



**Spezialausgabe – 18. Dezember 2024**

***Seasonal Reflections***

***Interim Management-Kommentar***

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

aufgrund der schwachen 4Q- und insbesondere Dezember-Performance unseres **Incrementum All Seasons Fund (IASF)**, der per 16.12. einen Drawdown von 14.23% in der EUR-I-Anteilsklasse seit dem Hoch am 21. Mai registriert hat, möchte ich hier kurz auf die Gründe und die Situation sowie mögliche risikobegrenzende Maßnahmen eingehen.

Doch bevor wir hier weitermachen, 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 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.**

Für regelmäßige Leser meiner *Seasonal Reflections* dürfte es offensichtlich sein, dass uns der jüngste NAV-Drawdown überrascht hat, insbesondere im Hinblick darauf, dass im Dezember einerseits unsere Aktienthemen stark unter Druck kamen, während andererseits unsere Short-Positionen keinen Schutz bzw keine Absicherung boten.

Wir haben uns im **IASF** strategisch so positioniert, dass wir auf der Anlageseite hauptsächlich Value- und Substanz-Aktien halten, von denen wir überzeugt sind, dass sie sich im langfristigen Verlauf des globalen Schuldenzyklus als besonders realwert-erhaltend und -bildend erweisen werden. Die Kombination von überhöhter Staatsverschuldung plus wachsenden Defiziten aus Sozialversicherungs- und Pensionsansprüchen kann unserer Meinung nach nämlich realistisch nur durch eine länger anhaltende Phase der Inflation und finanzieller Repression bereinigt werden. Daher sind wir weiterhin von unserer grundsätzlichen Positionierung auf der Anlageseite überzeugt. Kurzfristig scheint die Mehrzahl der Investoren hier jedoch die Risiken einer (globalen?) Rezession höher zu gewichten, was zu Top-Down-getriebenen Verkäufen in nahezu all unseren Aktienthemen geführt hat. Dazu kam zuletzt auch noch der Effekt des „Window Dressing“ zum, sowie steuerlich bedingte Verkäufe vor dem Jahresende. Als Ergebnis dessen wiesen unsere Anlagethemen die folgenden durchschnittlichen Returns seit dem NAV-Hoch vom Mai 2024 aus:

<i>Thema (% der AuM)</i>	<i>31. Mai</i>	<i>16. Dezember</i>	<i>Differenz (in %-Pkt)</i>
<b>Energie (22%)</b>	+11%	-9%	-20%
<b>Edelmetallproduzenten (14%)</b>	+15%	+27%	+12%
<b>Schifffahrt (13%)</b>	+37%	-8%	-45%
<b>Sonstige Rohstoffproduzenten (7%)</b>	+2%	-14%	-16%
<b>EM Value (5%)</b>	-3%	+1%	+4%
<b>Japan Value (4%)</b>	+19%	-1%	-20%
<b>Infrastruktur / Immobilien (3%)</b>	+11%	+1%	-10%
<b>Sonstige (7%)</b>	+0%	-8%	-8%

Die Übersicht zeigt, dass insbesondere die Themen **SCHIFFFAHRT** (beschleunigt im November / Dezember), **ENERGIE**, **JAPAN VALUE** und **SONSTIGE ROHSTOFFPRODUZENTEN** den Hauptteil der seit Mai erlittenen Verluste beigetragen haben. Dies hat u.E. unterschiedliche Gründe, aber der Hauptgrund ist, dass sich unsere Anlageselektion stark auf Substanz- und Value-Aktien fokussiert hat, welche der gestiegenen spekulativen Stimmung im Markt zum Opfer fielen. So hat die Wahl Donald Trump's zum zukünftigen US-Präsidenten zu einem 50%igen Anstieg von Bitcoin und einem 90%igen Anstieg der Tesla-Aktie geführt, was über einen Zeitraum von 6 Wochen und angesichts der vorherrschenden Marktkapitalisierung dieser Anlagen einfach schier unglaublich erscheint. – Eine Berücksichtigung fundamentaler Faktoren liegt solchen Preisausschlägen wohl kaum zu Grunde.

Dem gegenüber stehen unsere Futures Short-Positionen, die grundsätzlich Marktrisiko reduzieren sowie von einer langfristigen Rotation aus Wachstum / Tech in Value / Substanz-Titel profitieren sollen, und im selben Zeitraum folgende Ergebnisbeiträge geleistet haben:

<i>Short Index Futures (% der AuM)</i>	<i>31. Mai</i>	<i>16. Dezember</i>	<i>Ergebnisbeitrag (in %)</i>
<b>Nasdaq 100 (-34%)</b>	18591	22090	-5.5%
<b>S&amp;P 500 (-19%)</b>	5296	6068	-1.5%
<b>DAX (-5%)</b>	18497	20313	-0.5%

Damit war dieser Teil unserer Allokation für einen Wertverlust in Höhe von 7.5% verantwortlich.

Natürlich ist dies auch für uns extrem enttäuschend (ihr PM ist mit einem signifikanten Teil seiner Ersparnisse im Fonds engagiert). Beim Blick in den Rückspiegel wird offensichtlich, dass wir die Gesamtmarktentwicklung viel zu negativ eingeschätzt haben, und durch die gehaltenen Short-Positionen eine deutliche Reduktion unseres Ergebnisses hinnehmen mussten. Zusätzlich kam nun in den vergangenen Monaten auch noch die o.g. Verluste in einigen unserer favorisierten Aktienthemen. – Was ist nun zu tun?

Unserer Einschätzung nach erleben wir zurzeit die nächste rollierende Blase an den Finanzmärkten nach 2021, als die Diskussion im Markt von Meme Stocks, Cryptowährungen und (u.a.) dem schier unaufhaltsamen Anstieg der Tesla-Aktie (von \$30 Anfang 2020 auf mehr als \$400 im November 2021) sowie der Mag 7 geprägt war. Damals führte der Anstieg der langfristigen Zinsen zur überfälligen Korrektur von 2022, was auch diesmal wieder ein Thema werden sollte, da die Schuldendynamik in der westlichen Welt weiter hoch bleibt, welche sich damit zunehmend mit Refinanzierungshürden konfrontiert sehen wird.

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der jährliche neue Ersparnis- / Anlagepool nicht unendlich ist, und bis auf weiteres ohne erneute QE-Maßnahmen / Anleihekäufe der Zentralbanken eine wachsende Staatsverschuldung finanzieren muss. Kurzfristig kann dabei die Nachfrage nach Aktien durch den Einsatz von Leverage (die Private-Equity- / -Asset-Industrie hat hier sicher einen bedeutenden Beitrag geleistet) zwar erhöht werden, während das Angebot und damit der effektive Free Float durch die weitgehend passive Anlagestruktur ebenfalls kleiner ist als man annehmen würde, was wiederum den zurzeit zu beobachtenden Squeeze-Effekt erklärt.

Längerfristig steht dem jedoch der Trend einer alternden Bevölkerung gegenüber, die sukzessive ihre Ersparnisse auflöst und verbraucht, sowie zumindest in der jetzigen Phase ein deutlich verringertes Geldmengenwachstum. Deshalb glauben wir nicht, dass sich die Vermögenspreise auf einem permanent hohen Plateau befinden, sondern im Gegenteil, dass die Märkte so anfällig wie lange nicht für eine heftige Korrektur sind, die die Bewertungen wieder zurück in einen annähernd (und historisch) fairen Bereich führt.



# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

Seit dem Covid-Crash hat sich z.B. der Nasdaq verdreifacht und seit Oktober 2022 verdoppelt, was Wertsteigerungen entspricht, die historisch nur in Spätphasen langanhaltender Bullenmärkte registriert werden, wie z.B. Ende der 90er Jahre. Damals war die Revolution des Internets das vorherrschende Motiv, heute ist es KI.



Nasdaq 100, [investing.com](https://www.investing.com), 17DEZ2024

Letztlich ist es außergewöhnlich schwierig einzuschätzen, wie weit sich die heutige spekulative Blase noch ausdehnen kann. **Rekordhohe Aktienmarktbewertungen** (u.a. Shiller PE, aber auch Buffet's Market-Cap-zu-GDP-Ratio sind höher als 2000 und 1929), eine **sehr hohe Risikoneigung unter den Investoren** (u.a. gemessen an den gigantischen Optionsvolumen oder den Zuflüssen in Leveraged ETFs), sowie die seit Jahren anhaltenden Anlageströme in die USA und die damit einhergehende **massive Übergewichtung internationaler Investoren in US-Aktien** (über die Höhe des US-Anteils am [MSCI World](https://www.msci.com), zZt 74%, habe ich regelmäßig berichtet) sind jedoch klare qualitative Hinweise darauf wie weit fortgeschritten diese Hausse ist.

Das alles ist zwar eine notwendige Bedingung für einen Trendwechsel, aber noch keine hinreichende. Für letzteres weisen jedoch langfristige Momentum-Indikatoren auf die Erschöpfung der Anlegerströme hin, was uns zur Einschätzung kommen lässt, dass wir zurzeit das letzte Hurra dieses Bullenmarktes erleben.

Nun werden Sie vielleicht (und zu Recht) einwenden, dass es dafür keine Garantie gibt und wir schon lange eine Korrektur dieses Bullenmarktes erwartet haben. Das ist sicher richtig, und ich denke ich bin hier wohl zu stark durch die Vergangenheit geprägt, in der ich seit 1987 neben einer Vielzahl kleinerer Crashes und Korrekturen auch die beiden großen Bärenmärkte (2000 und 2008) als professioneller Investor und Portfoliomanager durchschiffte habe. Was all diese Marktkorrekturen gemein hatten, war, dass es vorab durchaus einige fundamental warnende Stimmen gab, die jedoch vom Markt ignoriert und als irrelevant abgestempelt wurden. Typischerweise ändert sich das Bild erst dann, wenn der Bärenmarkt sich voll entfaltet hat, und im Nachhinein werden dann oft Bücher über diese Vorwarnungen geschrieben und darüber, wie es kommen konnte, dass die Mehrheit der Anleger die Korrektur nicht hat kommen sehen.....





Ich gehörte vor beiden Korrekturen zu den mahnenden Stimmen und musste ex-ante viel Kritik für meine vorsichtige Haltung einstecken, aber es gelang mir in beiden Fällen diese (~50%-)Aktienmarktkorrekturen „unbeschadet“ zu überstehen, d.h. es gelang uns innerhalb von 1-2 Jahren neue Höchststände in den Portfolios zu erreichen. Dies vor allem weil wir sehr viel vorsichtiger positioniert waren und damit die Verluste im Bärenmarkt klein hielten. Denn wie die Tabelle rechts zeigt, sind es die >50% Verluste, die viel Performance und damit Zeit benötigen um sie wettzumachen.

Loss	% Gain needed to Break even
10%	<b>11%</b>
20%	<b>25%</b>
25%	<b>33%</b>
30%	<b>43%</b>
40%	<b>67%</b>
50%	<b>100%</b>
60%	<b>150%</b>
70%	<b>233%</b>
80%	<b>400%</b>
90%	<b>900%</b>
100%	<b>Game over!</b>

Welche Performance wird benötigt, um einen vorherigen Verlust wettzumachen

Eine Frage, die sich hier unweigerlich auch stellt, ist wie hoch unser Schmerz-Level für diesen Drawdown ist. Damit verbunden sind Fragen, ob es nicht besser wäre die Short Futures-Positionen aufzulösen, oder einfach mal in Cash zu gehen. – Aus meiner Sicht spricht gegen die Auflösung der Short Futures Positionen zum jetzigen Zeitpunkt die Tatsache, dass wir uns offensichtlich in einem fortgeschrittenen Stadium des Bullenmarktes befinden und damit die teilweise Eliminierung des Marktrisikos zum falschen Zeitpunkt stattfände. Auch der Gedanke in Cash zu gehen und die Korrektur abzuwarten ist vertraut, aber wenig praktikabel, da – wie man in meinen beruflichen Anfangsjahren sagte – bei der Trendumkehr nicht geläutet und diese verlässlich erst ex-post festgestellt wird.

Die einzige für mich akzeptable und sinnvolle Maßnahme wäre eine Reduktion der Anlageseite wie auch der Short-Seite, um insgesamt die Volatilität des Portfolios zu reduzieren. Ich halte dies jedoch zum jetzigen Zeitpunkt und aus den oben beschriebenen Gründen für verfrüht, es ist jedoch eine Maßnahme, die wir in unserem Arsenal bereithalten.

An dieser Stelle kann ich all unseren Anlegern nur versichern, dass mir vollends bewusst ist, wie stressig, enttäuschend und frustrierend solche Phasen sind, und es tut mir leid, dass wir Sie all dem ausgesetzt haben. Wir sind selbst enttäuscht über die Entwicklung des laufenden Jahres und dessen Anlageergebnis, wissen aber auch dass wir die Vergangenheit nicht ändern können und daher nur heute und die Zukunft zählt. Wie wir auch in unseren letzten *Seasonal Reflections* aufzeigten, haben wir unseren Ansatz immer mit Sorgfalt, Bedacht und auch konsequent verfolgt, aber es hat sich dabei auch wieder erwiesen, dass Performanceflauten wie auch gelegentliche Phasen des Gegenwinds zum aktiven Investieren dazugehören. Das ändert weder etwas an der geringen Korrelation und damit diversifizierenden Wirkung des **IASF** in einem eher traditionellen Anlageportfolio noch daran, dass wir in der langen Sicht unser Ziel einer langfristigen realen Vermögensbildung komfortabel erreicht haben.





# Incrementum All Seasons Fund

– in pursuit of real returns –

---

Ich weiß auch, dass wir akzeptieren müssen, falls Anleger sich dazu entscheiden, „die Reißleine zu ziehen“, um ihr Glück / den Investmenterfolg lieber woanders zu suchen. Als Investmentmanager wünscht man sich natürlich eher antizyklische Flows, d.h. Käufe in die Flaute, aber dazu benötigt es viel Vertrauen und einen langfristigen Anlagehorizont. Dieses Update soll auch dazu dienen, dieses Vertrauen zu bilden und die notwendige Transparenz zu schaffen. Ob mir dies gelungen ist, wird sich in den kommenden Wochen zeigen.

Wie immer freue ich mich über Ihr Feedback [per E-Mail](#), bitte jedoch um Verständnis, wenn ich in Anbetracht der nahenden Feiertage nicht alles sofort und ausführlich beantworten kann. Und zu guter Letzt möchte ich mich bei allen Leserinnen und Lesern für Ihr Interesse sowie ganz besonders bei unseren Investoren für Ihr Vertrauen bedanken und Ihnen frohe Festtage sowie einen guten Rutsch ins neue Jahr 2025 wünschen.

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)

## 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.

