

2025 / 01

## ***Seasonal Reflections***

***Mehr Schatten als Licht?***

**Sehr geehrte Leserinnen und Leser,**

die erste Ausgabe der *Seasonal Reflections* im neuen Jahr ist immer die Winter-Ausgabe, in einer Jahreszeit, die durch das kalte Klima unserer Breitengrade mehr Dunkelheit als Licht bietet und für viele als Tiefpunkt des jahreszeitlichen Zyklus gilt. Das nebenstehende Bild steht stellvertretend dafür, und ich habe es auch deshalb gewählt, weil es die Stimmung vieler IASF-Investoren Ende 2024 wohl nicht unpassend wiedergibt. Schließlich hatte auch unser Anlagejahr mehr Schatten als Licht.



Die Felder um Schaan, 29DEZ2024, HGS' Foto

Gemessen am reinen Ergebnis ist dieser Eindruck sicher richtig. Dennoch erscheint mir das eine zu oberflächliche und kurzfristige Sichtweise, und ich werde daher auf den kommenden Seiten versuchen die Situation ins rechte Licht zu rücken.

Vorab möchte ich an dieser Stelle jedoch noch kurz darüber informieren, dass Anja Förster zum Ende des vergangenen Jahres das IASF-Team verlassen hat. Es stellte sich im Laufe des Jahres heraus, dass beide Seiten unterschiedliche Erwartungen und Vorstellungen über die Zusammenarbeit hatten, weshalb sich Anja entschied sich kurzfristig erst einmal wieder ihrer Familie zu widmen und längerfristig ihr berufliches Glück anderswo zu suchen. Ich möchte ihr an dieser Stelle für ihre Arbeit im vergangenen Jahr danken und wünsche ihr für die Zukunft alles Gute.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

In den Vorjahren haben wir die erste Ausgabe der *Seasonal Reflections* meist erst im Februar veröffentlicht, da dies dem üblichen 3-Monats-Rhythmus entspricht. Da wir mit der Jahresaufgabetaktung aber immer auch das vergangene Jahr abschließen und Revue passieren lassen, habe ich mich entschlossen die Herausgabe vorzuziehen.

Dies tue ich nicht zuletzt auch in Antizipation des am 29. und 30. Januar bevorstehenden [FONDS professionell Kongress 2025](#) in Mannheim, an dem das gesamte Fondsmanager-Team der Incrementum zum dritten Mal in Folge anwesend sein wird. Und da ich dort sicher auch wieder auf einige IASF-Investoren treffen werde, scheint mir dies eine passende Vorbereitungslektüre zu sein 😊...

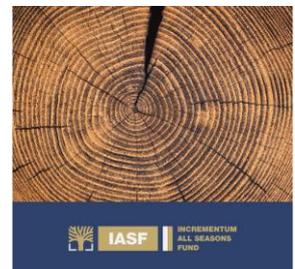
[Terminbuchungen](#) erfolgen wie immer auf einer „Wer zuerst kommt, mahlt zuerst“-Basis, und ich freue mich auf jeden Fall auf viele konstruktive und aufschlussreiche Gespräche!



Bereit für Mannheim, [LinkedIn](#)

## Inhaltsverzeichnis ([Rote Passagen](#) sind aktive Weblinks und alle Übersetzungen frei von HGS):

- IASF-Tätigkeitsbericht 2024 .....	S. 3
- Anleger-Weisheiten .....	S. 15
- Was hält 2025 für uns bereit? .....	S. 19
- Schlussbemerkungen .....	S. 28





## IASF-Tätigkeitsbericht 2024

Der folgende Text wird voraussichtlich gegen Ende März als **Tätigkeitsbericht** des Fondsmanagers / der Gesellschaft – in einer etwas knapperen Version, sowie ohne die hier noch zur Veranschaulichung eingefügten Graphiken – im **Jahresbericht** des IASF für 2024 veröffentlicht werden. Doch bevor wir damit fortfahren, bitte ich Sie darum folgendes zu beachten:



**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 Quellen zusammengestellt, die für zuverlässig gehalten werden. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. *Seasonal Reflections* werden an registrierte Abonnenten zu Informations- und Unterhaltungszwecken herausgegeben und stellen keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder des Incrementum All Seasons Fund dar. Die 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.**

2024 war ein turbulentes Jahr, geprägt von zwei regionalen Kriegen und diversen politischen Umbrüchen. Die USA erlebten dabei ein Präsidentschaftsrennen, welches neben der üblichen Theatralik auch ein beinahe tödlich endendes Attentat auf den wie immer polarisierenden Herausforderer mit sich brachte. Letztlich setzte sich in diesem Rennen Donald Trump klar gegen seine blasse und für die Beibehaltung des Status Quo stehende Widersacherin Kamala Harris durch, die kurzfristig für den seinem fortgeschrittenen Alter Tribut zollenden Amtsinhaber Joe Biden eingesprungen war.



[Frame by frame: Trump survives assassination attempt](#), Reuters, 16JUL2024



Vertrauensfrage und vorzeitige Neuwahlen, [Bundestag.de](#), 11DEZ2024

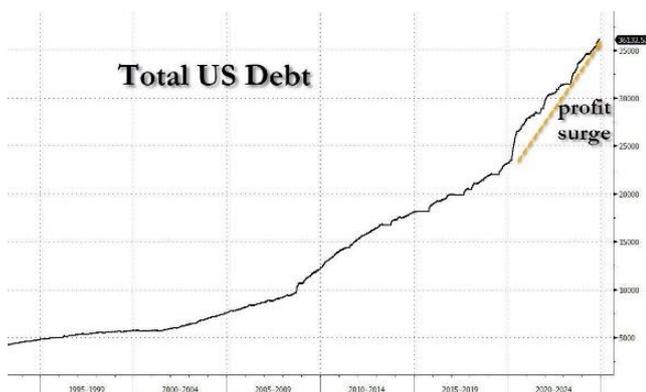
In Großbritannien wurde die konservative Regierung unter Rishi Sunak vorzeitig und klar durch die Labour Partei unter Keir Starmer abgelöst, der jedoch zum Jahresende schon wieder Zustimmungsraten aufweist, die seinem Vorgänger das Amt kosteten. In Frankreich zerbrach derweil die mühsam gebildete Regierung von Michel Barnier, und auch Deutschland erlebte das vorzeitige Ende der Ampel-Koalition, nachdem Bundeskanzler Olaf Scholz an der Vertrauensfrage scheiterte.





All dies ist beispielhaft für den fortschreitenden systemischen Vertrauensverlust und den Verfall der politischen Mitte in den demokratischen Staaten des Westens. Gleichzeitig ging der Krieg in der Ukraine in sein drittes Jahr, in dem der Aggressor langsam die Oberhand gewinnt, während im Westen die Bereitschaft die Verteidigung der Ukraine weiterhin mit Geld und Waffen zu unterstützen abzunehmen scheint. Der Krieg im Nahen Osten befindet sich derweil in seinem zweiten Jahr. Hier kämpft Israel noch immer gegen die Hamas im Gazastreifen wie auch gegen die Schiitenmiliz Hisbollah, und hat sich zudem Raketengefechte mit dem Iran geliefert. Zudem wurde in Syrien der Machthaber Bashar al-Asad gestürzt, was ein Machtvakuum hinterlassen hat.

Insgesamt steckt die Welt am Ende 2024 in einem Umbruch. Die Wohlstandsgewinne einer langfristigen Phase der Globalisierung drohen in der zunehmenden Deglobalisierung zu Verlusten zu werden. Politisch bewegen wir uns derweil zu einem multi-polaren System mit zunehmender Regionalisierung, welches mit wachsenden nationalistischen Tendenzen einhergeht. Beides ist stark vom wirtschaftlichen und politischen Aufstieg Chinas geprägt, das in Kooperation mit Russland und weiten Teilen der BRICS / Entwicklungsländer zur herausfordernden Weltmacht aufgestiegen ist. Gleichzeitig erscheinen die internen Probleme des Reichs der Mitte, ausgelöst durch eine Bilanzrezession, die zunehmende Einschränkung der individuellen Freiheit im Lande, sowie damit verbunden Kapitalflucht und Wachstumsschwäche, sehr herausfordernd. Die Probleme in den Staaten des demokratischen Westens, angeführt von den USA, sind ebenfalls nicht zu unterschätzen. Hier sorgt vor allem die politische Polarisierung für zunehmende Unsicherheit, während ein wachsender Staatsanteil wirtschaftlich lähmend wirkt und der zunehmende Dirigismus auf Widerstand stößt. Gleichzeitig wird der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit immer offensichtlicher. – Ob diese Probleme unter einer Regierung Trump oder den anderen neu zu wählenden / gewählten Regierungen ernsthaft und effektiv angegangen und gelöst werden können, scheint mir zurzeit eher zweifelhaft.



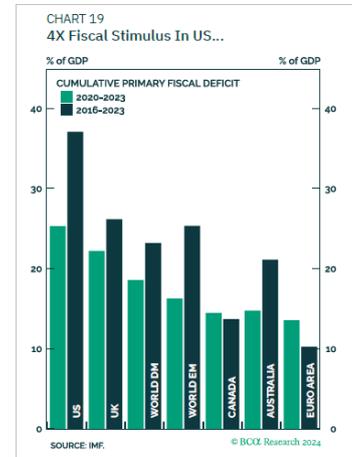
US-Staatsverschuldung in Mrd \$; [Haymaker](#), 3JAN2025

All dies wird überlagert von einer überhöhten internationalen Verschuldung, die spätestens seit der Covid-Pandemie vor allem in den öffentlichen Haushalten explosiv angestiegen ist, und damit das Wachstum der Wirtschaft wie auch des Staatsanteils finanziert hat. Dabei fundiert der oft zitierte US-Exzeptionalismus, der u.a. mit dem deutlich höheren realen Wachstum der US-Wirtschaft über die letzten Jahre begründet wird, vor allem auf der aggressiveren Netto-Neverschuldung.





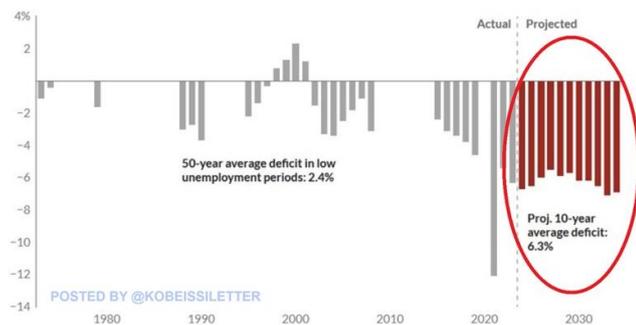
So belief sich gemäß BCA-Research der kumulative Anstieg des Primärdefizits des US-Haushaltes im Zeitraum von 2016–2023 auf ca. 37% des BSP, während die Vergleichszahl für die Euro-Area bei ca. 10% des BSP lag. Damit hat die USA die eigene Wirtschaftsleistung um mehr als 2% des BSP pro Jahr MEHR alimentiert als dies die Regierungen der Eurozone taten. Somit liegt der Schluss nahe, dass das höhere US-Wirtschaftswachstum aus der höheren Staatsverschuldung gespeist wurde und nicht auf höherer Produktivität und Innovationskraft beruht. Und dies erklärt zudem auch die stärker gestiegene Profitabilität der US-Unternehmen.



M'tourist Private Feed Recap, 7JAN2025

### Federal deficits are projected to be high despite low unemployment

Surplus(+) or Deficit(-) (% of GDP) for Years Unemployment was Below 6%



Source: Congressional Budget Office and Office of Management and Budget • Embed • Download image

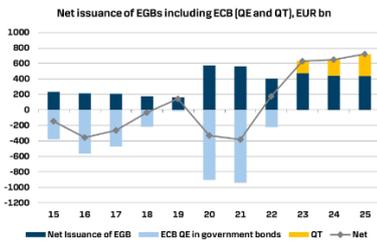
US-Netto-Neuverschuldung; @KobeissiLetter, X, 2JAN2025

Aber mit einer Staatsverschuldung, die inzwischen deutlich über 100% des BSP liegt, stellt sich die Frage wie nachhaltig eine solche Verschuldungspolitik fortgesetzt werden kann bzw. welche Konsequenzen sie mit sich bringt. Das gilt natürlich nicht nur für die USA, sondern auch für Europa und Japan. Allerdings scheint in den USA die Abhängigkeit des Wachstums und der Profite von der deutlich stärker wachsenden Staatsverschuldung grösser zu sein als anderswo, und der langfristige Ausblick dadurch noch weniger nachhaltig zu sein.

Die globale Verschuldung beträgt inzwischen 360% des BSP und wird damit zunehmend zu einem Wachstumshemmnis, insbesondere da die höheren Nominalzinsen einen überproportionalen Anstieg des Schuldendienstes mit sich gebracht haben. Gleichzeitig droht die zukünftige Trump-Regierung mit einer deutlichen Erhöhung der Einfuhrzölle, was einen entsprechenden Inflationsschub in den USA auslösen würde. Werden gleichzeitig die Zinsen weiter gesenkt, bedeutet dies einen schwachen Dollar, der aus unserer Sicht auf längere Sicht unvermeidlich ist. Neben dem auch für Europa, Japan und China ähnlich wirksamen Schuldenzyklus ist auch der langfristige demographische Zyklus an einem Punkt angelangt, wo er zunehmend Gegenwind für das Wirtschaftswachstum darstellt, und damit ein weiterer Grund für unsere Erwartung einer längerfristigen Stagflationsphase ist. Aber die Marktteilnehmer fokussieren ausschließlich auf die antizipierten, jedoch noch nachzuweisenden positiven Einflüsse von Technologiesprüngen (KI) sowie eines potenziell signifikanten Deregulierungsschubs (v.a. in USA, leider nicht in Europa) auf Produktivität und damit das Preisniveau. Das Ergebnis ist eine Reduktion der Risikoprämien, die sich durch die geschilderte Makro-Lage u.E. nicht rechtfertigen lässt.



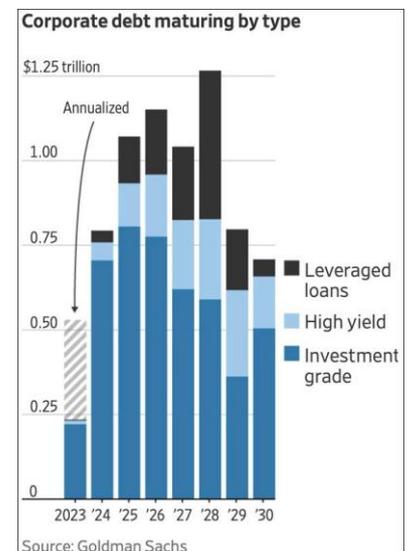
Net issuance continues to rise as QT is scaled up and the market needs to digest more bonds



Source: ECB, ECB Data Office, Danske Bank

EU-Nettoemissionsvolumen;  
@MacroAlf, X, 2JAN2025

Aber es ist nicht allein der öffentliche Sektor, der einen steigenden Kapitalbedarf hat, sondern auch der Unternehmenssektor. Wie der Chart rechts zeigt, befinden wir uns an der in Finanzmarktkreisen als „Maturity Wall“ bezeichneten ‚Fälligkeitsmauer‘. Diese wurde errichtet als der Unternehmenssektor während der Covid-Krise erhöhten Finanzierungsbedarf hatte und diesen zu den damals extrem niedrigen Zinsen vorrangig im mittelfristigen Laufzeitbereich abdeckte. Dies hat in den kommenden Jahren einen deutlich ansteigenden Refinanzierungsbedarf zur Folge, der vom Markt befriedigt werden muss, und der zudem den betroffenen Unternehmen eine deutlich gestiegene Zinslast bescheren wird. *Ceteris paribus* sollte sich dies damit selbstverständlich auch negativ auf die Gewinnmargen des Unternehmenssektors auswirken.



US-Unternehmens-Refi-Bedarf; [Friday Speedrun](#), Brent Donnelly, 10JAN2024



10-j. US-Renditen, [Bloomberg](#), John Authers, 8JAN2025

Dieser Wettbewerb um neues Kapital kann in Abwesenheit erneuter Monetisierungsanläufe mittels QE, d.h. die Wiederaufnahme der Käufe von Staatsanleihen durch die Zentralbanken, nur über eine Kombination höherer Preise (also Zinsen) sowie staatlicher Eingriffe in die Freiheit der Kapitalflüsse (finanzielle Repression) gewonnen werden. Ersteres ist im Markt durch die offensichtliche Trendwende bei den langfristigen Zinsen schon sichtbar, letzteres wird im Laufe des Jahres u.E. ebenfalls offensichtlich werden.

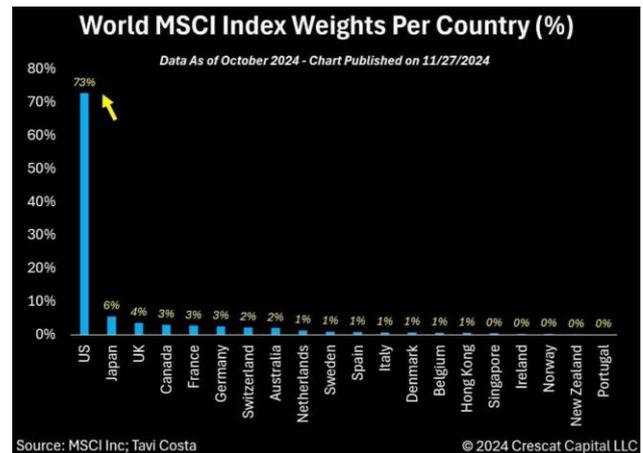


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Im Angesicht dieser Ausgangslage zeigten sich die Investoren über das Jahr 2024 überraschend risikobereit. Die Performance-Ranglisten wurden dabei von US Large Caps dominiert, die die meisten ausländischen Aktienmärkte weit hinter sich zurückließen, während vor allem die Anleihemärkte Verluste hinnehmen mussten.

Die Tatsache, dass US-Aktien inzwischen rund drei Viertel der globalen Benchmark (MSCI ACWI (All Countries World Intestable) Index) ausmachen, haben wir in unseren Quartals-briefen *Seasonal Reflections* immer wieder mit Kopfschütteln zur Kenntnis genommen, da der reale Anteil der USA an der Weltwirtschaft eher bei 20-25% liegt. Beim letzten zyklischen Aktienmarkthoch Ende 2021, d.h. vor der letzten größeren Marktkorrektur von 2022, lag der US-Anteil am MSCI ACWI noch bei damals schon stark überhöhten 61%.

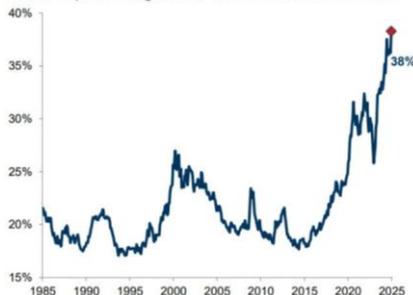


Ländergewichtung MSCI World Index; @dailydirtnap, X, 9JAN2025

US-Aktien unter Führung der *Magnificent 7* und anderer Large Cap-Aktien waren auch 2024 das Maß aller Dinge. Unser **Incrementum All Seasons Fund (IASF)** war jedoch in diesem Segment aus Bewertungsgründen nicht nur nicht investiert, sondern hielt zu Absicherungszwecken sogar erhebliche Short-Positionen in den von diesen Titeln dominierten Nasdaq 100 wie auch S&P 500, was einen großen Teil der enttäuschenden Jahresperformance erklärt. Jedes Mal, wenn wir dachten, dass es nicht besser werden kann, brachen diese Indices zu neuen Höchstständen durch.

The 10 largest stocks in the S&P 500 currently account for over a third of total market cap

Market cap of 10 largest S&P 500 firms, % of index total



Source: FactSet, Compustat, Goldman Sachs GIR.

Marktkapitalisierung der 10 grössten Gesellschaften in % vom S&P 500; [The MacroTourist](#), Kevin Muir, 3JAN2025

Der letzte Schub erfolgte nach den US-Wahlen im November, verlor jedoch im Dezember allen Schwung. So schlossen Nasdaq 100 wie auch S&P 500 das Jahresende jeweils 5% / 4% unter ihren Rekordhochs vom Dezember und der Bullen-Markt wirkte zunehmend alt und müde. Das reichte jedoch immer noch für ein stattliches Jahresplus von 24% / 22% im Nasdaq 100 und S&P 500 aus. Auf wie wenigen Beinen dieser Anstieg getragen wurde, zeigt dabei der Chart links, der den Anteil der Marktkapitalisierung der Top 10-Aktien am S&P 500 auf 38% beziffert. (Bei Gleichgewichtung läge deren Anteil bei 2%).





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Den enormen Einfluss einiger weniger Titel auf die markt-führenden Aktienindices macht auch ein Vergleich der Performance der gleich- (und damit nicht marktkapitalisierungs-)gewichteten Versionen von Nasdaq 100 und S&P 500 deutlich, die im Jahresverlauf lediglich 6% und 11% anstiegen. Der US Value Line Geometric Index schloss das Jahr gar nur mit einem Plus von 3% ab, während Morgan Stanley die Performance des Momentum Faktor mit 58% und die des Value Faktor mit -18% ausweist.

MS Factor Baskets	YTD % Return	MS Factor Baskets	1D % Return
US Momentum	57.59%	US VALUE	1.67%
US GROWTH	20.94%	US Dividend Yield	0.77%
US 3-Month Momentum	18.24%	US Leverage	0.55%
US 6-Month Momentum	16.77%	US Passive Factor	0.50%
US Size	10.00%	US Quality	0.13%
US Beta	8.54%	US Size	-0.56%
US Leverage	8.05%	US GROWTH	-0.89%
US Quality	3.42%	US Realized Vol	-1.23%
US Realized Vol	-2.39%	US Beta	-1.28%
US Dividend Yield	-12.95%	US 3-Month Momentum	-1.57%
US Passive Factor	-16.36%	US Momentum	-1.58%
US VALUE	-17.85%	US 6-Month Momentum	-1.58%

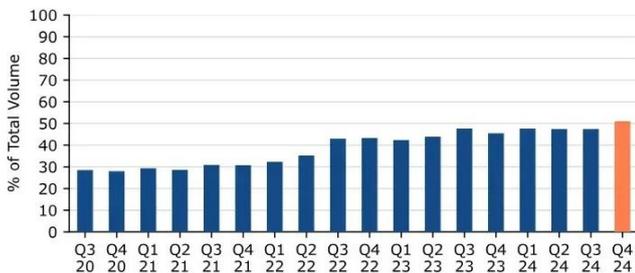
  

MS Factor Neutral Indices	YTD % Return	MS Factor Neutral Indices	Today % Return
MS Factor Ntrl US Mom	24.72%	MS Factor Ntrl US Beta	-0.19%
MS Factor Ntrl US Size	1.71%	MS Factor Ntrl US Size	-0.19%
MS Factor Ntrl US Sh Int	-2.83%	MS Factor Ntrl US Mom	-0.19%
MS Factor Ntrl US Beta	-8.54%	MS Factor Ntrl US Sh Int	-0.28%

Aktien-(Performance-)Faktoren gemäss MS, @AggieCapitalList, X, 31DEZ2024

### ODTE: 51% of SPX option volume in Q4

Percent of SPX option volume that is ODTE (zero days to expiry, i.e. expiring the same day)



Sources: Asym 500, Cboe

Anteil der oDTE-Optionen; PauloMacro's Substack, 10JAN2025

Die gegen Jahresende immer konzentrierter werdende Spekulation zeigte sich im 4. Quartal auch durch eine erhöhte Retail-Partizipation sowie rekordhohe Flows in Leveraged ETFs und Tages-Optionen. Die sogenannten oDTE-(Null-Tage-bis-Verfall-)Optionen machten dabei ganze 50% des S&P500-Optionsvolumen im 4. Quartal aus. - Scheinbar haben die Anleger komplett vergessen, dass sie eine rosarote Brille tragen.

Außerhalb der USA (und basierend auf ETF-Performance) war Argentinien 2024 der Starperformer (+63%). Daraus kann leider nicht abgeleitet werden, dass 2024 ein gutes Jahr für EM-Aktien war. Peru, Malaysia, China (+17%) oder die Türkei konnten immerhin noch zweistellige Returns erzielen, aber es fanden sich mit den Philippinen, Thailand, Chile, Vietnam, Indonesien, Südkorea und Mexiko auch viele Märkte in den roten Zahlen, angeführt von Brasilien (-30%).

Global Equity ETFs: 2024 Total Returns (in US \$)								
Country/Region	Ticker	2024 TR	Country/Region	Ticker	2024 TR	Country/Region	Ticker	2024 TR
Argentina	ARGT	63.5%	India	INDA	8.6%	Ireland	EIRL	-1.6%
Israel	EIS	34.5%	South Africa	EZA	7.3%	Thailand	THD	-2.2%
US	SPY	24.9%	Japan	EWJ	7.0%	Poland	EPOL	-2.5%
Singapore	EWS	22.1%	United Kingdom	EWU	6.8%	Norway	NORW	-2.5%
Peru	EPU	21.8%	Spain	EWP	5.8%	Switzerland	EWL	-2.8%
Malaysia	EWM	19.5%	Qatar	QAT	5.2%	Sweden	EWD	-3.9%
China	MCHI	17.7%	Colombia	GXG	4.7%	Denmark	EDEN	-3.9%
Taiwan	EWT	17.2%	Austria	EWO	4.1%	New Zealand	ENZL	-4.9%
Total World	VT	16.5%	EAFE	IEFA	3.3%	Finland	EFNL	-5.2%
UAE	UAE	15.3%	Eurozone	EZU	2.3%	France	EFWQ	-5.6%
Turkey	TUR	12.9%	Netherlands	EWN	1.7%	Chile	ECH	-8.6%
Canada	EWC	12.4%	Australia	EWA	1.6%	Vietnam	VNM	-11.1%
Kuwait	KWT	11.3%	Belgium	EWK	0.2%	Indonesia	EIDO	-12.9%
Italy	EWI	10.3%	Hong Kong	EWH	0.0%	South Korea	EWY	-20.5%
Germany	EWG	9.8%	Saudi Arabia	KSA	-0.2%	Mexico	EWV	-28.2%
Greece	GREK	9.5%	Philippines	EPHE	-1.4%	Brazil	EWZ	-30.5%

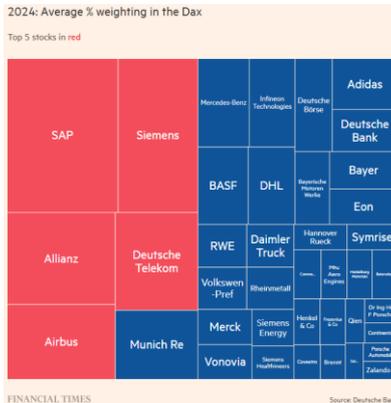
Aktien ETF-Performance 2024 @charliebillelo, X, 2JAN2025





# Incrementum All Seasons Fund

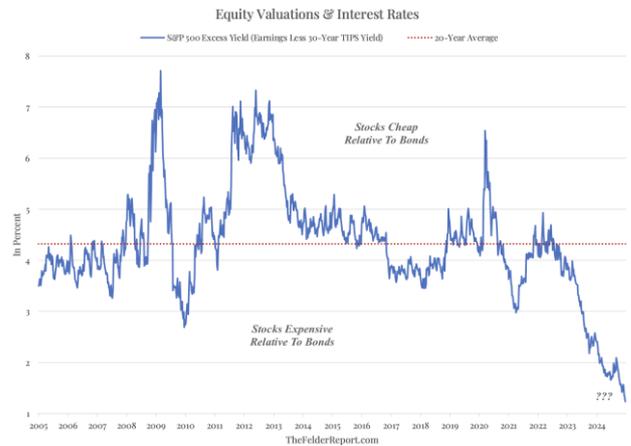
– in pursuit of real returns –



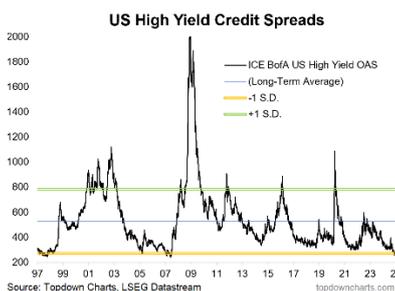
DAX-Gewichtung; [Financial Times](#), 24DEZ2024

In Europa ragte überraschend der deutsche DAX heraus, der mit fast 19% Jahresperformance die Konkurrenz hinter sich ließ, was auch durch den lediglich 5%igen Anstieg des Euro STOXX 600 verdeutlicht wird. Ähnlich wie in den USA wurde auch in Deutschland der Anstieg lediglich von einer Handvoll Unternehmen unter Führung der vom KI-Hype profitierenden SAP (+70%), die allein für 40% des Index-Anstiegs verantwortlich war, getragen. Weitere wichtige Treiber waren Rheinmetall (+114%), Siemens Energy (+420%), sowie Allianz (21%) und Münchner Rück (+30%).

Die Anleihenmärkte litten derweil unter einem erneuten längerfristigen Zinsanstieg und wiesen weitgehend negative Performance aus. 10-jährige US-Staatsanleihen erlebten 2024 einen Renditeanstieg von ca. 70BP auf 4.57%, deutsche „lediglich“ einen Anstieg um 33 BP auf 2.36%. Konventionell würden höhere Zinssätze als Gegenwind für Aktien angesehen, aber Ausnahmen hat es in jeder Investmentblase gegeben. So hat der S&P 500-*Earnings Yield* seit 20 Jahren nicht mehr so knapp über der langfristigen Realverzinsung gelegen.



S&P 500 Earnings Yield minus 30Y-TIPS Yield (Realverzinsung), [Double Bubble](#), The Felder Report, 3JAN2025



US HY Spreads, Topdown Charts; [Substack](#), 10JAN2025

Die vorherrschende Risikoneigung belegen auch die Zinsdifferenzen (*Spreads*) bei Hochzinsanleihen, die in den USA Ende November auf den niedrigsten Stand seit 2007 fielen. Damit befinden sie sich zurzeit mehr oder weniger auf demselben Niveau, das vor der großen Finanzkrise 2008 herrschte, was eine viel zu niedrige Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen impliziert, wenn man von den historischen Ausfallrisiken in einer Rezession ausgeht.

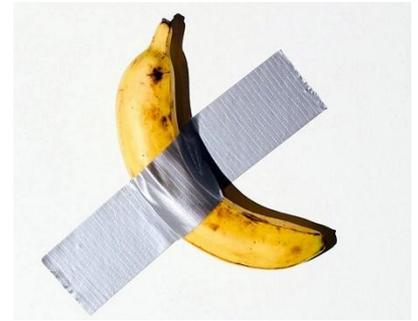
Belegt wird die Risikoneigung auch durch den erneuten Boom der Kryptowährungen, bei denen nicht nur [Bitcoin](#) (+120% im Jahresverlauf) von der neuerdings Pro-Krypto-Haltung des zukünftigen US-Präsidenten profitierte und erstmals die USD 100.000 Marke durchbrach, sondern auch die von Trump's engstem Berater Elon Musk beworbene [Dogecoin](#) haussierte (+350%), während eine neue „Währung“ wie [Fartcoin](#) innerhalb von 3 Monaten eine Bewertung von über 1 Mrd. USD erreichte.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Da verwundert es wohl kaum, dass die Kunstszene ihr „Highlight“ im November beim Verkauf von „Comedian“, einer an eine Wand geklebten Banane, für 6.2 Mio. USD an einen chinesischen Krypto-Millionär erlebte... - der sich dieses Kunstwerk anschließend mittels Verspeisung humorlos einverleibte.

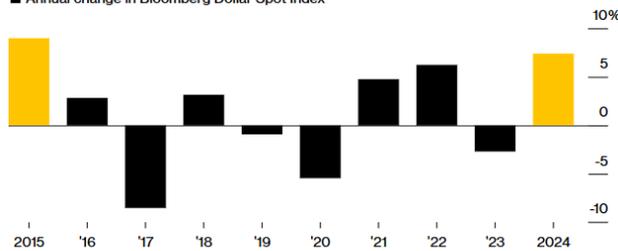


Comedian, [Business Insider](#), 4DEZ2024

Angesichts dieser Sachlage können wir uns der Frage nicht erwehren, was wohl aus dem „Rationalen Investor“ geworden ist?

## Bloomberg's Dollar Gauge Set for Best Year Since 2015

Patient Fed, Trump election supported greenback this year  
■ Annual change in Bloomberg Dollar Spot Index

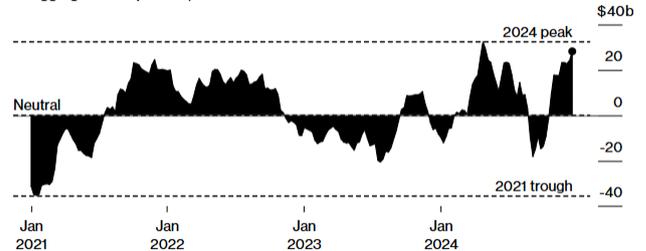


Source: Bloomberg  
Note: 2024 data is through Dec. 27 close

US Dollar Index Jahresperformance

## Speculators Steadily Boosting Bullish Dollar Wagers

They hold some \$28.2 billion in long positions on the greenback  
■ Aggregate USD position, non-commercial traders



Source: CFTC, Bloomberg  
Note: Data includes net futures positions recorded by CFTC through Dec. 17, 2024

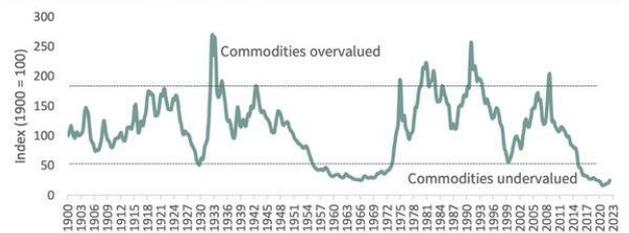
Spekulante Positionierung USD-Futures

Ein kurzer Blick lohnt sich auch noch auf die Devisen- und Rohstoffmärkte: Der USD hat seinem Namen als Weltleitwährung vergangenes Jahr alle Ehre gemacht, stieg doch der USD-Index (DXY) 2024 um 7% an, während der USD gegen den EUR immerhin um 6% zulegen konnte. Das dies unter Mithilfe spekulativer Mittelflüsse über die Terminmärkte erfolgte, zeigt der Chart oben rechts.

Die wahre Weltleitwährung ist jedoch Gold, dessen Preis sich gegen die Fiat-Leitwährung um ganze 27% erhöhte. (Wenn Krypto als Währung angesehen wird, dann ist es Gold sicherlich). Auch der Silberpreis konnte um mehr als 21% ansteigen, während Platin und Palladium Kursverluste (-8% / -17%) hinnehmen mussten (alles gegenüber USD). Der EUR als Basiswährung des IASF zeigte eine gemischte Performance, schwach gegen USD, aber stärker gegen CHF oder CAD, wie auch JPY oder NOK.

Auf der Rohstoffseite wiesen sowohl der Brent-Ölpreis (-3%), wie auch Uran (-20%) zum Teil deutliche Verluste aus, während Kupfer ca. 3% zulegen konnte. Der Bloomberg Commodity Index (BCI) zeigte sich 2024 dabei insgesamt wenig verändert. Im Vergleich zu Aktien bleiben Rohstoffe weiterhin zutiefst in der unterbewerteten Zone.

## Commodity Prices vs. Dow Jones



Goldman Sachs Commodity Index to 1970  
Goehring & Rozenswajg Commodity Index pre-1970  
Source: Bloomberg, Goehring & Rozenswajg Models

BCI vs Dow Jones Index; @jenstilmanydots, X, 8JAN2025





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –



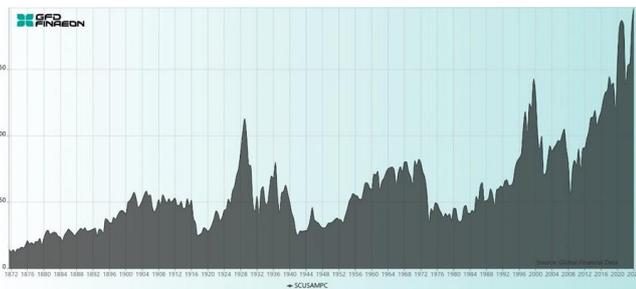
IASF-EUR-I- NAV 2024, [IFM](#)

Der IASF konnte in diesem Umfeld leider nicht überzeugen und schloss 2024 mit dem schlechtesten Jahresergebnis und erstmalig in einem Jahr mit Verlusten in allen Anteilsklassen ab (EUR-I: -2.84%; CHF-I: -4.97%; USD-I: -1.04%). Nach einem ansehnlichen Jahresstart und neuen NAV-Allzeithochs im Mai folgte ein Drawdown von rund 15%, der kurz vor Weihnachten (19.12.) sein (vorläufiges?) Ende fand.

In Anbetracht der oben geschilderten Umstände waren wir 2024 so positioniert, dass wir auf der Anlageseite hauptsächlich Value- und Substanz-Aktien hielten (Brutto-Allokation durchschnittl. ca. 76%), von denen wir überzeugt sind, dass sie sich im langfristigen Verlauf des globalen Schuldenzyklus als besonders realwert-erhaltend und -bildend erweisen werden. Letztes Jahr taten sie dies jedoch nicht, und im Dezember erlebte Value vs Growth gar den schlechtesten Monat seit Oktober 2001.



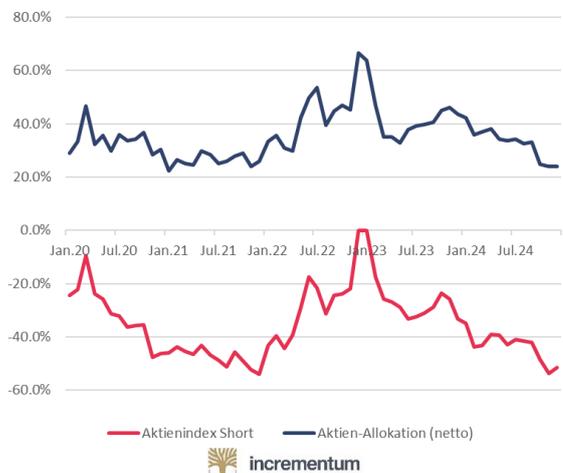
S&P 500 Value vs Growth; [@MikeZaccardi, X](#), 31DEZ2024



US-Marktkapitalisierung vs. BSP; [@MebFaber, X](#), 3DEZ2024

Diese Short-Positionen betragen im Jahresdurchschnitt ca. 44% der AuM (ansteigend von 33% im Januar auf 52% im Dezember) und setzten sich zusammen aus 56% Nasdaq 100, 32% S&P 500 und 12% DAX (Verhältnis zum Jahresende, stabil über den Jahresverlauf).

Zur IASF-Portfolio-Performance trugen diese Positionen damit einen Verlustbeitrag von ca. 9% bei, was damit auch die negative Performance 2024 erklärt.



— Aktienindex Short — Aktien-Allokation (netto)  
 incrementum



# Incrementum All Seasons Fund

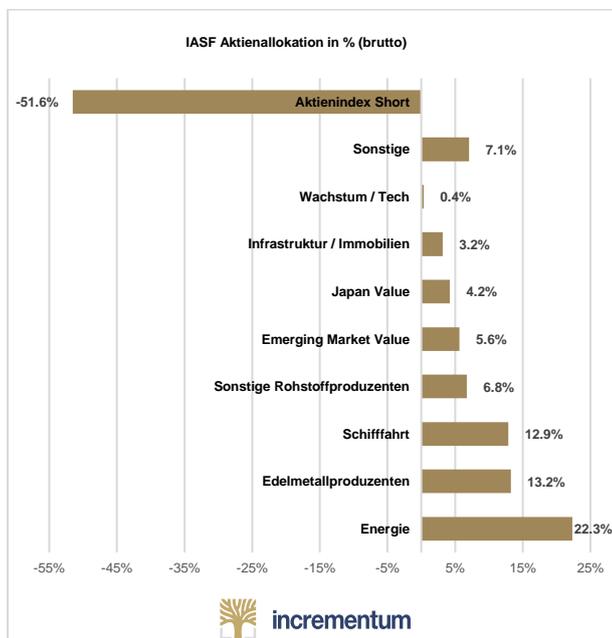
– in pursuit of real returns –

Daraus folgt, dass die Long-Only-Performance des Fonds 2024 ca. 6% betrug, was sich im Vergleich mit der Performance der marktführenden US-Indices bzw. des von diesen dominierten MSCI ACWI Index oder auch dem DAX-Index für viele enttäuschend anfühlen mag, aber aufgrund der Tatsache, dass deren Anstieg hauptsächlich von sehr wenigen und überteuerten Mega Caps getragen wurde, nachvollziehbar sein sollte. Persönlich sind wir mit der Performance der Long-Seite des IASF aufgrund der gegebenen Umstände jedenfalls nicht unzufrieden.

Allerdings zeigt die gemischte Performance 2024, dass in der 2. Jahreshälfte der Gegenwind deutlich zunahm. So wiesen unsere Haupt-Themen-Töpfe die folgenden durchschnittlichen (und nicht währungsadjustierten) Total Return-Zahlen aller Holdings aus,

- **ENERGIE** (22% der AuM): Jahresende 2024 -10% / Jahresmitte: +9%
- **EDELMETALLPRODUZENTEN** (13% der AuM): Jahresende 2024 +17% / Jahresmitte: +9%
- **SCHIFFFAHRT** (13% der AuM): Jahresende 2024 -4% / Jahresmitte: +35%
- **SONSTIGE** (7% der AuM): Jahresende 2024 -12% / Jahresmitte: -4%
- **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** (7% der AuM): Jahresende 2024 -17% / Jahresmitte: -5%,

während die kleineren Themen durchschnittliche Total Return-Zahlen im niedrigen einstelligen Performance-Bereich lieferten.



Die Vergleiche zur Jahresmitte verdeutlichen dabei, welche Themen den Abschwung im 2. Halbjahr zu verantworten hatten. Dies waren mit **ENERGIE**, **SCHIFFFAHRT** und **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** klar konjunkturabhängige Branchen mit einem stark zyklischen Charakter, was den Schluss zulässt, dass die Marktteilnehmer wohl zunehmende Zweifel am globalen Wachstumsausblick haben. Wir wurden davon offensichtlich überrascht und mussten die dadurch verursachte Korrektur des IASF-NAV's hinnehmen. Fundamental und längerfristig bleiben wir jedoch von den positiven Aussichten dieser Themenbereiche überzeugt.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Und selbstverständlich ist es ja nicht so, dass wir darauf nicht auch reagieren und den Zyklus entsprechend nutzen. So nahmen wir im 2. Quartal signifikante Gewinnmitnahmen im Thema **SCHIFFFAHRT** vor (April endete mit 15% Allokation, Mai mit nur noch 11%), räumen dabei aber auch gern ein, dass wir schon im August / September wieder mit Rückkäufen begannen und diese in den sich im 4. Quartal nochmal beschleunigenden fallenden Markt hinein fortsetzten. Dabei wurden wir vom Ausmaß des Preisverfalls vieler unserer Holdings klar überrascht.

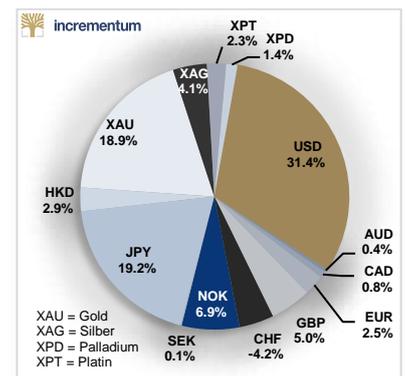


Frontline Ltd, [investing.com](https://www.investing.com), 15JAN2025

So verloren z.B. Frontline zwischen ihrem Hoch im Mai und dem Tief im Dezember glatte 55%, was durch die veränderten fundamentalen Rahmenbedingungen (v.a. ausbleibende Ratenerholung im 4. Quartal und Druck auf die Sekundärmarkt-Schiffspreise, bei anhaltender Profitabilität des Unternehmens) nicht in diesem Ausmaß zu erwarten war.

Dies soll nur als Beispiel dienen und spiegelt u.E. die fehlende Rationalität des Marktes wider, wie auch den Mangel an langfristigen Investoren (starke Hände) in diesem Sektor. Es zeigt aber auch welche Opportunitäten dieser bietet, und wir haben diese genutzt, um unsere Allokation zu tieferen Preisen wieder und weiter aufzustocken (Zahl der Aktien um 175% sowie den Anteil am Gesamtportfolio von 1% Ende Mai auf 1.6% Ende des Jahres), da wir vom langfristig positiven Ausblick für den größten gelisteten VLCC-Reeder, wie auch der Inflationssensitivität des **SCHIFFFAHRT**-Themas allgemein weiterhin überzeugt sind.

Ein Ergebnistreiber ist natürlich typischerweise auch die Währungsallokation, die sich im Jahr 2024 jedoch im Großen und Ganzen eher neutral gezeigt hat. Positiv hat sich dabei vor allem unsere nur teilweise abgesicherte USD-Allokation ausgewirkt, während unsere JPY-, NOK- oder GBP-Allokation einen negativen Einfluss hatte. Und auf der Edelmetallseite war sowohl der Gold- wie auch der Silberpreisanstieg eine wichtige Stütze der letztjährigen Performance, während die kleinen Platin- und erst im Jahresverlauf aufgenommene Palladium-Position kosteten.

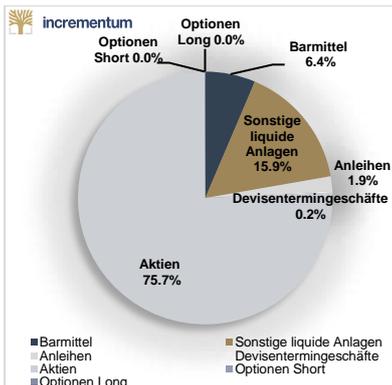


Anzumerken bleibt auch noch, dass unsere Volatilitätserte über den Verkauf von gedeckten Optionen im vergangenen Jahr Prämieinnahmen in Höhe von ca. 2.3 Mio. EUR generierte, was ca. 1.4% der durchschnittlich gehaltenen AuM entspricht.





Die Dividendeneinnahmen lagen 2024 bei knapp 6 Mio. EUR, was ca. 3.7% Ergebnisbeitrag lieferte. Letzteres entspricht einer durchschnittlichen Dividendenrendite unseres Aktienportfolios von 4.8%. Dieses außerordentlich attraktive Niveau wurde erreicht, weil der Bereich **SCHIFFFAHRT** das vergangene Jahr mit einer Dividendenrendite von 11% abschloss, sowie aufgrund einer Sonderdividendenausschüttung von OCI NV, die ca. der Hälfte des Börsenwertes des Unternehmens entsprach.



Unsere kleine Anleihe-Position warf ebenfalls noch 332k EUR Zinsen ab, beträgt allerdings zum Jahresende nur noch knapp 2% der AuM. Ihre Durchschnittsrendite liegt dabei bei knapp über 10% bei einer Duration von 2.8 Jahren.

Abschließend möchten wir noch festhalten, dass die Seitwärtsbewegung der vergangenen 2 Jahre dazu führte, dass der IASF in der 2. Jahreshälfte und aufgrund des in der Tendenz eher zyklischen Anlegerverhalten Nettoabflüsse hinnehmen musste, die sich im Gesamtjahr auf 3.9 Mio. EUR beliefen.

Berichten können wir an dieser Stelle auch noch, dass der IASF im zweiten Jahr in Folge einen Lipper Fund Award als bester Fonds in seiner Kategorie „Mixed Assets EUR Flex Global“ in der 3-Jahres-Wertung erhielt und auch von Morningstar weiterhin mit maximalen 5 Sternen ausgezeichnet wird. Zudem stufte die WirtschaftsWoche die Incrementum AG auf Basis des risiko-adjustiertem IASF-Track Records auf Nummer 11 ihrer Liste der besten Vermögensverwalter in der Kategorie „Dynamisch“ ein.

Insgesamt sind wir mit der Gesamtentwicklung unseres IASF, trotz der 2024 sicher eher enttäuschenden Performance, sehr zufrieden. Das Anlagegeschäft ist keine Einbahnstraße, und jeder aktive und wie wir benchmark-unabhängige und Absolute-Return-orientierte Investor wird die Erfahrung bestätigen können, dass es neben ausgezeichneten Phasen auch immer wieder enttäuschende gibt. Dies liegt in der Natur der Sache, denn als Investoren stellen wir uns der Herausforderung die Zukunft vorherzusagen, und dabei gilt bekanntlich: „Es ist schwierig, Vorhersagen zu treffen, insbesondere über die Zukunft.“ – Deshalb lautet unsere vielleicht wichtigste Investment-Lektion:

*Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg:*

*Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexibel, sorgfältig, geduldig, sowie offen, und sei dir bewusst, dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.*

Schlussendlich ist dies ein Kondensat von mehr als 3 Jahrzehnten professioneller Investment-erfahrung, mit der es uns immer gelungen ist, langfristig zufriedenstellende Anlageergebnisse zu erzielen. Wir sind zuversichtlich, dass wir das auch weiterhin tun werden, und bedanken uns an dieser Stelle herzlich bei all unseren Anlegern für ihre Geduld und ihr Vertrauen, und freuen uns schon auf ein weiteres spannendes, interessantes und sicher wieder herausforderndes neues Anlagejahr!





## Anleger-Weisheiten

Am 4. Januar 2025 veröffentlichte Kevin Muir, auch bekannt als *The MacroTourist*, seine Liste von „[Anleger-Weisheiten 2024](#)“ auf Substack. Da ich seinen Blog regelmäßig lese und die Erfahrungen und Lektionen anderer Investment-Manager immer mit Interesse zur Kenntnis nehme und versuche daraus zu lernen, habe ich hier unten in der Folge ein halbes Dutzend daraus ausgewählt, die für mich im Jahr 2024 besonders relevant waren:

**„In Bullenmärkten wird die Zukunft mit einer Prämie bewertet, in Bärenmärkten mit einem Diskont.“** (Original: *“In bull markets, the future gets a premium. In bear markets, reality gets a discount.”* – Jim Chanos, berühmter Short Seller (Leerverkäufer), aus [The MacroTourist, 2024 Trading Wisdom](#))

Dies war für 2024 besonders passend, da späte und ausgeprägte Bullenmärkte meist von einem Narrativ dominiert werden, welches die jeweils vorliegende Überbewertung rechtfertigt. Diesmal ist es eine kleine Zahl von Aktien, die vom Boom der KI (Künstlichen Intelligenz) und deren erwarteten Entwicklungspotential profitiert. Am besten wird die Prämie dieser Titel mit dem Verhältnis Marktkapitalisierung zu Umsatz (Price-to-Sales-Ratio) dargestellt, die für den S&P 500 Info Technology Index zum Jahresende ca. das 10-fache Niveau erreichte.



Preis-zu-Umsatz für den S&P 500 Info Tech Index, William Hester, CFA, [Husman Strategic Advisors](#), Jan2025

Wenn ich so etwas sehe, dann fällt mir immer unweigerlich *Scott McNealy*, CEO und Mitgründer von Sun Microsystems während der TMT (Tech-Media-Telecom-)Blase der späten 90er Jahre, ein, der in einem [Interview mit Business Week](#) vom 14. März 2002 folgende (von mir übersetzte) Aussage tätigte:

*«Beim 10-fachen des Umsatzes muss ich Ihnen, um eine 10-jährige Amortisation zu erreichen, 10 Jahre lang 100% des Umsatzes in Form von Dividenden ausschütten. – Dies setzt voraus, dass ich das von meinen Aktionären bewilligt bekomme. Das setzt voraus, dass ich keine Herstellungskosten habe, was für ein Computerunternehmen sehr schwierig ist. Es setzt voraus, dass ich keine Kosten habe, was bei 39.000 Mitarbeitern wirklich schwierig ist. Es setzt voraus, dass ich keine Steuern zahle, was extrem schwierig ist. Und es setzt voraus, dass Sie keine Steuern auf Ihre Dividenden zahlen, was eigentlich illegal ist. Und es setzt voraus, dass ich ohne Ausgaben für Forschung und Entwicklung in den nächsten 10 Jahren die derzeitige Umsatzrate beibehalten kann. Möchte nun noch jemand von Ihnen meine Aktien für 64 \$ kaufen? Ist Ihnen klar, wie lächerlich diese Grundannahmen sind? Sie brauchen keine Transparenz. Sie brauchen keine Fußnoten. Was haben Sie sich dabei gedacht?»*



In Bullenmärkten wird die Zukunft mit Prämien belegt und selten (vielleicht noch nie) war dies mehr der Fall als heute. – Wenn Investoren den Vergleich mit der TMT-Blase ziehen, dann werden oft die vielen verlustträchtigen Start-Ups wie *Pets.com* als Unterschied zu den heutigen MegaCaps aufgeführt. Aber letztere gab es damals eben auch. Microsoft (> 400% Performance von Anfang 1998 bis zum Hoch im März 2000), Cisco (> 800%), Nortel Networks, Sun Microsystems, America Online / Time Warner, Nokia (>1000%), Motorola, etc. waren alles für diese Zeit große Unternehmen, die etabliert und profitabel waren. Das operative Geschäft dieser Unternehmen entwickelte sich von März 2000 an mittelfristig positiv weiter, aber die Börsenkurse fielen (Microsoft -65%, Cisco -90%, Nokia -80%).

So habe ich den Marktzyklus oft erlebt: Von himmelhoch-jauchzend und voller Euphorie im Endstadium des Bullenmarktes bis zur tiefen Betrübnheit, Pessimismus und Verzweiflung, inklusive der damit verbundenen übermäßig diskontierten Risiken im Endstadium eines Bärenmarktes. – Die Erinnerung an Letzteres verdient wohl eine Auffrischung.



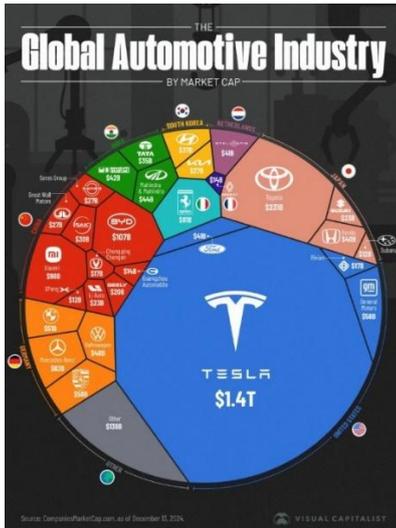
(Hedgeye Weekend Reading, 5JAN2025)

Der letzte große Bärenmarkt liegt schließlich schon mehr als 15 Jahre zurück, und es scheint, als seien die Bären inzwischen eine ausgestorbene Spezies. Schaut man jedoch den auf der vorherigen Seite aufgeführten Chart genauer an, dann wird man auch feststellen, dass die Price-to-Sales-Ratio 2009 ein langjähriges Tief erreichte, d.h. die Realität wurde zu diesem Zeitpunkt mit einem Diskont gehandelt.

**„Die Definition für den Begriff „Blase“, die Sie in Echtzeit verwenden können, lautet: Sie müssen unplausible Wachstumserwartungen verwenden, um den aktuellen Preis zu rechtfertigen (unter Verwendung eines herkömmlichen Discounted-Cashflow-Modells) und dem marginalen Käufer sind Bewertungsmodelle egal. Nvidia passt zu dieser Definition. Von den zehn wertvollsten Unternehmen der Welt im Jahr 2000 hat keines den S&P 500 in den nächsten 15 Jahren geschlagen. Nur eines von diesen zehn – Microsoft – gelang eine Outperformance über die nächsten zwanzig Jahre.“** (Original: *“Definition for the term bubble that you can use in real time: you need to use implausible growth expectations to justify the current price (using a conventional discounting cash flow model), and the marginal buyer does not care about valuation models. Nvidia fits that definition. In the year 2000, of the ten most valuable companies on the planet, zero out of ten had beaten the S&P 500 over the next 15 years. One out of ten—Microsoft—had won over the next twenty years.”* – Robert Arnott, Founder of Research Affiliates, aus [The MacroTourist, 2024 Trading Wisdom](#))



Dies knüpft nahtlos an das vorherige Zitat an, erinnert es doch daran, wie wichtig es in spekulativen Blasen ist, sich nicht zu sehr vom Blick in den Rückspiegel verleiten zu lassen. Die heutige Anlegergeneration kann sich nicht vorstellen, dass sich die Geschichte wiederholt. Auch ich glaube das nicht, aber dass sie sich reimt, steht für mich außer Frage. – Nehmen wir z.B. das Beispiel Tesla (TSLA):



Marktkapitalisierung, globale Auto-Industrie, @VisualCap, X, 1JAN2025

„TSLA als Autohersteller zu bewerten, geht völlig am Thema vorbei. – TSLA ist ein Autohersteller, so wie MSTR ein Softwareunternehmen ist. Das heißt, es ist keins. TSLA ist eine kaleidoskopische Sammlung technofuturistischer Hoffnungen und Träume. Es ist eine Memecoin, deren Wert sich teilweise aus der Fähigkeit eines Oligarchen ableitet, zukünftige Gesetze zu schreiben. Vielleicht handelt Exxon Mobil auf Basis diskontierter Cashflows oder dem Buchwert oder was auch immer, aber TSLA nicht. Man kann der Geschichte glauben, die einem verkauft wird, oder man kann ihr nicht glauben. Man kann mitmachen oder außen vorbleiben. Aber man sollte nicht Diskontierte Cashflow-Modelle oder die Marktkapitalisierungen innerhalb der Branche als Maßstab für die Bewertung von TSLA heranziehen.“ (Friday Speedrun, Brent Donnelly, Spectra Markets, 3JAN2025)

Genau das ist es was die Bewertung Tesla's auf 1.4 Bio. USD getrieben hat. Nicht sein Marktanteil, Umsätze oder Cashflows, sondern die Überzeugung der Anleger das Elon Musk ein Genie ist oder alternativ (was wohl auch zutrifft) der beste Aktien-Promotor aller Zeiten. Mit anderen Worten, dem marginalen Käufer von TSLA sind Bewertungsmodelle egal. – Und doch findet der Preis längerfristig immer wieder zu seinem wahren Wert zurück. Der Weg nach oben und damit weg vom „inneren Wert“ ist ein leichter, der Rückweg weniger. Oder mit den Worten eines anderen Börsen-Profis:

**„Ich habe viele wirklich kluge Leute dabei beobachtet, wie sie ihr Geschäft aufgeben mussten, weil sie während der Dotcom-Blase Technologie-Aktien short waren. Anschließend habe ich viele wirklich kluge Leute dabei beobachtet, wie sie ihr Geschäft aufgeben mussten, weil sie während des Dotcom-Crashes an ihren Technologie-Aktien festhielten.“** (Original: “I watched a lot of really smart people go out of business shorting tech during the DotCom bubble. Then, I watched a lot of really smart people go out of business staying long tech during the DotCom crash.” – Ungenannter Börsenprofi und seine Handelserfahrungen in Marktblasen, aus [The MacroTourist, 2024 Trading Wisdom](#))

Ein Grund, warum ich ein einigermaßen erfolgreicher Anleger geworden bin, liegt daran, dass ich nie vergessen habe, dass sich die Finanzmärkte in Zyklen bewegen, und zu diesen gehört nicht nur der Aufschwung, weshalb ich mich in den Extremphasen des Marktes nicht scheue gegen den Strom zu schwimmen.





**„Ich investiere seit vierzig Jahren so, wie wir es jetzt tun. Und es hat funktioniert. Der Schlüssel ist: Verliere nicht die Nerven! Niemand bei uns sagt jemals: ‚Meine Güte, letzte Woche war so schrecklich, ich glaube, ich verliere die Nerven.‘ Die Gefahr besteht darin, dass Menschen genau das Gegenteil von dem tun, von dem sie wissen, dass es richtig ist, sich dabei aber einreden, dass dies lediglich eine Variante vom richtigen Vorgehen ist. Was das angeht, kann ich ein Missgeschick im Champagner schmecken, selbst wenn nur sehr wenig davon vorhanden ist. Ich spüre, wenn anders gedacht wird, als wir es immer getan haben.“** (Original: *“I’ve been investing the way we are investing now for forty years. And it worked. The key is: don’t lose your nerve. Nobody ever says, “gosh, last week was so awful, I think I am going to lose my nerve.” The danger is that people do the exact opposite of what they know is right, but tell themselves that this is a variation on doing it right. In this, I can taste a turd in the champagne when there is very little of it. I sense when there is any thinking that is different to how we have always done it.”* - Jonathan Ruffer, Gründer der Ruffer Investment Mgt, aus [The MacroTourist, 2024 Trading Wisdom](#))

Auch das spiegelt im Kern eine meiner tiefsten Überzeugungen wider: Man muss sich und seinem grundsätzlichen Investment-Ansatz treu bleiben, auch in den Phasen, in denen es mal nicht so gut läuft. Warren Buffett hat in den Jahren, in denen er die S&P 500-Performance verfehlte (z.B. 1999, als der Buchwert von BRK um 20% fiel, während der S&P 500 21% anstieg), auch nicht an seinem grundsätzlichen Ansatz gezweifelt. Das bedeutet nicht, dass man sein Vorgehen nicht immer wieder überprüft und versucht es feiner zu justieren. Aber jeder Investor ist aufgrund seiner Persönlichkeitsstruktur für einen bestimmten Ansatz gemacht, und unsere Karriere dient uns dazu diesen für uns zu entdecken und zu verbessern. Denn...

**„Der Anlageprozess ist nur die halbe Miete. Die andere wichtige Komponente ist der Kampf mit sich selbst und das ständige Mühen sich gegen die psychologischen Auswirkungen von Marktschwankungen, des Karriererisikos, des Drucks durch Benchmarks, des Wettbewerbs und der Einsamkeit des Langstreckenläufers zu immunisieren.“** (Original: *“The investment process is only half the battle. The other weighty component is struggling with yourself, and immunizing yourself from the psychological effects of the swings of markets, career risk, the pressure of benchmarks, competition, and the loneliness of the long distance runner.”* - Barton Biggs, Legendärer Wall Street Strategist, aus [The MacroTourist, 2024 Trading Wisdom](#))

Vielleicht ist dies eine der am meisten unterschätzten Qualitäten eines guten Investors, und 2024 fühlte es sich sicher so an, als ob dies mehr als die halbe Miete braucht, um seinem grundsätzlichen Investment-Ansatz treu zu bleiben. Und dabei gilt auch:

**„Ein Fehler, der mehr als einmal wiederholt wird, ist eine Entscheidung.“** (Original: *“A mistake repeated more than once is a decision.”* - Jim O’Shaughnessy, Portfolio Manager, aus [The MacroTourist, 2024 Trading Wisdom](#))

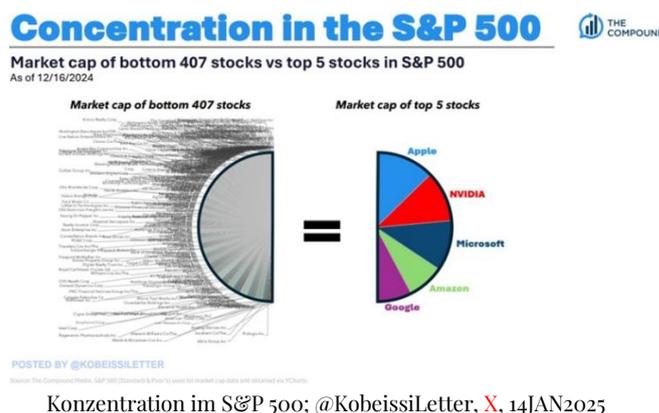


## Was hält 2025 für uns bereit?

Anlager-Weisheiten sind sicher interessant, aber viel spannender ist für meine Leserschaft wohl die Frage, wie wir die Entwicklung an den Finanzmärkten und damit auch des IASF für 2025 einschätzen. Wenn ich den Marktausblick zusammenfassen müsste, dann mit der Vorabbemerkung, dass ich dies nur ohne Gewähr tun kann, da ich selbstverständlich nicht weiss, wie sich die Märkte entwickeln werden.

Was ich weiss ist, dass die Finanzmärkte Zyklen unterliegen, und dass der Sommer für Aktien, wie für den US-Dollar, extrem mild war und lange angehalten hat. Daher erwarten wir für 2025 eine Korrektur an den globalen Aktienmärkten, wie auch einen schwächeren US-Dollar, wofür sowohl die exorbitanten Bewertungen wie auch die Übergewichtung internationaler Investoren spricht. Letzteres lässt sich am Beispiel südkoreanischer Investoren ablesen, die gemäß der [Financial Times](#) ihre Allokation zu US-Aktien im vergangenen Jahr um 65% erhöht haben. Wenig überraschend waren dabei die favorisierten Aktien Tesla, gefolgt von Nvidia, Apple und Microsoft.

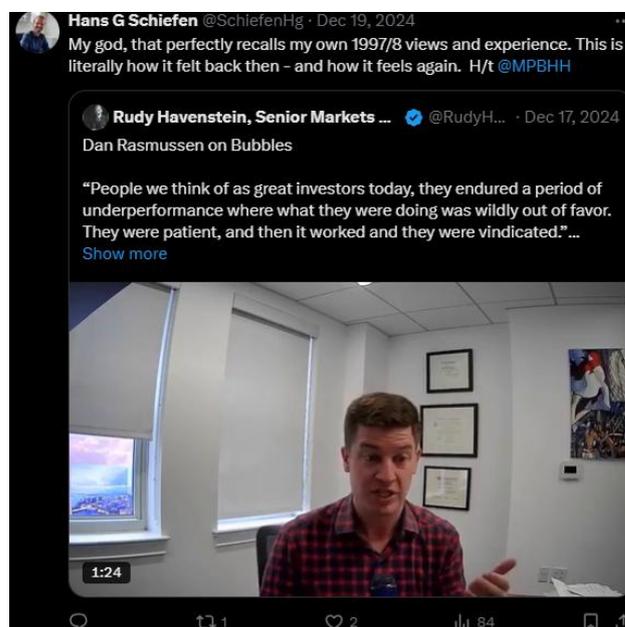
Die Welt hat wohl noch nie so konzentrierte Portfolios gesehen wie heute. Dabei glauben die Investoren, dass sie über die passiven Index-Vehikel diversifiziert anlegen. Das ist jedoch in Frage zu stellen, wenn die Marktkapitalisierung der 5 größten Aktien im S&P 500 genauso groß ist wie die der 407 kleinsten. AAPL, NVDA, MSFT, GOOGL und AMZN sind insgesamt 15.3 Bio. USD wert und damit mehr als die Aktienmärkte von China und HK zusammen.



In vielerlei Hinsicht fühlt sich 2025 ähnlich an wie 2000, oder wenn man historischen Berichten Glauben schenken darf auch 1929 oder 1972. 1929 hätte man zu Recht auch von US-Exzeptionalismus sprechen können, denn das Land war schon damals führend in Bereichen wie Radio, Auto- und Fließband-Produktion und wies extrem hohe Wachstumsraten aus (8.5% im Jahr 1929). Dennoch mussten die Aktienanleger über die folgenden drei Jahre Verluste von 90% ihres Vermögens hinnehmen. 1972 war die Situation ähnlich. Die Anleger schwärmten nur so von den außerordentlichen Wachstumsaussichten von Coca Cola, Procter & Gamble, Johnson & Johnson oder IBM und der Preis den sie für diese (Nifty-Fifty-)Gesellschaften zu zahlen bereit waren spielte keine Rolle. Zwei Jahre später hatten diese Aktien bis zu drei Viertel ihres Wertes verloren. Die Situation im Anflug auf 2000 habe ich weiter oben schon einmal angesprochen. – Aber diesmal ist es sicher anders...

Was all diese Bullenmärkte gemeinsam hatten, war die Tatsache, dass der Aufschwung zum Ende hin von einer immer kleiner werdenden Zahl von Mega-Caps getragen wurde. Dies ließ die breiten Marktindices weiter steigen, obwohl die Mehrzahl der Einzelaktien sich schon auf dem Weg in einen Bärenmarkt befand. Das zeichnete die Nifty-Fifty-Phase aus und wiederholte sich in ähnlicher Weise im Anlauf auf das Jahr 2000, als sogenannte Old Economy-Aktien schon 1999 massiv abverkauft wurden, was u.a. auch die ausgeprägte Underperformance von Berkshire Hathaway in diesem Jahr (BRK Buchwert 1999: -20%; S&P 500 Performance +21%) erklärt. Denn Preis stellt bekanntlich für Warren Buffett eine kritische Größe im Anlagegeschäft dar, während der großen Mehrheit der Investoren Bewertungsmodelle in dieser Marktphase völlig egal waren.

1998 und besonders 1999 waren auch für mich schwierige Jahre. Für englischsprachige Leser mag in diesem Zusammenhang der nebenstehende kurze Beitrag von Verdad Capital's Dan Rasmussen zum Thema „Aktienmarktblasen“ von Interesse sein, der sehr gut und treffend meine eigene Erfahrung während der TMT-Blase und im Anschluss daran wiedergibt. – Basierend darauf bin ich davon überzeugt, dass wir uns in einer Phase der Trendwende befinden, und so bleiben wir im IASF teilweise „abgesichert“, sowohl was die Aktien- wie auch die Währungsseite angeht. (Auf letzterer haben wir unsere USD-Hedges Mitte Januar bei 1.02 um weitere 10% der AuM erhöht.)



@SchiefenHg, X, 19DEZ2024

Unser Makro-Ausblick sieht dabei weiter ein eher stagflationäres Umfeld voraus, d.h. sich abschwächendes Wachstum bei gleichzeitig anhaltend (zu) hoher Inflation (wenn man die angestrebte maximale jährliche Geldentwertung von 2% zugrunde legt).



J. Powell: "Inflation ist wirklich kein großes Problem"; Hedgeye, [Cartoon of the Day](#), 19DEZ2024

Dabei sind die Schätzungen der OECD wie immer optimistisch, aber selbst hier wird eine leichte Wachstumsabschwächung über die kommenden Jahre prognostiziert. Und die Inflationsrate wird selbstverständlich umgehend zur Zielgröße zurückkehren; denn schließlich war der jüngste Inflationsschub ja auch lediglich vorübergehender Natur...



Table 1.1. Global GDP growth is projected to remain broadly stable over the next two years

	Average 2013-2019	2023	2024	2025	2026	2024 Q4	2025 Q4	2026 Q4
Per cent								
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>								
World <sup>2</sup>	3.4	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2
G20 <sup>2</sup>	3.5	3.6	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.1
OECD <sup>2</sup>	2.3	1.8	1.7	1.9	1.9	1.8	2.0	1.8
United States	2.5	2.9	2.8	2.4	2.1	2.5	2.2	2.0
Euro area	1.9	0.5	0.8	1.3	1.5	1.1	1.4	1.5
Japan	0.8	1.7	-0.3	1.5	0.6	0.6	1.3	0.3
Non-OECD <sup>2</sup>	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.5	4.3	4.3
China	6.8	5.2	4.9	4.7	4.4	4.7	4.6	4.3
India <sup>3</sup>	6.8	8.2	6.8	6.9	6.8			
Brazil	-0.4	2.9	3.2	2.3	1.9			
<b>OECD unemployment rate<sup>4</sup></b>	6.5	4.8	4.9	4.9	4.8	4.9	4.9	4.8
<b>Inflation<sup>5</sup></b>								
G20 <sup>6</sup>	3.0	6.1	5.4	3.5	2.9	4.4	3.1	2.8
OECD <sup>6</sup>	1.7	7.1	5.4	3.8	3.0	4.7	3.3	2.7
United States <sup>7</sup>	1.3	3.8	2.5	2.1	2.0	2.5	2.1	2.0
Euro area <sup>8</sup>	0.9	5.4	2.4	2.1	2.0	2.3	2.0	2.0
Japan <sup>9</sup>	0.9	3.3	2.6	1.9	2.1	2.3	1.7	2.1
<b>OECD fiscal balance<sup>10</sup></b>	-3.1	-4.8	-4.8	-4.6	-4.4			
<b>World real trade growth<sup>1</sup></b>	3.4	1.0	3.5	3.6	3.5	4.1	3.4	3.5

1. Per cent; last three columns show the change over a year earlier.  
2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.  
3. Fiscal year.  
4. Per cent of labour force.  
5. Headline inflation.  
6. Moving nominal private consumption weights, using purchasing power parities.  
7. Personal consumption expenditures deflator.  
8. Harmonised consumer price index.  
9. National consumer price index.  
10. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 116 database.

OECD Economic Outlook, 4DEZ2024

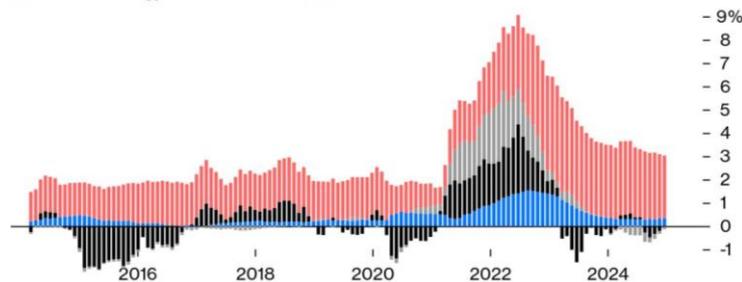
Wenn man den OECD-Schätzungen Glauben schenkt, dann wird die Weltwirtschaft wie ein Uhrwerk wachsen. So werden bis Ende 2026 globale Wachstumsraten zwischen 3.2 und 3.3% erwartet, was minimal unter dem Durchschnitt von 2013-19 liegt. Tief bleibt mit 4.8-4.9% die erwartete Arbeitslosenquote, was deutlich unter dem Durchschnitt von 2013-19 (6.5%) liegt. Auch hier ist keine Spur eines Konjunkturzyklus zu erkennen... - Unterstützend wirkt dabei die anhaltend hohe negative fiskalpolitische Bilanz (Neuerschuldung), die zwar 2025 und 2026 rückläufig sein soll, aber damit immer noch deutlich über dem Schnitt von 2013-19 liegt.

Es scheint geradezu so, als hätte die Wirtschaftspolitik den Heiligen Gral der perfekten Steuerung des Konjunkturzyklus gefunden. Wir sind diesbezüglich jedoch skeptisch. Vor allem die Inflationsentwicklung hat sich bislang als hartnäckiger als erwartet gezeigt. Wie die folgenden Charts zeigen, liegen die Veränderungsraten sowohl in Europa wie auch den USA weiterhin im 3%-Bereich. Auffällig ist dabei, dass nahezu der gesamte jüngste Anstieg vom Dienstleistungssektor getragen wird. Dieser wird vornehmlich von weniger preissensitiven (oder wohlhabenderen) Konsumenten beansprucht, was entsprechende Preisanpassungen erleichtert. Wir glauben, dass dieser Bereich weiterhin hohes Inflationspotential beinhaltet, während Nahrungsmittel (Food), Güter (Goods) und Energie (Energy) einen zyklischen Abschwung erlebt haben, dem üblicherweise ein ebensolcher Aufschwung folgt.

### How the Inflation Cookie Crumbles

Services price rises remain sticky, and food prices are still rising

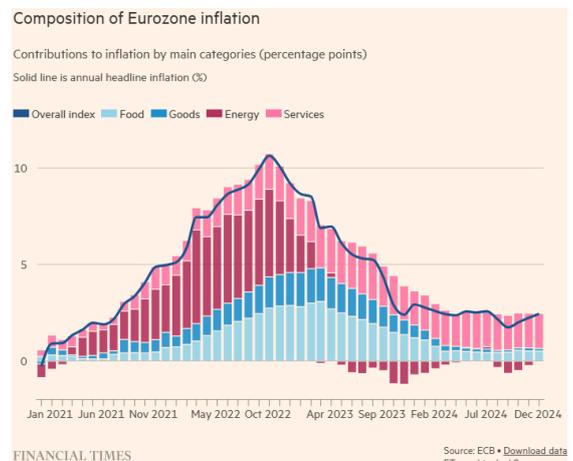
■ Food ■ Energy ■ Core Goods ■ Core Services



Source: Bloomberg Economic Analysis (ECAN)

Bloomberg Opinion

US-Inflation, Bloomberg, John Authors, [Points of Return](#), 16JAN2025



FINANCIAL TIMES

Source: ECB • [Download data](#)  
FT graphic: Joel Suss

Eurozonen-Inflation; [Financial Times](#), 8JAN2025

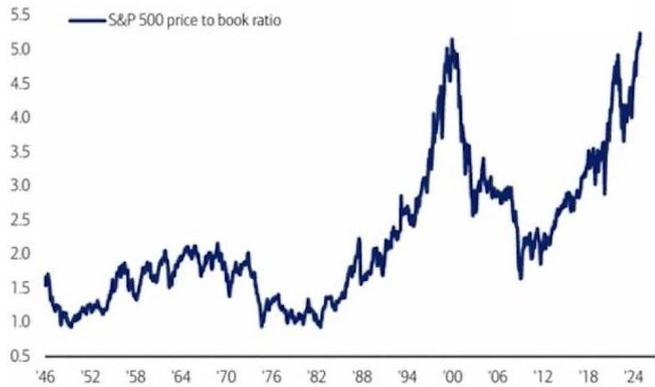




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Chart 6: S&P500 price-to-book ratio now exceeds March 2000 high  
S&P500 index price-to-book ratio



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, Global Financial Data  
BofA GLOBAL RESEARCH

S&P 500-Preis-zu-Buchwert; @Barchart, X, 3JAN2025

Lawrence Hamtil @lhamtil

FCF Yield is the one metric that says both the market in aggregate and the median stock is not too exorbitantly priced

Exhibit 4: The stretched valuation in the US equity market is reflected across most standard valuation metrics  
Data since 1976, unless noted otherwise

Metrics	Aggregate index		Median stock	
	Current	Historical %ile	Current	Historical %ile
EV / sales	3.4	100 %	3.5	97 %
Cash flow yield (CFO)*	5.1 %	100 %	5.8 %	95 %
Price / book*	5.3	99 %	3.7	98 %
EV / EBITDA*	16.5	97 %	13.8	94 %
Forward P/E	22.3	95 %	19.2	95 %
Cyclically adjusted P/E (CAPE)	34.3	96 %	NA	NA
Free cash flow yield*	2.9 %	77 %	3.6 %	63 %
Median absolute metric		97 %		95 %
Yield gap vs. real 10-year UST	240 bp	91 %	310 bp	90 %
Yield gap vs. 10-year UST	6 bp	89 %	76 bp	71 %
Yield gap vs. IG**	-76 bp	88 %	-5 bp	84 %
Median relative metric		89 %		84 %

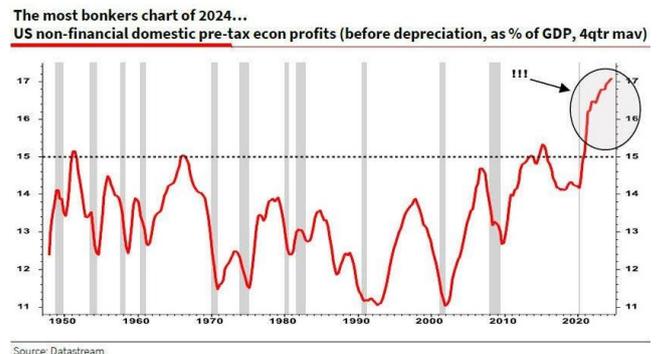
\*data since 1987  
\*\*data since 1999  
Source: Compustat, Goldman Sachs Global Investment Research

7:00 PM · Dec 30, 2024 · 56.4K Views

Verschiedene US-Bewertungskennziffern; @lhamtil, X, 30DEZ2024

Im Hinblick auf unsere weiter bestehenden US-Aktien-Index-Short Positionen spricht vieles für eine Korrektur / einen Bärenmarkt in diesem Jahr. Wie schon geschildert sind die Bewertungen auf rekordhohem Niveau, wie u.a. das Preis-zu-Buchwert-Verhältnis des S&P 500 oben links oder auch die Tabelle rechts zeigt, bei der bis auf die Free Cashflow (FCF)-Rendite alle absoluten Bewertungen innerhalb der Top 5% liegen, die seit 1976 gemessen wurden.

Wenig überraschend wählt @lhamtil die lediglich am oberen Rande des zweiten Bewertungsdrittels liegende FCF-Rendite als Begründung dafür, dass der Aktienmarkt nicht exorbitant teuer ist. Aber zum einen ist eine FCF-Rendite von 2.9% bei einer Fed Funds Rate von 4.5% wenig attraktiv, zum anderen liegen die Gewinnmargen der US-Unternehmen auf historisch rekordhohem Niveau, welches wir nicht als nachhaltig ansehen.



US-Unternehmensgewinne (ex Finanzsektor) als % des BSP,  
Haymaker, 3JAN2025

Steigende Finanzierungskosten, weiter anhaltender Lohnkostendruck, aber auch der (zurzeit noch) feste US-Dollar lassen aus unserer Sicht für dieses Jahr deutlicheren Margendruck erwarten, der es schwierig werden lässt, den überaus optimistischen Gewinnschätzungen gerecht zu werden.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

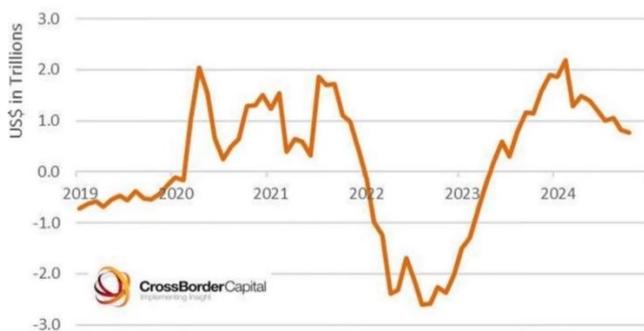
EXPECTATION GAP BY COUNTRY	Investors' long-term return expectations	Expectations Gap	Financial professionals' long-term expectations (2022)*
Global	12.8%	42%	9.0%
US	15.6%	123%	7.0%
Australia	12.5%	81%	6.9%
Hong Kong	12.4%	63%	7.6%
Canada	10.6%	63%	6.5%
Japan	13.6%	56%	8.7%
Italy	9.6%	52%	6.3%
Germany	10.1%	44%	7.0%

Langfristige Aktienmarktrendite-Erwartungen: **Investoren** und **Finanzprofis**; [2023 Natixis Global Survey Of Individual Investors](#)

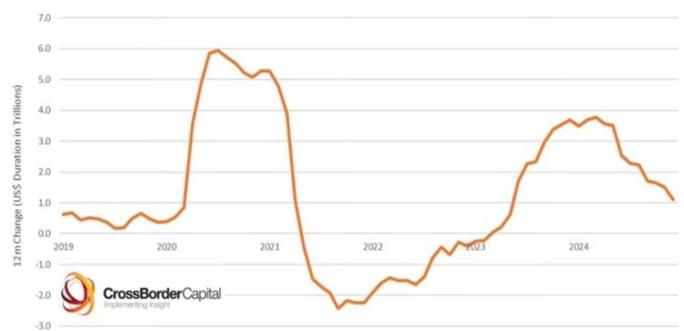
In diese Gemengelage von rekordhoher Profitabilität und rekordhohen Unternehmens-Bewertungen passt natürlich auch das Bild von ungewöhnlich oder besser exorbitant hohen Erwartungen der Anleger hinsichtlich der langfristigen Renditeaussichten im Aktienmarkt, welche ja auch die nie vorher dagewesene Übergewichtung von US-Aktien erklärt. Wie die Tabelle der Natixis links zeigt, ist dies auch ein globales Phänomen, aber nirgends so ausgeprägt wie in den USA. Zum Vergleich: Das Gewinnwachstum für US-Aktien in einer Zeit ohne Rezession liegt bei ca. 6%.

Was spricht noch für eine Korrektur an den Aktienmärkten? – Wie der Gründer und CEO von [Crossborder Capital](#), Michael Howell, in einem Interview mit WtFinance auf [YouTube](#) am 13JAN2025 erläutert, erfuhren die US-Kapitalmärkte in der 2. Jahreshälfte 2023 und bis in die erste Jahreshälfte 2024 hinein enormen Rückenwind durch versteckte Liquiditätszufuhren. **Not-QE, QE** beschreibt dabei wie trotz Bilanzverkürzung (Not-QE = QT) Instrumente wie Reversed Repo, Treasury General Account, Bank Term Funding Program und auch die operativen Verluste der Fed genutzt werden, um Liquidität ins System zu schleusen (s. Chart unten links). **Not-YCC, YCC** wiederum beschreibt den Liquiditätseffekt der Veränderung der Duration von Treasury Bond Emissionen: So absorbiert die Emission von langfristigen Anleihen die Bilanzkapazität von großen Investoren, während die Emission von kurzfristigen T-Bills (bis 1 Jahr Laufzeit) mehrheitlich vom Bankensystem absorbiert wird, um die durch die hohen Staatsdefizite erhöhten Einlagen fristenkongruent abzusichern, was wiederum keinen Liquiditätseffekt hat (s. Chart unten rechts). Diese Liquiditätszufuhren waren zuletzt rückläufig, womit liquiditätsmäßig Gegenwind für Risikoanlagen an den Kapitalmärkten entsteht.

US Fed: 'Not-QE, QE'



US Treasury: 'Not-YCC, YCC' (Change in Dollar Duration)



Liquiditätsverknappung bedroht (Liquidity Crunch Threatens...) 'Everything Bubble'; Michael Howell, [WtFinance](#), 13JAN2025

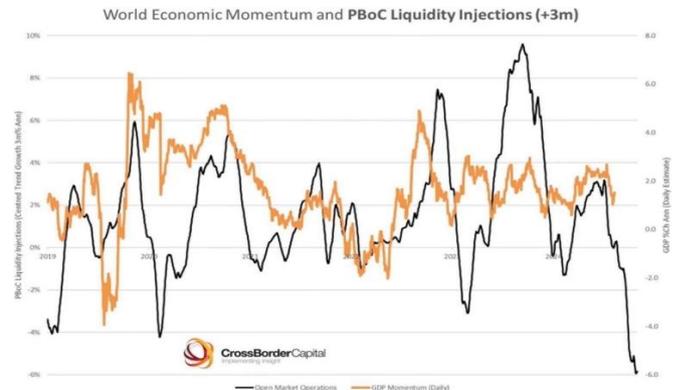
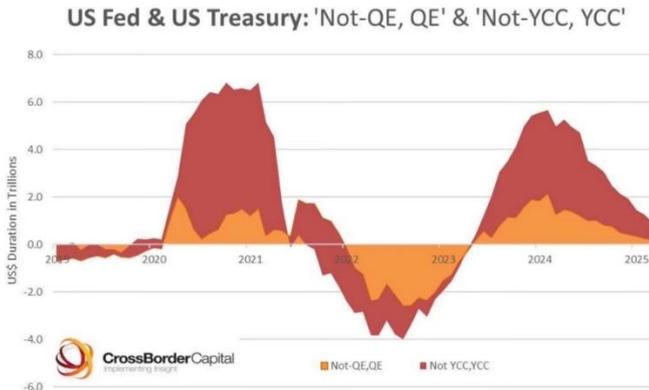




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Der Gesamteffekt wird gemäss CrossBorder Capital im Chart unten links visualisiert:



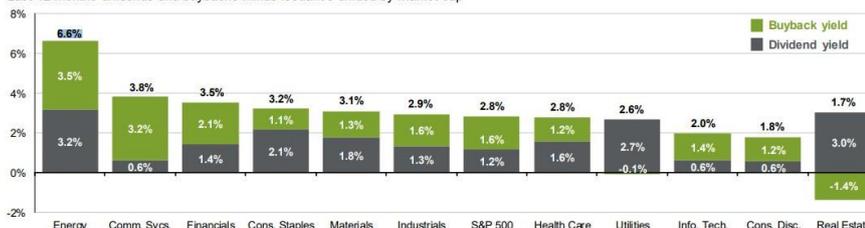
Liquiditätsverknappung bedroht (Liquidity Crunch Threatens...) 'Everything Bubble'; Michael Howell, [WTFinance](#), 13JAN2025

Gleichzeitig geht China durch eine schuldengetriebene Deflationsphase (Bilanzrezession), was auch die stark gesunkenen langfristigen Zinsen signalisieren. Normalerweise würde ein Land diesem Druck mit einer Abwertung seiner Währung begegnen, was China jedoch aus geopolitischen Gründen zu vermeiden sucht. Das bedeutet wiederum, dass das Land durch eine ausgedehnte Restrukturierungsphase gehen muss, die wachstumshemmend ist und den Deflationsschock verstärkt. Um den CNY nicht gegen den USD abwerten zu müssen, verkauft China USD gegen CNY, was dem System Liquidität entzieht, was wie der Chart oben rechts zeigt typischerweise mit einer Verlangsamung (Stagnierung) des globalen Wachstums einhergeht.

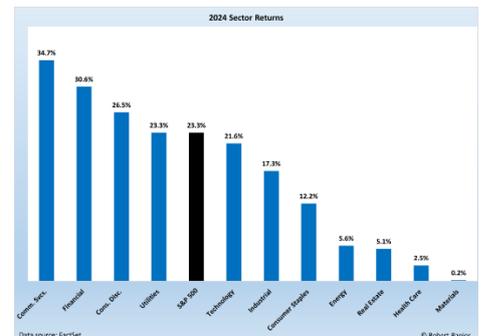
All dies lässt uns wie gesagt eine Korrektur an den Aktienmärkten erwarten. Die Frage bleibt, ob wir diesbezüglich weiter in den richtigen Anlagethemen investiert sind. Für uns spricht vieles dafür, angefangen von den attraktiven Bewertungen, dem Substanzwert-Charakter unserer Anlagen sowie der Tatsache, dass unsere konjunktursensitiven Themen, wie im Tätigkeitsbericht beschrieben, eine wirtschaftliche Verlangsamung schon eingepreist haben. Nehmen wir den Energiesektor als Beispiel, der 2024 die schlechteste Sektor-Performance ablieferte. Dass dabei die Preise relativ zur unterliegenden Profitabilität deutlich gedrückt wurden, lässt sich u.a. dadurch belegen, dass Investoren mit einem Total Shareholder Return (Dividende + Aktienrückkäufe (Buybacks)) von 6.6% belohnt wurden, was ca. 75% über dem zweitattraktivsten Sektor lag.

Total shareholder yield by sector

Last 12-months dividends and buybacks minus issuance divided by market cap



Aktionärsrendite; @MikeZaccardi, X, 2JAN2025



S&P 500 Sektor Returns 2024, [Forbes](#), 4JAN2025



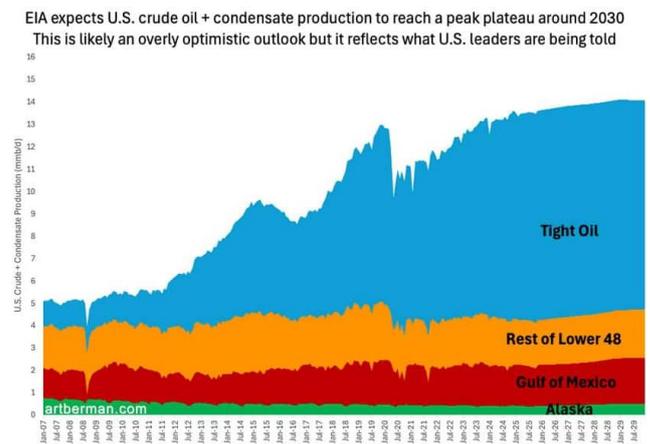


Bei einem S&P 500 Energie Sektor-Total Return von 5.6% bedeutete dies auch, dass es zu einer erheblichen Bewertungskontraktion kam, die den Sektor aus unserer Sicht zu Beginn des Jahres 2025 noch attraktiver macht, als er dies im vergangenen Jahr schon war.

Der Markt ist offensichtlich sehr nervös, dass Donald Trump sein „Drill, Baby, Drill“-Motto realisieren kann, dass vorsieht dem Markt enorme Freiheit bei der Erschließung neuer Öl- und Gasfelder zu gewähren, was höhere US-Produktion (und Exporte) mit sich bringen soll und damit niedrigere Energiepreise. Eine nüchterne Betrachtung lässt jedoch vermuten, dass dieser Prozess Zeit braucht und die Branche dabei sicher nicht bereit sein wird auf angemessene Gewinnmargen zu verzichten.

Energieexperte [Art Berman](#) hat dazu folgendes zu sagen:

*„Trumps Überzeugung, dass die Öl- und Gasvorkommen der USA unbegrenzt sind, ist schlichtweg falsch. Die Prognose der EIA zeigt ein langsames Wachstum bis 2028 und dann ein Plateau bis 2030 – eine Ansicht, die wahrscheinlich zu optimistisch ist. Sie ignoriert die steigenden Kosten für Bohrungen in weniger ergiebigen Quellen und die Tatsache, dass Aktionäre und Kapitalmärkte die dafür erforderlichen massiven Bohrungen nicht unterstützen. Ein typisches Beispiel dafür ist, dass es beim jüngsten Verkauf von Pachtverträgen für das Arctic Refuge keine Gebote gab.“*



US Crude und Kondensat-Produktion gemäss EIA; [The Energy March of Folly](#), Art Berman, 10JAN2025

Wir haben uns zu diesem Thema in den vergangenen Ausgaben der Seasonal Reflections immer wieder geäußert und auf Sonderfaktoren beim Angebot, wie auch die Bedeutung der Positionierung von Finanzmarktteilnehmern hingewiesen.



Aus unserer Sicht bleibt die Öl- und Gas-Industrie eine extrahierende Industrie, die zwar von Kostenvorteilen aufgrund verbesserter Technologie profitiert, aber auch mit der ständig fallenden Ausbeute leben muss. Daher erwarten wir z.B. den Brent-Ölpreis in einer mittelfristigen Bandbreite von 70-90 USD, was für die Industrie eine anhaltend hohe Profitabilität gewährleistet.

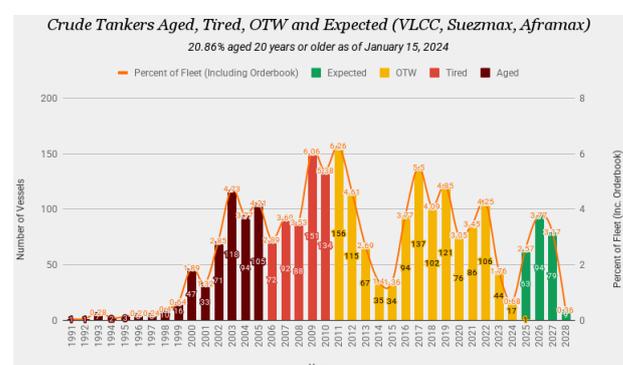
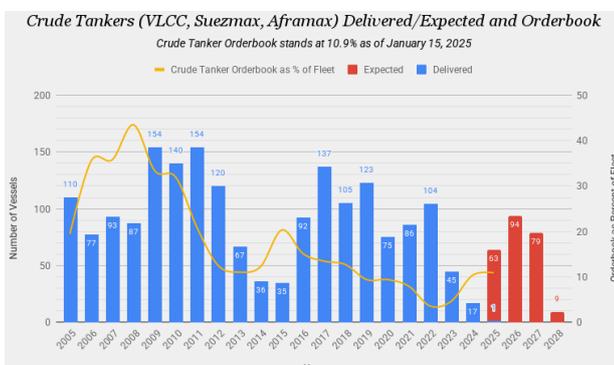
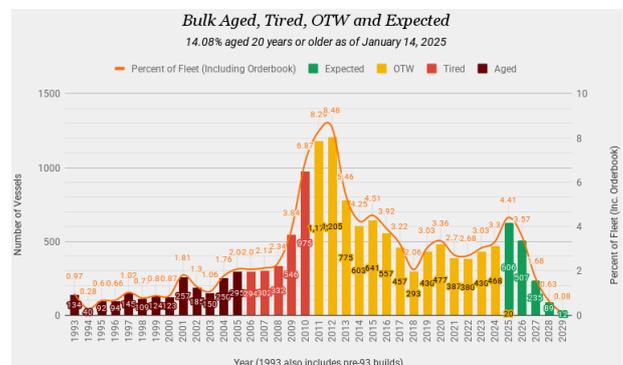
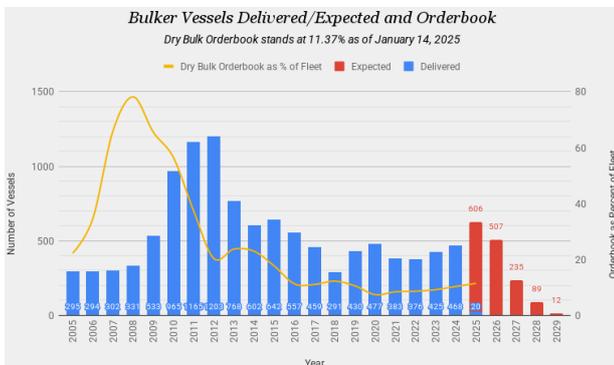


# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Auch der Uransektor hatte 2024 ein sehr schwieriges Jahr, obwohl die Atomenergie weltweit eine Renaissance erlebt und die oft beschriebene Angebotslücke immer mehr zur Realität wird. Auch hier brauchen die Anleger Geduld. Wie schon oft erlebt ist der erste Aufschwung noch sehr spekulativer Natur und von wenigen und eher nervösen Händen getragen, weshalb dies immer wieder „Verdauungsphasen“ mit sich bringt, wie wir diese im vergangenen Jahr erlebt haben. Je deutlicher jedoch der fundamentale Rückenwind wird, desto mehr werden sich auch längerfristige Anleger dem Sektor zuwenden, und wir sind optimistisch, dass 2025 einen erneuten Aufschwung im Uransektor erleben wird. Mehr Information zum Thema Uran finden Sie auf der Homepage des [Uranium Resources Fund](#), die eine Fundgrube interessanter Tatsachen und aktueller Entwicklungen im Sektor darstellt.

Und um noch kurz auf das Thema **SCHIFFFAHRT** einzugehen und die Frage, wieso wir an diesem höchst zyklischen Thema festhalten, hier nochmal die Auflistung der wichtigsten Argumente: Erstens sehen wir den Sektor mittelfristig weiterhin als inflationssensitiv an und damit als Begünstigter von einer Rotation von Wachstums- / Momentum-Anlagen hin zu Value- / Substanzanlagen. Zweitens ist dies ein Sektor, der eine Schlüsselrolle im internationalen Handel spielt und dessen Präsenz in der Logistikkette nicht zu ersetzen ist. Drittens ergibt sich hier besonders in den von uns favorisierten Sub-Sektor-Bereichen „Tanker“ und „Dry Bulk“ eine wachsende Angebotslücke, da eine rapide alternde Flotte auf ein extrem dünnes Orderbuch trifft.



January 2025 Supply-Side Updates, Value Investor's Edge, 18JAN2025



Für weitere Details zum allgemeinen Anlageargument für den **SCHIFFFAHRTS**-Sektor kann ich meiner Leserschaft das Interview „[Shipping: A Contrarian's Dream Sector](#)“ mit J Mintzmyer von [Value Investor's Edge](#) empfehlen, das Kevin Miur am 19. Januar 2025 auf seinem [The Market Huddle](#)-YouTube-Kanal veröffentlichte.

Ein viertes Argument leitet sich aus der Tatsache ab, dass der Sektor nur von wenigen Spezialisten verfolgt wird und eine hohe Volatilität aufweist. Dies bietet immer wieder ausserordentlich attraktive Anlagegelegenheiten an zyklischen Tiefpunkten, wie wir diese auch jetzt gerade wieder erleben, und zwar in Aktien, die fundamental attraktiv bewertet sind. Das bietet vielleicht nicht das gleiche kurzfristige Aufwärtspotential wie **\$TRUMP**, aber erfüllt unserer Meinung nach die Kriterien fürs „Investieren“ statt „Spekulieren“.

Und dass wir weiter an Edelmetalle und deren Produzenten glauben und entsprechend investiert sind, ist in erster Linie darin begründet, dass wir uns von diesem Sektor eine bessere Realverzinsung erwarten als von Staatsanleihen. Denn wie auch der Chart zeigt, hat der Goldpreis die breiten Bond-Indices über die vergangenen 5 Jahre deutlich geschlagen.



@dLacalle\_IA, X, 2JAN2025

Wir erwarten, dass dies auch in den kommenden 5 Jahren der Fall sein wird. Und so zitieren wir Daniel Lacalle im oben genannten X-Beitrag mit den folgenden Worten: «*Keine Regierung will Ihnen einen realen ökonomischen Ertrag bieten. Inflation ist Politik und kein Zufall.*» – Dem haben wir nichts hinzuzufügen.





## SCHLUSSBEMERKUNGEN

In Anbetracht der Länge dieses Reports und einem schwindenden Zeitbudget möchte ich meine Ausführungen an dieser Stelle zum Ende bringen. Dabei möchte ich hier noch kurz aus dem jüngsten Memo von Howard Marks zitieren, der darin folgendes feststellt: „*Es sollte nicht überraschen, dass die Rendite einer Investition in erheblichem Maße vom Preis abhängt, den man für sie bezahlt. Aus diesem Grund sollte es den Anlegern nicht gleichgültig sein, wie der Markt heute bewertet wird.*“ (Original: “*It shouldn’t come as a surprise that the return on an investment is significantly a function of the price paid for it. For that reason, investors clearly shouldn’t be indifferent to today’s market valuation.*” – [On Bubble Watch](#), Howard Marks, 2JAN2025) – Amen!

Die Spätphase eines Bullenmarktes wird immer durch exorbitant hohe Bewertungen geprägt, und diese werden regelmässig durch die besonderen vorherrschenden Umstände erklärt, denn der Markt tendiert generell dazu Trends zu extrapolieren. Für uns bedeutet dies das weiterhin Geduld erforderlich ist. Wie unser alter Freund (und Fondsmanager) James Hay unter der Überschrift «*Geduld ist eine Tugend*» ([Patience Is a Virtue](#)) im Jahresendbrief des [Pangolin Asia Fund](#) schrieb: «*In einer Anlagewelt, in der es um schnelle Renditen geht, scheint der wirklich langfristige Anleger eine aussterbende Art zu sein. Ob Bitcoin oder die Glorreichen 7 – die Versuchung zum Rückspiegel-Investieren überzugehen, ist auch für geduldige Anleger größer denn je. Pangoline nehmen keine Rücksicht auf kurzfristige Schwankungen oder die Ströme des schnellen Geldes. Langfristig gesehen führt der geduldige Besitz gut geführter Unternehmen, die ihre Erträge stetig steigern können, im Allgemeinen zu angemessenen Renditen. Der Trick besteht darin, sich nicht von den unaufhörlichen Finanznachrichten von heute ablenken zu lassen und seiner Überzeugung zu vertrauen, auch wenn die eigene Anlage vielleicht schlechter abschneidet als der Bitcoin des Nachbarn.*» – Damit gehöre wohl auch ich der Gattung der Investment-Pangoline an...

Und so möchte ich die erste Ausgabe meiner Seasonal Reflections im Jahr 2025 abschließen, für das wir wieder mehr Licht als Schatten erwarten. Wie immer freue ich mich über Ihr Feedback [per E-Mail](#) und danke allen Leserinnen und Lesern für Ihr Interesse und unseren Investoren für die gezeigte Geduld und Treue, und ich freue mich darauf den ein oder anderen in [Mannheim](#) persönlich zu treffen.

Herzliche Grüße aus Schaan, Liechtenstein!

**Hans G. Schiefen**

Partner & Fund Manager

Incrementum AG

Im alten Riet 153, 9494 Schaan (LI)

Tel.: +423 237 26 67

Mail: [iasf-info@incrementum.li](mailto:iasf-info@incrementum.li)

Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

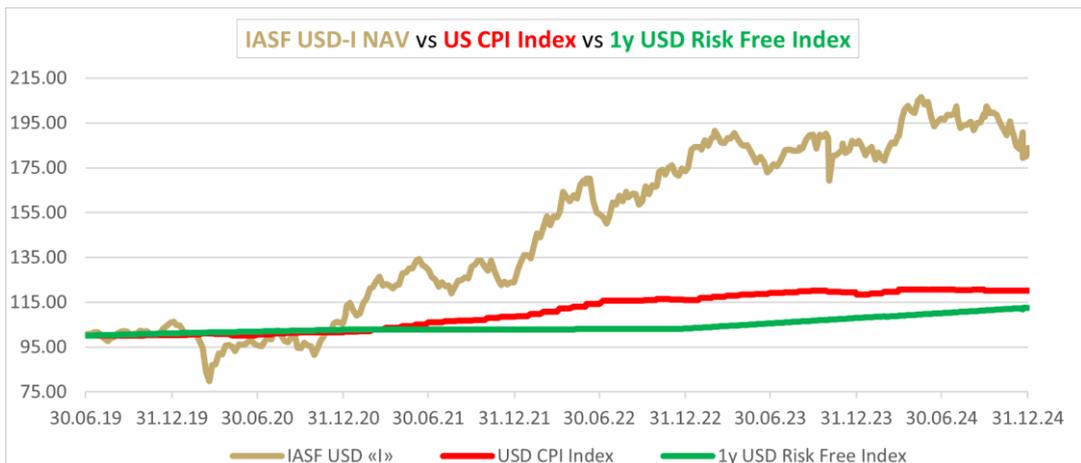
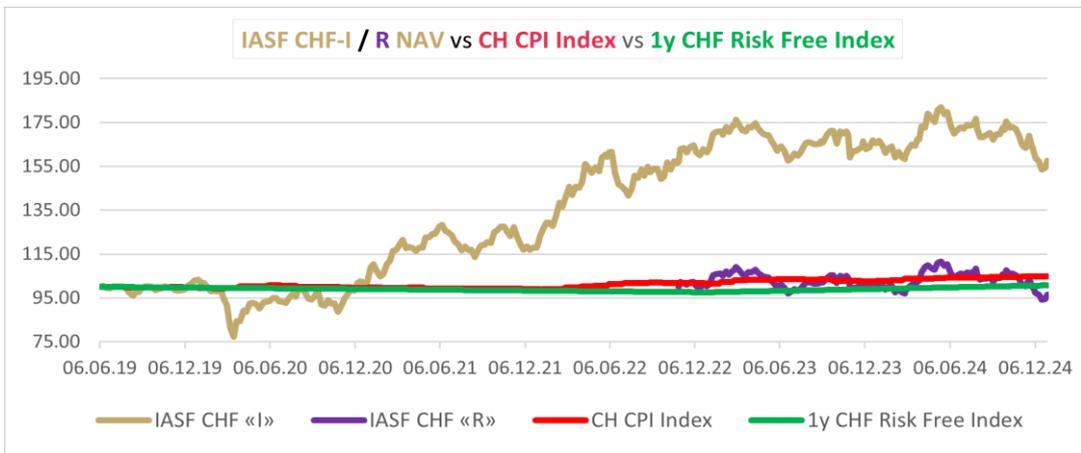
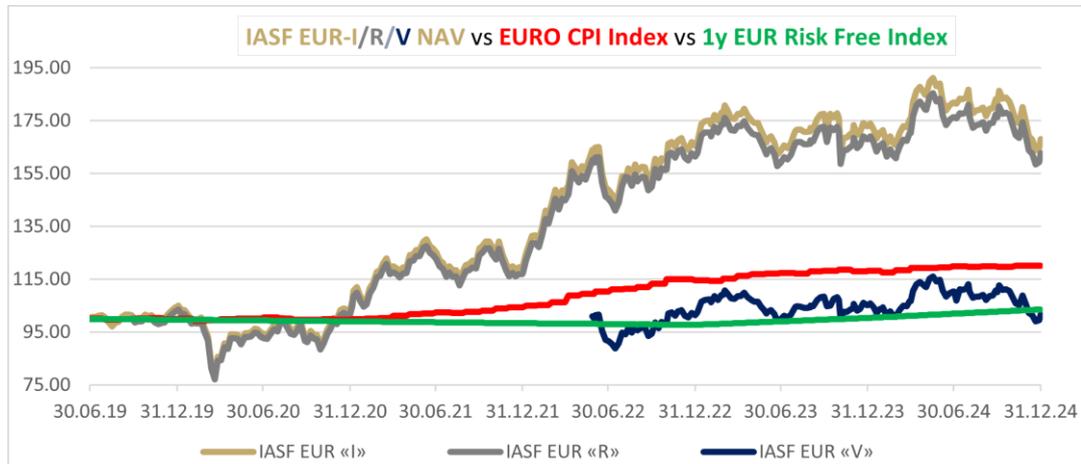




# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

## Anhang



\* Die Charts zeigen den NAV des IASF bis zum letzten Bewertungstag (31DEZ2024), 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 CHF-R-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 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 Interessenskongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg; Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexible, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.

### Disclaimer

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

