) zunehmend ausgehöhlt. Dies ist ein strukturell inflationärer Prozess.

Schlimmer noch, die Welt scheint ein immer feindseligerer Ort geworden zu sein, wo die Zahl der militärischen Konflikte zunimmt. Russlands Krieg gegen die Ukraine befindet sich bereits im zweiten Jahr und die Front hat sich verhärtet, da Russlands größere Armee durch die Lieferung moderner Waffen durch die USA und ihre westlichen Verbündeten an die Ukraine in Schach gehalten wird und ernsthafte Bemühungen um eine politische Entschärfung schmerzlich vermisst werden.

Was zu Beginn noch Schrecken auslöste, ist inzwischen zum Hintergrundgeräusch geworden, da sich die Aufmerksamkeit auf den Konflikt zwischen Israel und der Hamas verlagert hat. Am 25. Oktober las ich einen interessanten Kommentar von Ian Bremmer zur Situation mit dem Titel "[What should Israel do next?](#)", und zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Zeilen ist klar, dass Israel mit der Bodeninvasion in Gaza begonnen hat, vor der Ian warnte, dass sie kontraproduktiv sei. Es bleibt abzuwarten, wie sich dieser Krieg weiterentwickelt, aber die Situation ist nach wie vor instabil und könnte eskalieren.

All das hat eine weltweite Erhöhung der Militärausgaben zur Folge. Im Verhältnis zum BIP waren die Militärausgaben in der zweiten Hälfte des letzten Jahrhunderts rückläufig, was gemeinhin als *Friedensdividende* bezeichnet wird, bevor sie in den letzten zwei Jahrzehnten ihren Tiefpunkt erreichten. Nun scheint sich der Trend umzukehren. Militärausgaben sind außerdem von Natur aus inflationär und stellen einen weiteren strukturellen Nachfragefaktor für Rohstoffe dar, wie übrigens auch die politisch motivierte Energiewende in den westlichen (fortgeschrittenen) Volkswirtschaften.



Daten der [World Bank / SIPRI](#)





[BBC](#), 15FEB2022

So wurden bereits und werden weiterhin Billionen für die Förderung und Subventionierung grüner Energiequellen und für die Verbesserung und Erneuerung des Stromnetzes mit dem Ziel ausgegeben, einen größeren Anteil intermittierender Energiequellen nutzen zu können. Die Finanzierung wird eine Herausforderung sein, und die Auswirkungen auf die globalen Emissionswerte und damit auf das Weltklima sind zumindest umstritten.

Da ich über dieses Thema bereits in früheren Ausgaben geschrieben habe, erspare ich Ihnen eine Wiederholung. Stattdessen empfehle ich Ihnen, [Robert Friedland](#), dem Gründer und Co-Vorsitzenden von Ivanhoe Mining, zuzuhören, der kürzlich als Hauptredner auf dem *The Northern Miner's Canadian Mining Symposium* in London, Großbritannien, [seine gewohnt offenen Ansichten zu Themen wie grüne Energie, Elektrifizierung, Metallknappheit und mehr](#) (in englischer Sprache) darlegte. - Es lohnt sich, 40 Minuten darauf zu verwenden, und ein bemerkenswertes Zitat für Investoren war sicherlich: *"Alle Bergbauunternehmen der Welt machen weniger als 1% des S&P500 aus..."*

Im Moment wird dies von kurzfristigen zyklischen Trends und der Erwartung überlagert, dass wir die Inflationsspitze der letzten Jahre bald hinter uns gelassen haben und wieder ein Goldlöckchen-Umfeld genießen können, in dem die Umstände immer perfekt sind. Wir bei **Incrementum** glauben das nicht. Stattdessen sind wir davon überzeugt, dass wir in eine Periode eines neuen Anlageparadigma eingetreten sind, in der Anleihen und Aktien keine angemessene Diversifizierung mehr bieten und Sachwerte wieder in den Vordergrund rücken werden. Dies ist nicht zuletzt auch auf die wachsende Schuldenlast zurückzuführen - ein Thema, zu dem ich zuletzt in den [SR-2023/03](#) aber auch früheren Ausgaben ausführlich Stellung bezogen habe - sowie die Tatsache dass die Welt ihre Grundbedürfnisse an Rohstoffen decken muss, während gleichzeitig der Inflationsdruck die Papierwährungen zunehmend entwertet. Aber dies wird ein jahrzehntelanger Prozess sein, der wie immer von einigen Auf und Abs geprägt sein wird.

Damit kommen wir zu den letzten Kapiteln dieses Berichts, nämlich zu den Erwartungen für den Rest des Jahres und für das nächste Jahr, zu unseren Investitionen in diesem schwierigen Umfeld und zur Entwicklung des **IASF** in jüngster Zeit.





## FINANZMÄRKTE UND IASF AUF DER ZIELGERADEN 2023

Das vorangegangene Kapitel deutet bereits an, dass für den **IASF** in diesem Jahr nicht alles nach Plan gelaufen ist. Doch bevor wir uns mit dem Finanzmarkt sowie Performance und Positionierung des **IASF** befassen, BEACHTEN SIE BITTE FOLGENDES:

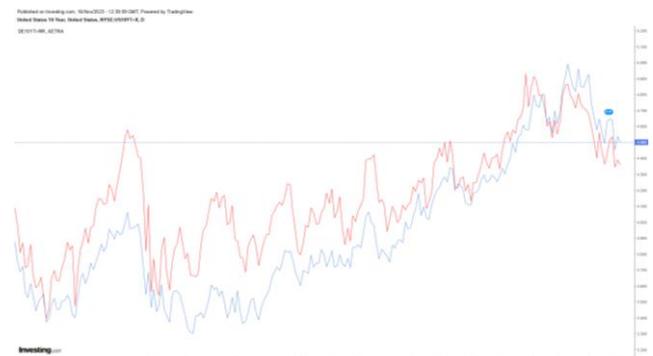


Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten, Analysen und Prognosen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und spiegeln die Meinung des Autors wider. Alle Informationen wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für deren Richtigkeit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

Hier angekommen ist es bereits Mitte November, und wir haben gerade das erlebt, was die FT einen "**nahezu perfekten Inflationsbericht**" in den USA nannte, der die Preise von Finanzanlagen nach einem kräftigen Sprung von den Oktobertiefs weiter in die Höhe schnellen ließ. Infolgedessen haben sich die weltweiten Aktien, die im FTSE Global 100 Index abgebildet sind, in letzter Zeit wieder den Höchstständen dieses Jahres genähert. Gleichzeitig haben die Anleiherenditen gegenüber ihren Spitzenniveau vom Oktober um ca. 10% nachgegeben.



FTSE Global 100, [investing.com](https://www.investing.com), 16NOV2023



US- and DE-10j. Staatsanleihen-Rendite, [investing.com](https://www.investing.com), 16NOV2023

Das Ausmaß und die Heftigkeit der jüngsten Aktienmarkt-Rally haben uns zweifellos überrascht. An einem Tag sah es aus, als ob die Aktien den gleitenden 200-Tage-Durchschnitt zu durchbrechen bereit wären, und zwei Wochen später flirteten sie wieder mit den Jahreshöchstständen. Und obwohl sich die Wirtschaft alles in allem besser entwickelt als zu Beginn des Jahres erwartet, haben die Opportunitätskosten in Form der Höhe des risikofreien Zinssatzes ebenfalls nach oben überrascht, so dass man im Grunde genommen bestenfalls einen stagnierenden Markt hätte erwarten können. Aber es scheint, dass die Gier (oder FOMO, d.h. die Angst, etwas zu verpassen) weiterhin die Anlegerstimmung dominiert.



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Folglich befinden sich die großen Aktienindizes im Hausse-Modus, angeführt vom S&P 500 (+17,3%), während der STOXX 600 um 6,5% zulegen konnte. Beide wurden jedoch vom Nasdaq 100 (+45%) und insbesondere von den Glorreichen 7 («Magnificent 7»: AAPL, AMZN, GOGL, META, MSFT, NVDA, TSLA) übertroffen, die sich auf gleichgewichteter Dollarbasis in diesem Jahr rund verdoppelt haben.



John Authers, [Points of Return](#), Bloomberg, 16NOV2023

Dies steht offensichtlich im Widerspruch zu unserer Erwartung, dass steigende Zinsen und eine strukturell höhere Inflation zu einer Umschichtung von wachstumsstarken und langlaufenden Vermögenswerten in Value- und Hard Assets führen werden. Das typische Argument zur Rechtfertigung dieses erneuten Ansturms auf Big-Tech ist, dass *"die größten Tech-Unternehmen in einer starken Wettbewerbsposition sind und immer noch wachsen"* ([Points of Return](#), Bloomberg, 16NOV2023).

Dazu braucht es wohl eine rosa-rote Brille, wenn z.B. die Apple-Aktie um 45% gestiegen ist, während ihre Bewertung um 50% zugenommen und das Unternehmen im vergangenen Jahr rückläufige Umsätze verzeichnet hat. Oder wenn der Nettogewinn von Tesla im 3Q im Vergleich zum Vorjahr um 44% eingebrochen ist, sich die Aktien des Unternehmens in diesem Jahr aber verdoppelt haben. - Und habe ich den Anstieg der Zinssätze erwähnt?



Source: [Hedgeye](#)



Kuppy  
@hkuppy

I created this useful decision tree to improve everyone's performance numbers...



5:47 PM · Nov 7, 2023 · 167.3K Views

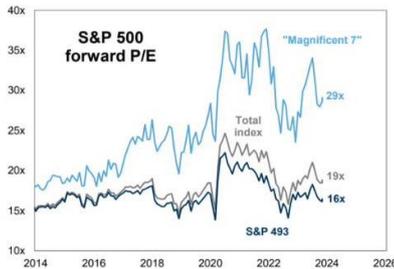
@hkuppy, [X](#), 7NOV23

Elon Musk wies in der Tesla-Quartalskonferenz am 18.10. genau darauf hin: *"Ich bin besorgt über das hohe Zinsumfeld, in dem wir uns befinden. ... Wenn die Zinsen hoch bleiben oder sogar noch höher steigen, wird es für die Leute noch schwieriger das Auto zu kaufen. Sie können es sich einfach nicht leisten."* - Die Aktie fiel daraufhin um 20%, hat seitdem aber den gesamten Verlust wieder aufgeholt. - Dies sind einige Beispiele dafür, dass man die Bewertung der Glorreichen 7 durchaus kritisch sehen kann. Als Value-Investoren bleibt uns damit nur eine Option im Entscheidungsbaum von Kuppy (HF-Manager Harris Kupperman), die sich im Laufe des kommenden Jahres auszahlen sollte.





Exhibit 30: Magnificent 7 vs. rest of S&P 500 NTM P/E

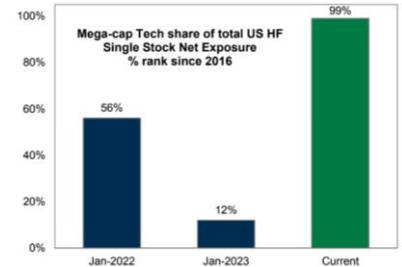


Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

@albertedwards99, X, 16NOV2023

Natürlich gab es auch gute Ergebnisse bei den Mag 7, aber es bleibt festzuhalten, dass die Fundamentaldaten mit dem Bewertungsanstieg nicht mithalten. Wie «heiß» diese Aktien derzeit sind, zeigt nicht nur die Auflegung neuer gehebelter Aktien-ETFs auf Tesla oder Nvidia.

Exhibit 32: Hedge fund positioning in mega-cap tech is now back at record highs



Source: GS Prime Services, Goldman Sachs Global Investment Research

@dailychartbook, X, 16NOV2023

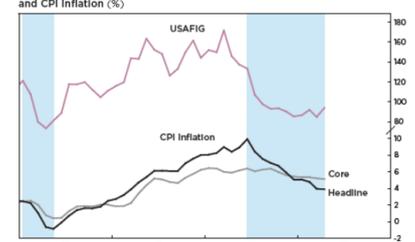
Als regelmässige Leser mögen Sie argumentieren, dass dies eine wiederholte Rechtfertigung dafür ist, dass wir diese Aktien meiden bzw shorten, was in diesem Jahr unser Ergebnis negativ betroffen hat. Aber wir sind fundamental orientierte Anleger und finden es daher schon seit einigen Jahren unmöglich, die Mag 7 oder den breiteren Nasdaq-Index zu kaufen. Jeder, der uns schon länger verfolgt, weiß, dass der **IASF** selten ohne Nasdaq-Shorts auskam, und obwohl uns das manchmal Performance gekostet hat (z.B. 2021 und 2023), hat es uns auch geholfen den Covid-Crash von 2020 abzufedern sowie ein hervorragendes Ergebnis für 2022 zu erzielen. Dass unser Timing verbesserungswürdig ist, ist daher nichts Neues.

Langfristiger Anlageerfolg hängt für uns ebenso sehr von der Analyse des makroökonomischen Umfelds ab wie von der Wahl einer Portfoliozusammensetzung, die in diesem Umfeld gedeihen kann. Das bedeutet jedoch nicht, dass wir keine Timing-Probleme kennen oder gar teilweise mit unserer Allokation oder einzelnen Anlageentscheidungen schlicht falsch liegen. Hier gilt es zu bedenken, dass a) dies immer erst im Nachhinein festgestellt werden kann und b) die langfristigen Ergebnisse für die Anleger entscheidend sind. Ich persönlich bin wohl am meisten frustriert, wenn sich meine Anlageentscheidungen nicht wie erwartet entwickeln, aber in der Mehrzahl der Fälle tun sie das schon.

Daher erwarte ich, dass die Aktienmärkte trotz des vorgezogenen saisonalen Aufschwungs nur schwerlich weiter steigen werden, da sich der wirtschaftliche Ausblick eintrübt, während ein weiterer Rückgang der Inflationsraten nicht gewährleistet ist. So wies Lakshman Achuthan, Mitbegründer des **ECRI**, in seinem US Cyclical Outlook (und einer **Macro Voices**-Präsentation) darauf hin, dass der vorausschauende Inflationsindikator des ECRI in letzter Zeit wieder aufwärtsstrebt. Gleichzeitig hält sich der Index der rigiden («sticky») Preiskomponenten der Fed hartnäckig bei 3,5-4% und das Lohnwachstum hat sich bei über 5% stabilisiert.

### Inflation to Stay Sticky

Chart 1: U.S. Alternative Future Inflation Gauge (2003=100) and CPI Inflation (%)



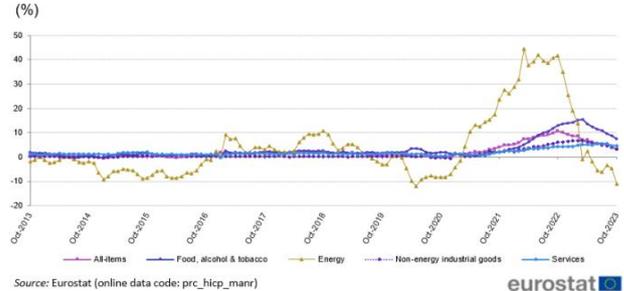
Shaded areas represent U.S. inflation cycle downturns. Shifting Cycle Risk, ECRI, 13NOV2023





Nicht viel anders ist die Situation in Europa, wo die Wirtschaft am Rande einer Rezession steht, während die Inflationsraten zwar zurückgehen, aber immer noch zu hoch sind, und das Lohnwachstum langsamer sinkt. Der jüngste Rückgang der Inflationsrate ist größtenteils auf den drastischen Verfall der Energiepreise zurückzuführen, die jedoch nicht mehr viel weiter sinken dürften.

Euro area annual inflation and its main components, October 2013 - October 2023 (%)



Source: Eurostat (online data code: prc\_hicp\_manr)

eurostat

Inflation in der Eurozone, Eurostat, 17NOV2023

Consumer price index (2020 = 100)  
Change on the previous year in %



© Statistisches Bundesamt (Destatis), 2023

Verbraucherpreise (CPI), Statistisches Bundesamt, Oct2023

Die EZB will daher eine Zinssenkung erst dann in Erwägung ziehen, wenn die Inflation dauerhaft auf 2% oder darunter gesunken ist. Eine solche Entwicklung sehen wir als unwahrscheinlich an, weshalb auch der Kauf langfristiger Staatsanleihen unattraktiv ist. Denn 10-jährige deutsche Bundesanleihen rentieren mit derzeit 2,55% immer noch unter dem jüngsten Anstieg der Verbraucherpreise (3,8%).

Generell ist es schwer attraktive Anleihen zu finden, und persönlich bezweifle ich, dass der Höhepunkt des derzeitigen langfristigen Zinszyklus hinter uns liegt. Dieser Einschätzung wird oft mit dem Argument begegnet, dass eine bevorstehende Rezession die Nachfrage so weit reduziert, dass die Inflation wieder unter die angestrebte 2%-Marke sinkt. Aber ein derartiges Umfeld rückt die Frage nach der allgemeinen Kreditwürdigkeit einzelner Länder in den Vordergrund und müsste m.E. mit höheren Risikoprämien langfristiger Anleihen einhergehen. (Bridgewater-Gründer Ray Dalio hat sich zu diesem Thema zuletzt in einem CNBC-Interview ([hier](#)) geäußert.)

Angesichts all dessen sowie des jüngsten Preisanstiegs an den Finanzmärkten erscheint mir ein positiver Ausblick nicht gerechtfertigt. Stattdessen erwarte ich im Verlauf des Jahres und vor allem für 2024 schwierigere Marktbedingungen, da Aktien überteuert und die Anleiherenditen bestenfalls als neutral einzustufen sind. Das diese Meinung auch von Managern wie Warren Buffet geteilt wird, lassen die [rekordhoch gefüllten Kassen von Berkshire Hathaway](#) zumindest vermuten.

Oder wie Stanley Druckenmiller im [Robin Hood NYC 2023 Fireside Chat](#) mit Paul Tudor Jones zuletzt feststellte: "Ich weiß nicht, was wir beim 20-fachen des Gewinns machen... - der Markt liegt 20% über seiner normalen Bewertung, und dies trotz aggressiver Fiskalpolitik, Lieferkettenproblemen sowie der schlimmsten geopolitischen Lage, die ich in meinem Leben gesehen habe... - nicht gerade ein Umfeld, das dazu anregt, 20-30% über dem fairen Wert für Aktien zu zahlen." (meine Übersetzung) - Amen!





# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

## IASF-PORTFOLIO – EIN ÜBERBLICK

Wie die nachstehende Tabelle zeigt, waren die Ergebnisse der ersten zehn Monate des Jahres 2023 für den **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** insgesamt recht zufriedenstellend, mit einer Rallye zu Beginn des Jahres, gefolgt von einer Korrektur von April bis Juni und einer anschließenden Erholung bis Ende Oktober. (Solch eine holprige Wertentwicklung ist keineswegs unüblich, weshalb wir stets den langfristigen Charakter dieses Anlageinstruments betonen).

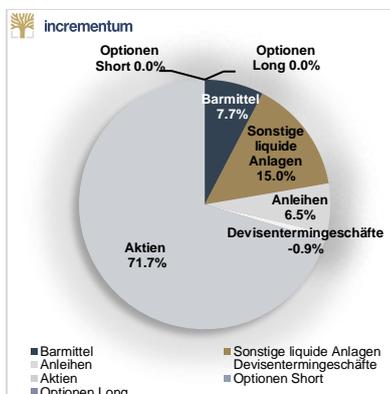
	EUR-I	EUR-R	EUR-V	CHF-I	CHF-R	USD-I
<b>Aktueller Anteilswert:</b>	<b>175.81</b>	<b>170.88</b>	<b>107.10</b>	<b>169.25</b>	<b>104.06</b>	<b>188.16</b>
<b>Performance Oktober:</b>	-1.02%	-1.07%	-1.10%	-1.19%	-1.19%	-0.85%
<b>Performance 2023:</b>	<b>6.28%</b>	<b>5.95%</b>	<b>5.62%</b>	<b>4.85%</b>	<b>3.87%</b>	<b>8.57%</b>
<b>Seit Auflegung p.a.:</b>	13.96%	14.30%	5.17%	12.96%	N.A.	15.77%

Seitdem ist der **IASF** jedoch auf ein Luftloch gestoßen, was bislang (**per 17.11.**) einen erneuten NAV-Rückschlag von ca. 4,5% im November zur Folge hatte. - Was waren die Gründe dafür?



Zum einen hat der Ölpreis im November ca. 10% verloren und Brent-Öl liegt nun 18% unter seinem September-Hoch sowie 42% unter dem 2022er Hoch. Dies hat zu Kursverlusten im **ENERGIE**-Sektor geführt und auch die **SCHIFFFAHRT** tendierte leichter. Die Verluste in diesen beiden Sektoren wurden jedoch durch Gewinne im restlichen Portfolio weitgehend ausgeglichen.

Unsere Risiko-Management-Positionen (Short-Positionen im Nasdaq 100 und S&P 500 sowie Long VIX-Futures) kamen uns unterdessen teuer zu stehen (-2,6%). Unsere Edelmetall-ETFs und XAG-Bestände trugen weitere 0,4% zum Rückgang bei. An der Devisenfront sorgten ein schwacher USD (-0,5%), JPY (-0,25%), CAD (-0,2%) und NOK (-0,1%) ebenfalls für Gegenwind.



Die Bruttoaktienquote des **IASF** hat sich per 17. November um rund 10%-Punkte im Vergleich zum letzten Bericht erhöht. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass wir die Schwäche in einigen unserer bevorzugten Aktienthemen zu Nachkäufen genutzt haben, während unsere Liquidität durch Margin-Zahlungen reduziert wurde.

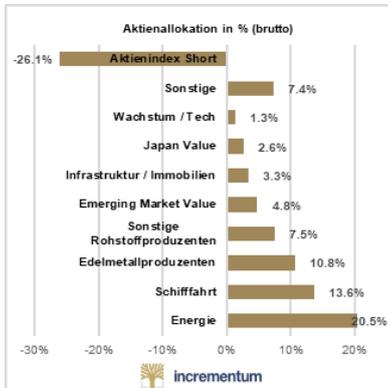
Die Allokation in festverzinslichen Wertpapieren blieb weitgehend unverändert, da wir aus Bewertungsgründen wenig Grund für eine Erhöhung der Allokation sehen.





# Incrementum All Seasons Fund

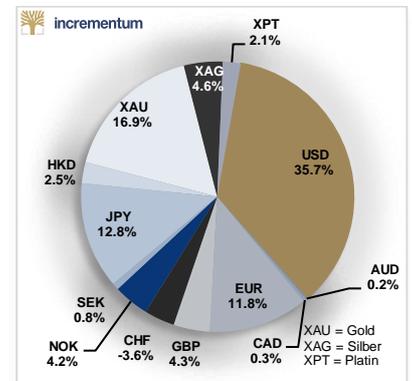
- in pursuit of real returns -



Die Erhöhung der Aktienallokation kam vor allem den Themen **ENERGIE** (+2,3%), **SCHIFFFAHRT** (+2,4%), **EDELMETALLPROD.** (+2,9%), **EM VALUE** (+1%) und **SONSTIGE** (+2%) zugute, während das Engagement in **INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN** und **JAPAN VALUE** leicht reduziert wurde. Die übrigen Themen blieben weitgehend unverändert.

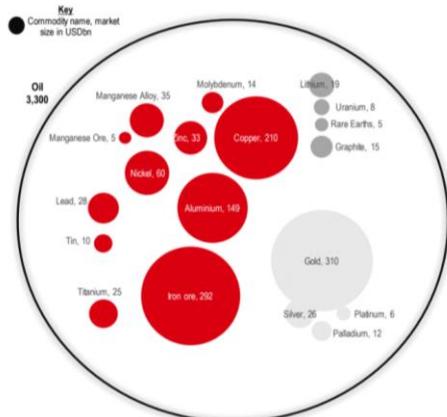
Die Nettoaktienquote erhöhte sich ebenfalls um ca. 10% und zum jetzigen Zeitpunkt sind keine neuen Anlagethemen in der Pipeline.

Auf der Devisenseite stieg die USD-Allokation (auf Look-Through-Basis) um etwa 11% an, während das EUR-Engagement um ca. 20% sank. Die JPY-Allokation stieg aufgrund eines Long JPY-/Short CHF-Forward um 7%, was unsere Allokation zur unterbewerteten japanischen Währung erhöht. Die Goldallokation stieg derweil um ca. 3%. - Wir hatten zwar eine stärkere Absicherung des USD gegen den EUR erwogen, hielten dies aber für verfrüht da wir einen erneuten USD-Anstieg zum Jahresende und ins 1. Quartal für wahrscheinlich erachten.



Einige Anleger werden hier möglicherweise feststellen, dass das Portfolio in seiner derzeitigen Zusammensetzung - insbesondere auf der Aktienseite - zu empfindlich auf den Wirtschaftszyklus reagiert. Dieses Argument kann man sicherlich vorbringen.

1.30. The size of the oil market is significantly larger than other commodities



Source: Bloomberg, HSBC

M\*tourist Private Feed Recap, 14SEP2023

Aber als Investoren haben wir einen längerfristigen Anlagehorizont und sehen aufgrund der sich entwickelnden Angebotslücke keinen Grund, unsere Allokation zum Thema **ENERGIE** als unserem größten Anlagethema zu ändern.

Da ich dieses Thema jedoch bereits in früheren Ausgaben ausführlich erörtert habe, werde ich das Argument hier nicht wiederholen, sondern Sie auf die **IASF / Seasonal Reflections** in unserem **Journal** verweisen.

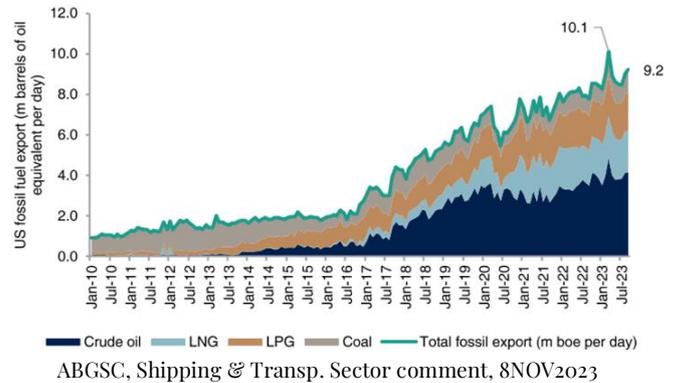


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

Und Energiewende hin oder her, das größte und mächtigste Land der Erde hat ein klares wirtschaftliches Interesse daran, seine jüngste Erfolgsbilanz als kritischer Energieexporteur auszubauen.

Die finanzielle und militärische Unterstützung für die Ukraine in ihrem Krieg gegen Russland sowie die Sanktionierung des Exports fossiler Brennstoffe aus Russland nach Europa hat den USA eine neue und wachsende Nachfragequelle für ihre eigenen Energieexporte eröffnet. Letztere haben sich schon in den vergangenen Jahren zu einer wichtigen Quelle für Exporteinnahmen entwickelt, und wir gehen davon aus, dass dieser Trend anhalten wird.



Dividend Yld	P/E Ratio	P/B Ratio	EV/Sales	EV/EBITDA	EBITDA/Interest
9.02%	7.36	1.14	2.11	4.87	15.81

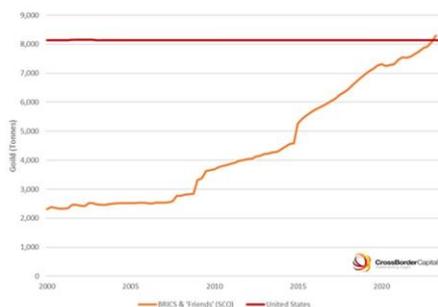
Die **SCHIFFFAHRT** hat sich derweil zum Value Case entwickelt (s. nebenstehende Tabelle).

Die Bilanzen des Sektors sind die stärksten, die wir seit Jahrzehnten gesehen haben, und die Frachtraten im Tanker- und Schüttgutsektor liegen weiterhin auf einem sehr attraktiven Niveau.

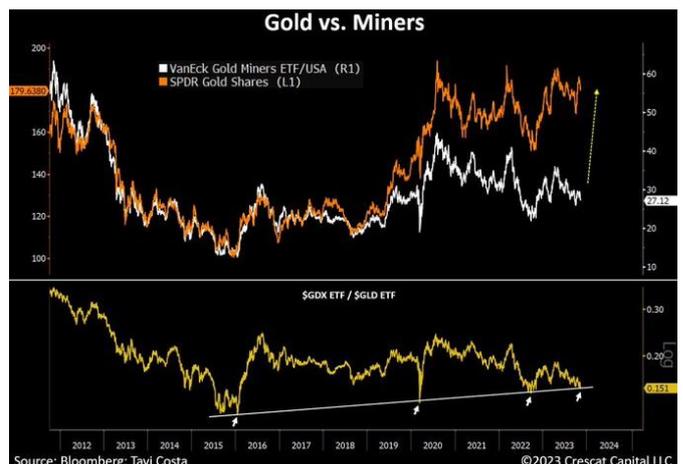
Auch die **EDELMETALLPRODUZENTEN** bleiben attraktiv und niemand kann die Argumente für den Sektor besser darlegen als mein geschätzter Kollege und **Incrementum**-Partner Ronni Stoeferle, der vergangenen Woche in Zürich eine Grundsatzrede zu diesem Thema gehalten hat, die Sie [hier](#) finden.



## Official Gold Reserves: BRICS & 'Friends' Vs USA



@jsblokland, X, 23OCT2023



@TaviCosta, X, 12NOV2023

Darin wird nicht nur überzeugend dargelegt, wie Gold seinen Status als internationale Währungsreserve wiedererlangt, obwohl es überwiegend im Osten und nicht im Westen gekauft wird,



# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

sondern auch, wie die Performance der Goldminengesellschaften in letzter Zeit hinter der des gelben Metalls zurückgeblieben ist. Auch hier bleiben wir vom langfristig positiven Ausblick überzeugt.

## **SCHLUSSBEMERKUNG: DIES IST KEINE ANLAGEBERATUNG!**

Als Autor dieses Newsletters und verantwortlicher Fondsmanager des Incrementum All Seasons Fund muss ich die Leser darauf hinweisen, dass alle in diesem Bericht geäußerten Ansichten, insbesondere diejenigen, die sich auf die einzelnen Anlagen oder die Anlagestrategie des Fonds beziehen, voreingenommen und nicht auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Und obwohl ich diesen Kommentar mit Sorgfalt verfasse, kann ich nicht für die Richtigkeit jeder hier gemachten Aussage einstehen. Seasonal Reflections werden nur zu Informations- und Unterhaltungszwecken an registrierte Abonnenten herausgegeben und dürfen nicht als Versuch gesehen werden, für eine Investition in einzelne Wertpapiere oder in den Incrementum All Seasons Fund zu werben. Wenn Sie also Anlageideen oder Ratschläge suchen, wenden Sie sich immer an einen zugelassenen Anlageexperten! Und denken Sie daran, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Garantie für künftige Erträge ist und dass alle Investitionen mit Risiken verbunden sind, einschließlich des Verlusts des Kapitals.

Wie üblich schließen wir mit einem AuM-Chart des **IASF**, die in diesem Jahr um 60% auf 171 Mio. EUR (31.10.) gestiegen sind.



Wenn ich unser **IASF**-Projekt Revue passieren lasse, kann ich ohne Übertreibung sagen, dass ich in den letzten Jahren alles dafür gegeben habe. Ich freue mich über die Entwicklung und darüber, dass unsere Gründungsinvestoren dabei solide Renditen erzielt haben. Ihre Unterstützung war entscheidend, um den **IASF** auf den Weg zu bringen, und dafür werde ich Ihnen immer dankbar sein.

Unsere neueren Anleger kann ich nur noch einmal daran erinnern, dass Investieren ein langfristiges Unterfangen ist welche Geduld erfordert. Und ich versichere Ihnen, dass ich fest entschlossen bin unser Versprechen realer Kaufkraftgewinne auch weiterhin einzulösen und damit zu beweisen, dass aktives Portfoliomanagement seinen Preis wert ist.

Wie immer freue ich mich über Rückmeldungen der Leserinnen und Leser [per E-Mail](#) und danke Ihnen allen für Ihr Interesse und unseren Investoren für ihr Vertrauen und ihre Unterstützung.

Viele Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

Mit freundlichen Grüßen,

**Hans G. Schiefen**  
Partner & Fund Manager  
Incrementum AG

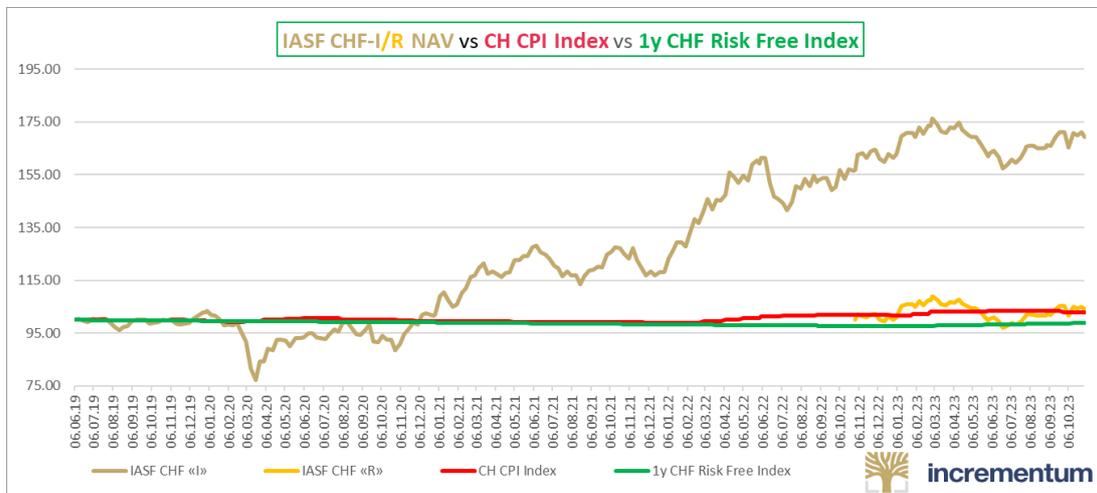
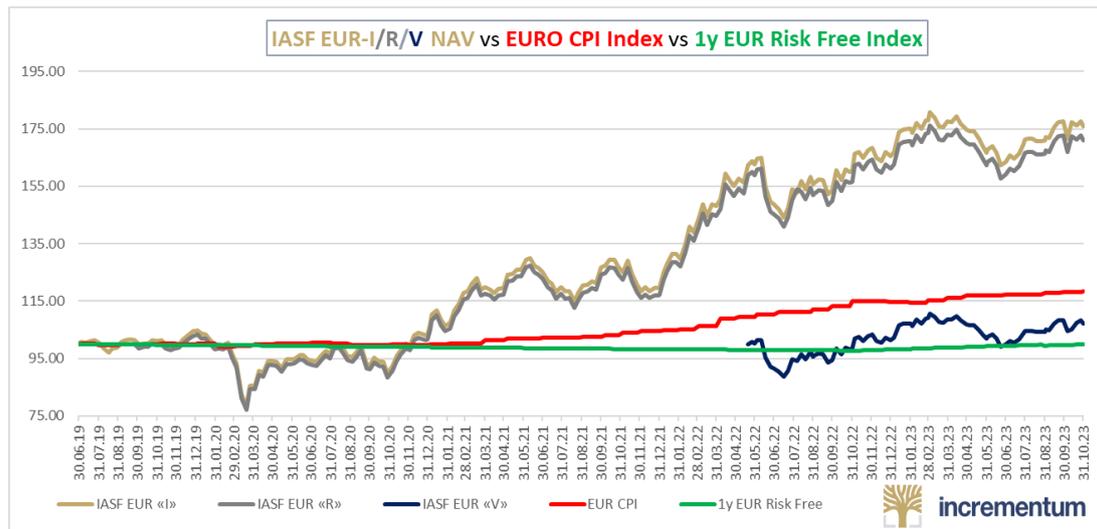
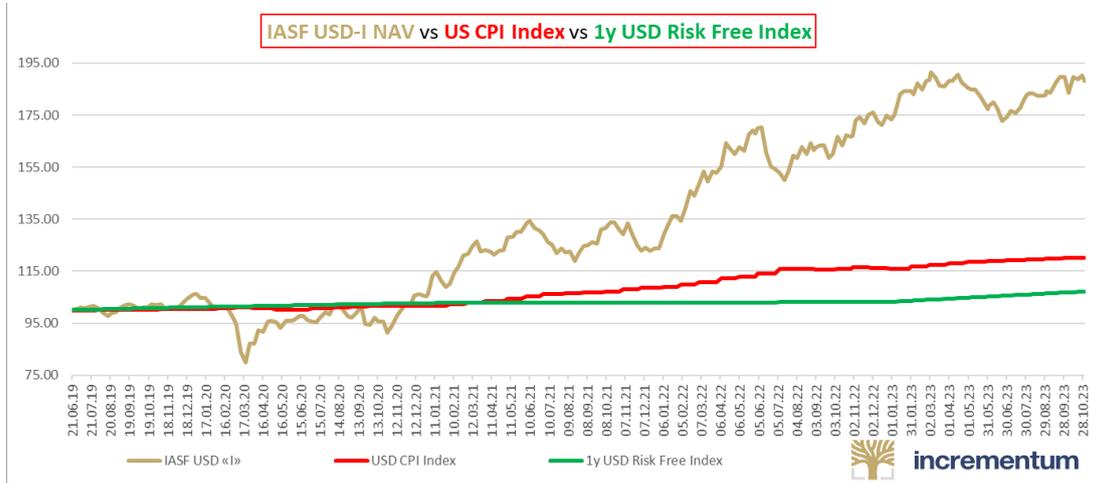


# Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -

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)

## Anhang \*





\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31OKT2023), 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, 2NOV2022 für CHR-R-Anteile) auf indexierter Basis.

### IASF – 8 Investment Lektionen des PM

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



incrementum

#### 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.

