

2026 / 01

Seasonal Reflections

Das verflixte 4^{te} Jahr

Liebe Leserinnen und Leser,

wie immer beginnt das neue Jahr mit der Winterausgabe unserer Seasonal Reflections.

Persönlich verbrachte ich die Weihnachtsfeiertage und den Jahreswechsel mit meiner Familie zu Hause in Schaan. Dies erlaubte mir auch etwas Zeit zum Musikhören, und beim Stöbern auf YouTube wurde mir bewusst, wie viele großartige Live-Acts es gibt. Dabei stieß ich auch auf eine Reihe fantastischer Auftritte eines meiner Lieblings-Musiker und Songwriter, Bruce Hornsby, dessen wunderbaren Vortrag Song F / Soon Enough ich [hier](#) verlinkt habe. – Viel Spass beim Hören.

Der Winter ist hier in FL ansonsten bislang eher schneearm gewesen, und meine Lust zum Ski-Fahren hat sich in Grenzen gehalten. Allerdings haben wir Mitte Januar eine sehr schöne Schneeschuh-Wanderung gemacht, bei der auch das nebenstehende Winterbild entstand.



Zur Pradameealp, 17JAN26, HGS-Foto

Inhaltsverzeichnis ([Rote Passagen](#) sind aktive Weblinks und alle Übersetzungen meine):

- Rückblick auf das Jahr 2025	S. 2
- Investoren-Fragen & Feedback	S. 14
- Was erwartet uns in 2026	S. 16
- Ein Blick auf unser Energie-Thema	S. 25
- Anlegerweisheiten 2025	S. 28
- Das Beste kommt zum Schluss	S. 30



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.

Rückblick auf das Jahr 2025

(Dieser Abschnitt entspricht dem Management-Kommentar im Jahresbericht des IASF, plus zusätzlicher Graphiken, der voraussichtlich im März veröffentlicht werden wird.)

2025 war ein geopolitisch turbulentes Jahr, das wesentlich von US-Initiativen geprägt war. Es begann mit der Rückkehr von Präsident Donald Trump ins Weiße Haus am 20. Januar. Dass dies eine „Zeitenwende“ bedeutete, wurde deutlich, als sein Vizepräsident JD Vance am 14. Februar auf der Münchener Sicherheitskonferenz eine Rede hielt, die alles andere als eine Liebesbotschaft zum Valentinstag war. Darin erklärte er kompromisslos und kontrovers, dass anti-demokratische Tendenzen (Matthäus, 7,3-5, kommt einem dabei heute in den Sinn) von Ländern wie Großbritannien und Deutschland eine größere Bedrohung für die Freiheit in Europa darstellen als die russische Aggression. Damit wurde die neue und aggressive Bestimmtheit der neuen US-Regierung und die daraus resultierende tiefe Spaltung des westlichen Bündnisses deutlich. Eine Bestätigung dafür lieferte die international ausgestrahlte Abkanzung des ukrainischen Präsidenten Volodymyr Zelenskyy im Oval Office durch den US-Präsident und seinen Vize am 28. Februar, in der klar gemacht wurde, dass die USA kurz davor stünden, die Ukraine im Stich zu lassen und es Europa zu überlassen, den nahezu vier Jahre anhaltenden Krieg mit Russland zu beenden, einschließlich der Einstellung aller direkten militärischen und finanziellen Hilfen der USA.

Der 2. April brachte dann den „Liberation Day“, an dem die USA für die ganze Welt, Freunde und Feinde gleichermaßen, einseitig und scheinbar willkürliche Zölle verhängten. Die unmittelbare negative Reaktion der Anleihemärkte führte dazu, dass das Zollregime mehrfach verschoben und geändert wurde, und mittlerweile scheinen die Finanzmärkte davon auszugehen, dass die Auswirkungen auf das Wachstum, den globalen Handel und die Unternehmensmargen bestenfalls gering sein werden. Gleichzeitig wurden die anhaltenden Beschwerden der US-Wähler hinsichtlich steigender Lebensmittelpreise und einer insgesamt nachlassenden Kaufkraft weitgehend ignoriert.

Am 13. Juni griff Israel den Iran an und löste damit einen kurzen Krieg aus, der zwei Tage nach den US-Raketenangriffen auf iranische Nuklearanlagen am 22. Juni mit einem Waffenstillstand endete. Wer an eine (innenpolitisch ausgerichtete) „America First“-Agenda und die Zusicherung geglaubt hatte, dass sich die USA nicht mehr in militärische Konflikte in Übersee einmischen würden, musste diese Ansicht revidieren.

Nach der Sommerpause wurde am 29. September ein 20-Punkte-Friedensplan für den Gazastreifen vereinbart, der jedoch noch nicht über die erste Phase hinausgekommen ist, da die Hamas sich weigert, ihre Waffen abzugeben, und die israelische Armee sich weigert, das Gebiet zu verlassen. Unterdessen wurde im Bereich Handel und Zölle deutlich, dass China seine Kontrolle über die weltweite Versorgung und Verarbeitung von Seltenen Erden und kritischen Mineralien als Druckmittel einsetzen könnte – und dies auch bereit ist zu tun.

Dies führte schließlich dazu, dass sich die Präsidenten Trump und Xi am 30. Oktober in Seoul trafen, um Gespräche über eine Deeskalation des Handelskriegs zwischen den USA und China zu führen. Obwohl sie Berichten folgend 100 Minuten lang miteinander sprachen, zweifeln wir, dass hier viel Platz für gegenseitige Sympathie geschaffen wurde, und die Rivalität zwischen den USA und China hält unvermindert an.



Cagle.com, Tom Janssen, 4SEP2025

Zur selben Zeit erlebten die USA mit 43 Tagen die längste Regierungsschließung ihrer Geschichte. Und die lange vehement von den Republikanern geforderte Veröffentlichung der Epstein-Akten wurde immer wieder hinausgezögert. Seit dem 19. Dezember wurden weniger als 1% der stark redigierten Dokumente veröffentlicht.

All das legt die Befürchtung nahe, dass sich die USA zu einer Diktatur entwickeln, deren Steuermann vor allem die Interessen der eigenen Familie und des weiteren Klans im Blick hat, wie z.B. die Annahme großzügiger Geschenke an den Präsidenten, darunter ein luxuriöser B747-Jet aus Katar sowie die [Krypto-Ventures der Präsidentenfamilie](#) zeigen. Und die Welt passt sich weitestgehend an. Dabei erschien es oft geradezu grotesk, die Schar von Speichelleckern um ihn herum zu beobachten. Ein Höhepunkt war hier sicher die zweistündige Peinlichkeit der FIFA-Weltmeisterschaftsauslosung mit -Friedenspreisverleihung. Europa scheint weitestgehend ratlos, wie es mit dieser Form von „America First“ umgehen soll, und reagiert mit einer Mischung aus Empörung und Ehrfurcht, aber ohne klare Strategie, außer mehr Geld auszugeben, das es nicht hat.

Wirtschaftlich gesehen ist dies die wichtigste Erkenntnis aus dem Jahr 2025: Wer die Hoffnung gehegt hatte, dass die USA weltweit eine Vorreiterrolle bei der Eindämmung der staatlichen Defizitausgaben übernehmen würden, muss erkennen, dass alle Aussichten, die ausufernden Staatsausgaben mit einer von Super-Unternehmer Elon Musk geführten Kettensäge zu bekämpfen, nur heiße Luft waren. (Patrick Boyle hat den kurzen Lebenslauf des DOGE (Department Of Government Efficiency) -Projekts in all seiner Überheblichkeit, Selbstüberschätzung bis hin zum ultimativen Misserfolg [hier](#) informativ und unterhaltsam zusammengefasst.)



Dies erklärt auch, warum sich die Weltwirtschaft als überraschend widerstandsfähig erwiesen hat. Die Defizitausgaben der USA blieben mit rund 6% des BIP hartnäckig hoch, was in Friedenszeiten historisch beispiellos ist. Mit der Hälfte dieses Niveaus ist Europa vergleichsweise sparsam, scheint aber bestrebt zu sein, sich ein Beispiel an den USA zu nehmen, wie die Entscheidung Deutschlands vom März letzten Jahres zeigt, als es einen 500 Milliarden Euro schweren Fonds zur Wiederbelebung der Infrastruktur und Industrie des Landes auflegte.

Es wird erwartet, dass Japan unter seiner neuen Premierministerin ebenfalls weiterhin über seine Verhältnisse leben wird, obwohl das Defizit im letzten Jahr mit 1,4% des BIP vergleichsweise moderat ausfiel. Angesichts einer Staatsverschuldung von weit über 200% des BIP ist die Zinssensitivität dort jedoch besonders hoch. Unterdessen hat auch China eine scharfe Wende in seinem fiskalpolitischen Kurs vorgenommen und stimuliert aggressiv, um den Übergang von überschüssigen Exportkapazitäten zu einem wachsenden Binnenkonsum zu erleichtern.

Damit hat u.E. die Fiskalische Dominanz Einzug gehalten. Da dieser Prozess jedoch eher am Anfang steht, tun sich die Märkte noch schwer damit die zukünftigen Auswirkungen von struktureller Inflation und wachsendem Interventionismus adäquat zu diskontieren. Die Deglobalisierung und die demografische Entwicklung wirken sich ebenso inflationär aus wie die Bemühungen um eine Reindustrialisierung der OECD-Länder, während das erhoffte KI-induzierte Produktivitätswunder noch in den Sternen steht. Gleichzeitig steigt die Verschuldung weiter an, da die Politik auf defizitfinanziertes Wachstum setzt, während sie die Zinsen niedrig hält und damit stillschweigend eine noch höhere Inflation in Kauf nimmt. Die Folge wird eine beschleunigte Geldentwertung sein, die für Anleger künftig die größte Herausforderung darstellen wird.

An den Finanzmärkten hilft diese wandelnde Perspektive das Rekordjahr für Edelmetalle zu erklären, in dem Gold um 45%, Silber um 119%, Platin um 100% und Palladium um 56% (alle in EUR) gestiegen sind.



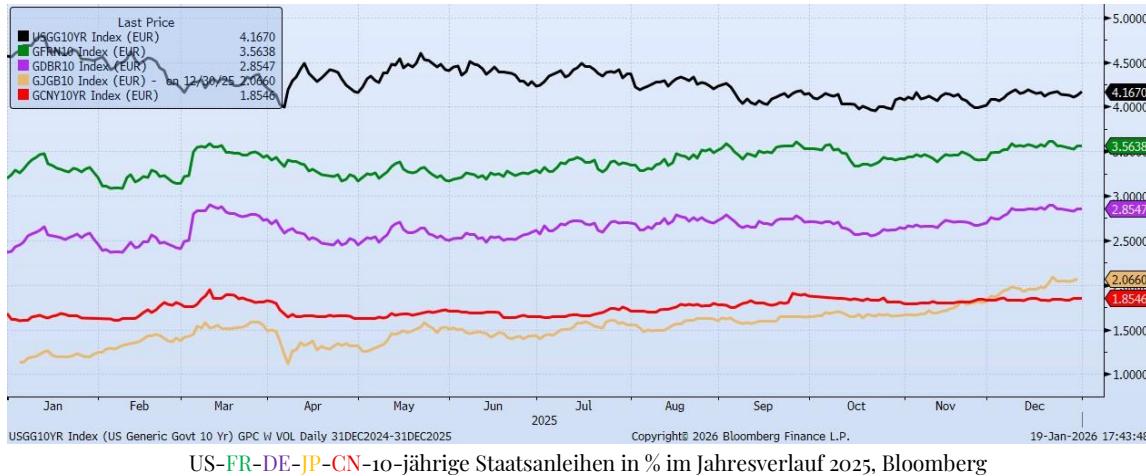
Gold profitiert traditionell sowohl von Unsicherheit als auch von Inflation. Angesichts der wachsenden geopolitischen Spannungen sowie der steigenden Staatsverschuldung und damit verbundenen Dynamik an den Anleihemärkten wird es nun aber auch zunehmend als einzige verbleibende risikofreie Anlage angesehen. Unterdessen profitieren seine kleineren Geschwister angesichts der zunehmenden physischen Knappheit zusätzlich von ihrem industriellen Nutzen und ihrer Notwendigkeit in vielen modernen Produktionsprozessen.

Die Staatsanleihen-Märkte zeigten sich 2025 vom geschilderten Umfeld dagegen bislang wenig beeindruckt. Während die Zinsen am kurzen Ende weiter sanken – die USA senkten sie dreimal um jeweils 25 Basispunkte (BP) auf 3,75% und die EZB viermal um 25 BP auf 2%, während Japan mit zwei Zinserhöhungen um jeweils 25 BP auf 0,75% die Ausnahme war – erwiesen sich die Zinsen am langen Ende als recht stabil.

Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen sanken gar um 40 BP auf 4,17%, während die 10-jähriger Bundesanleihen um 49 BP auf 2,86% und die französischer OATs um 37 BP auf 3,56% stiegen. Insgesamt wurde die Haltung der Anleger gegenüber den vermeintlich risikolosen Staatsanleihen in den USA, Deutschland oder Frankreich durch die Sorge über das schiere Volumen der Kreditaufnahme getrübt, welches die Emissionstätigkeit zunehmend ans kurze Ende der Zinsstrukturkurve drängt.

Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



Das schlechteste Jahr hatte der Markt für japanische JGBs, der von der Kombination aus steigender Inflation (der japanische Verbraucherpreisindex liegt seit April 2022 über 2% und schloss 2025 bei 2,9%), wachsenden Ausgabeplänen und sinkender Nachfrage seitens traditioneller Käufer stark belastet wurde. Dies führte dazu, dass sich die Renditen 10-jähriger JGBs auf 2,07% verdoppelten, während die 30-jähriger JGBs um 110 BP auf beachtliche 3,4% stiegen, was durchaus als Warnung für andere grosse Staatsanleihenmärkte dienen könnte. Die niedrigsten Renditen werden derzeit in China registriert, wo 10-jährige Staatsanleihen nur um 14 BP auf 1,85% stiegen, was eine kaum vorhandene Inflation im Jahresverlauf widerspiegelt, die zum Jahresende jedoch immerhin 0,8% erreichte. Ob die Märkte für Staatsanleihen auch 2026 ähnlich unaufgeregt bleiben, ist unserer Ansicht nach zumindest zweifelhaft.

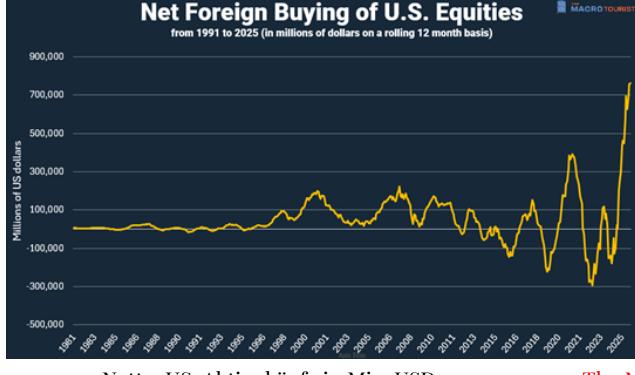
Die Aktienmärkte verzeichneten insgesamt ein weiteres positives Jahr, wobei der MSCI World Index um immerhin 5,4% zulegte (alle Performance-Angaben **in EUR**). Diesmal erwiesen sich die US-Märkte jedoch als relative Underperformer; so verzeichnete der S&P 500 und der Nasdaq 100 Anstiege von 2,6% bzw. 6% (währungsungeichert, in EUR).



Unter den grossen Märkten schloss der DAX mit einem Anstieg von 22,3%, der SMI mit +14.9%, der Nikkei 225 mit +14%, der Hang Seng mit +12,4% und der CAC40 mit +10,4% überdurchschnittlich ab, während der US Small-Cap Index Russell 2000 (-1,9%) in EUR gar einen Verlust einfuhr. Die Schwellenländer hatten ein starkes Jahr, da sie die Inflationsentwicklung besser im Griff hatten und niedrigere Schuldenquoten aufweisen. Dadurch ergibt sich Spielraum für geldpolitische Impulse, während ein schwächerer Dollar die Kosten für den Schuldendienst in Dollar senkt und die Rohstoffpreise ankurbelt.

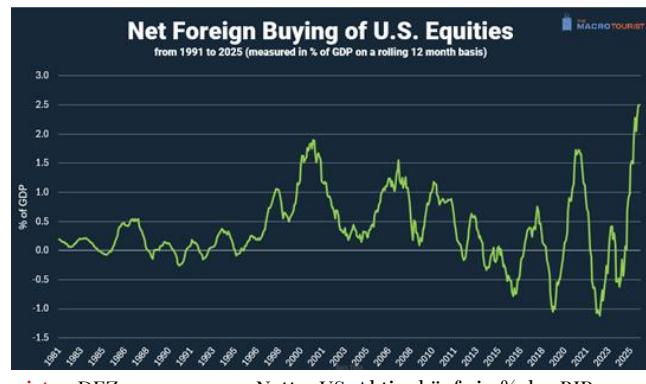
Sector	Total Return (%)	Weight (% of S&P 500)
Information Technology	34.6%	31.1%
Communication Services	19.6%	16.6%
Industrials	16.0%	7.4%
Utilities	15.7%	2.0%
Financials	14.8%	13.1%
Consumer Discretionary	14.0%	10.1%
Materials	12.9%	1.6%
Health Care	9.8%	8.8%
Energy	4.4%	2.6%
Real Estate	-0.8%	1.6%
Consumer Staples	-1.8%	4.9%

S&P 500 Sektor-Performance & -Gewicht 2025, Bloomberg



Netto-US-Aktienkäufe in Mio. USD

Unterdessen wurde der Bullenmarkt in den USA erneut von Technologie und Kommunikationsdienstleistungen angeführt, während der Energiesektor zu den relativen Verlierern gehörte. Dabei wurde die Aktien-nachfrage zunehmend von internationalen und privaten Anlegern angeheizt und führte zu neuen Bewertungshöchstständen ausserhalb der Dotcom-Blase.



The Macro Tourist, 15DEZ2025

Netto-US-Aktienkäufe in % des BIP

US stock market valuations are at their highest level outside the dotcom bubble

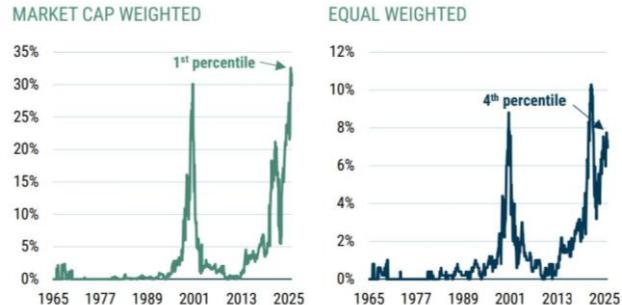
S&P 500 cyclically adjusted price earnings ratio



Source: Robert J. Shiller

S&P500 zyklisch-adj. PE Ratio, Financial Times, 31DEZ2025

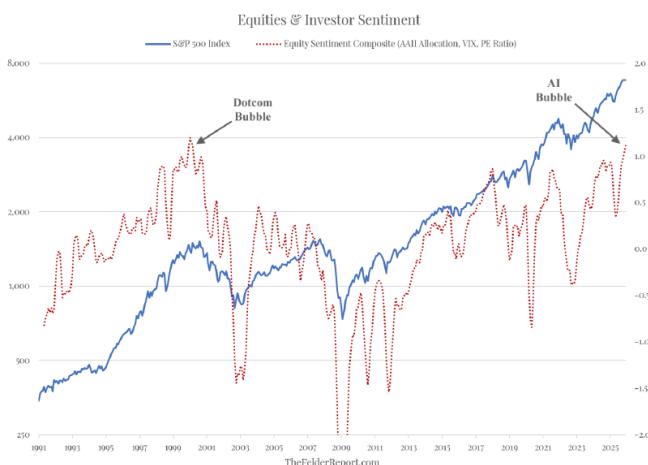
S&P 500 ONCE AGAIN CONCENTRATED IN EXPENSIVE NAMES
% stocks with Price/Sales > 10x is at an extreme even after adjusting for select number of mega-caps



As of 10/31/2025 | Source: GMO

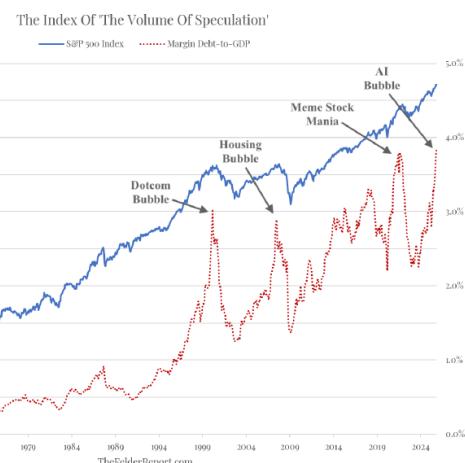
% der Aktien mit Preis/Sales-Ratio >10, GMO, 18DEZ2025

Zum Jahresende erreichten die Stimmungsindikatoren ebenfalls das Niveau der Dotcom-Blase, die Volumen der Wertpapierkredite im Verhältnis zum BIP Rekordhöhen, das Verhältnis von Insiderverkäufen zu -kaufen ebenfalls einen Höhepunkt und die Marktbreite lies weiterhin zu wünschen übrig. Es überrascht damit auch kaum, dass in einer Welt, die von passiven Kapitalflüssen und Trendfolge-Anlagen dominiert wird, Momentum und EPS-Revisionen positive Faktorerträge erzielten, während Value und geringe Volatilität negative Renditen lieferten.



S&P500 – Sentiment Index (AAII, VIX, PE)

[The Felder Report, 6JAN2026](#)



S&P500 Margin-Debt zu BIP

2025 brachte auch eine Trendwende beim USD, was in einem 9,4%igen Verlust des Dollar-Index (DXY) mündete. Gegenüber der Basiswährung des IASF, dem Euro, verlor der USD 11,8%, der Yen 11,6%, der CAD 7,6% und der NOK 0,5%, und nur die SEK (+5,9%) und der MXN (+1,9%) konnten noch besser abschneiden.



US Dollar Index (DXY = 57,6% EUR; 13,6% JPY; 11,9% GBP; 9,1% CAD; 4,2% SEK; 3,6% CHF) 2025, Bloomberg

Insgesamt erwies sich dies als großer Nachteil für europäische Anleger, die nach vielen Jahren eines starken USD und angesichts hoher Hedging-Kosten oft unzureichend abgesichert waren. Der schwächere USD belebte auch die Rohstoffpreise wieder, wobei Industriemetalle, angeführt von Kupfer (+41%), zulegten. Agrarrohstoffe entwickelten sich jedoch uneinheitlich, ebenso wie Energie: Die WTI-Ölpreise fielen um 20%, die Erdgaspreise blieben in den USA nahezu unverändert, waren in Europa jedoch deutlich niedriger, und die Spotpreise für Uran stiegen um 13,5%.



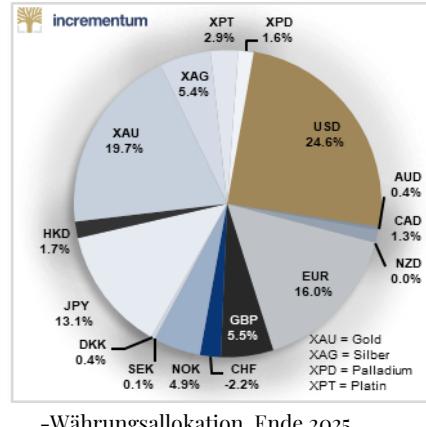
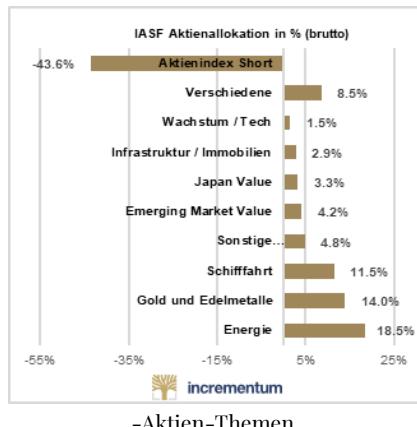
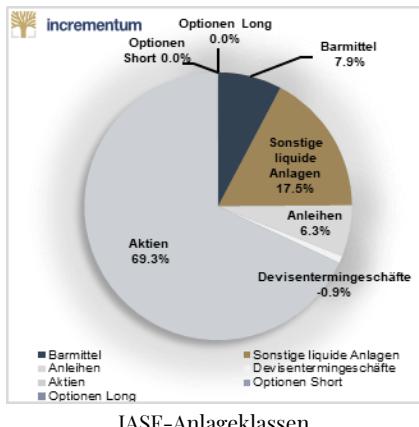
Vor diesem Hintergrund gelang es dem Incrementum All Seasons Fund (IASF), 2025 sein zweitbestes Jahresergebnis (EUR-I-Anteile +30,63%) nach 2022 zu erzielen.

Da wir davon ausgehen, dass Staatsanleihen strukturell kaum dazu beitragen können, die Kaufkraft der Anleger zu steigern oder auch nur zu erhalten, hat der Fonds ein beträchtliches Engagement (durchschnittlich etwa 15%) in Edelmetallen (hauptsächlich Gold, aber auch Silber, Platin und Palladium ETCs) als Anleihestitut gehalten, was sich im letzten Jahr als außerordentlich ertragreich erwiesen hat, wie die oben aufgeführten Preissteigerungen bei Edelmetallen zeigen.

Darüber hinaus hielt der Fonds über sein zweitgrößtes Aktienthema ein durchschnittliches Engagement von 14% in Aktien aus dem Bereich GOLD UND EDELMETALLE, d.h. Produzenten, Projektentwickler sowie Royalty & Streaming-Gesellschaften. Hier haben sich die zum Jahresende gehaltenen Aktien im Durchschnitt verdreifacht, was uns zu häufigem Rebalancing veranlasste. Insgesamt schätzen wir den Beitrag dieser beiden Anlagebereiche im letzten Jahr auf deutlich über 20% (absolut).

Incrementum All Seasons Fund

- in pursuit of real returns -



IASF-Anlageklassen

-Aktien-Themen

-Währungsallokation, Ende 2025

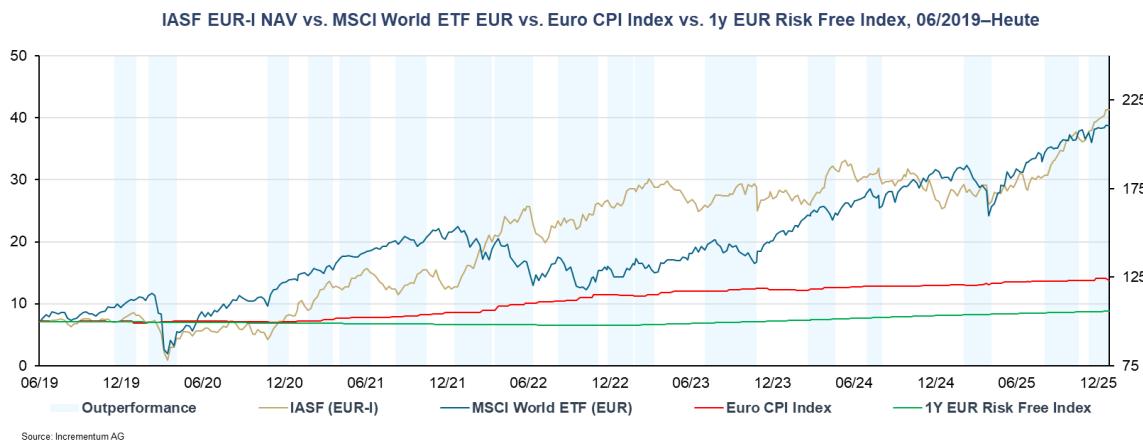
Angesichts des oben geschilderten allgemeinen Marktumfelds ist es wenig überraschend, dass unser führendes Aktien-Thema ENERGIE (19% Allokation; +5% seit Jahresbeginn) im vergangenen Jahr nur einen bescheidenen Beitrag leistete und damit deutlich hinter der Gesamtentwicklung des Aktienmarktes wie auch des Fondspportfolios zurückblieb. Das Thema SCHIFFFAHRT (12%; +22%) entwickelte sich hingegen im vergangenen Jahr gut, angeführt von Tankeraktien, während sich Schüttgut-Frachter-Aktien ebenfalls positiv, aber relativ schwächer zeigten. Auch das Thema VERSCHIEDENE (9%; +24%) erzielte ein sehr gutes Ergebnis. Während alle anderen Aktienthemen auf Sektoren oder fundamentale Entwicklungen abzielen, bei denen wir neben attraktiven Bewertungen auch strukturellen makroökonomischen Rückenwind erwarten, handelt es sich hierbei, wie der Name schon sagt, um einen Bereich für einzelne Aktienideen, die nicht in eines der anderen Themen passen. Zum Jahresende umfasste er 12 Titel aus den Bereichen Pharma, Chemie, Konsumgüter, Industrie und (Kommunikations-)Dienstleistungen. SONSTIGE ROHSTOFFE (5%; +22%), EM VALUE (4%; +24%), JAPAN VALUE (3%; +29%) und INFRASTRUKTUR / IMMOBILIEN (3%; +25%) trugen ebenfalls ihren Teil zum guten Jahresergebnis bei. Das Thema WACHSTUM / TECH (2%; +5%) zeigte dagegen nur begrenztes Aufwärtspotenzial und beeinflusste das Gesamtergebnis nur unwesentlich.



Eines der wichtigsten Themen ist unsere SHORT-Position in AKTIEN, die zum Jahresende -44% des verwalteten Vermögens ausmachte und zu 60% aus Nasdaq 100- und zu 40% aus S&P 500-Futures bestand. Seit der Auflegung des IASF haben wir diese als potenzielle Absicherung gegen Korrekturen an den Aktienmärkten genutzt, die nur zweimal für kurze Zeit aufgelöst wurden (während der Covid-Tiefststände im März 2020 sowie Ende 2022/Anfang 2023).

Diese Positionen haben in den vergangenen Jahren unsere Einschätzung einer erheblichen Überbewertung der US-Aktienmärkte unter Führung der US-Mega-Caps widergespiegelt, sowie unsere Erwartung einer bevorstehenden Rotation weg von Momentum- / Technologieaktien hin zu Value- und Substanz-Aktien. Diese Erwartungen haben sich eindeutig als zumindest verfrüht, manche glauben sogar als falsch erwiesen, da die US-Aktienmärkte im Jahr 2025 erneut auf oder nahe ihren Allzeithochs schlossen. Aber Märkte bewegen sich ebenso wie Bewertungen in Zyklen, deren Länge und Ausdehnung nicht regelmäßig und damit schwer vorhersehbar ist. Wir bleiben jedoch davon überzeugt, dass auch in diesem Fall ein erneuter Abschwung bevorsteht, der Preisniveaus und Bewertungen zurück zum langfristigen Mittelwert (und darunter) führen wird.

Was haben uns diese Risikomanagement-Massnahmen in Form von US-Aktien-Shorts gekostet? Nun, für 2025 waren es etwa 8%, und seit dem 2. Quartal 2020 waren es kumulativ ca. 34%. Das entspricht etwa 5% pro Jahr über den Beobachtungszeitraum und ist ohne Zweifel beachtlich hoch. Allerdings hat dies auch dazu geführt, dass der Fonds weit weniger mit den Aktienmärkten korreliert (Bloomberg listet IASF-EUR-I-Anteile mit einer 1- bzw. 5-Jahres-Korrelation von jeweils ca. 0.4 zum Stoxx 600 und 0 bzw. 0.25 zum MSCI World) und somit ein effizientes Diversifikationsinstrument für globale Aktienanleger darstellt. Und selbst nach Abzug dieser Kosten hat der IASF in seiner EUR-I-Anteilsklasse eine annualisierte Nettorendite von 12,3% erzielt.

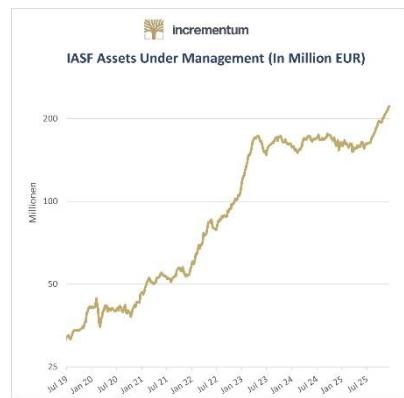


Auf der Cashflow-Seite erwirtschaftete das Portfolio Zins- und Dividendenerträge in Höhe von rund 5 Mio. EUR, was etwa 3,2% des durchschnittlich verwalteten Vermögens im Jahr 2025 entspricht. Dies stammte überwiegend aus Dividendenerträgen, obwohl wir auch wieder damit begonnen haben eine kleine Anleiheposition aufzubauen, die zum Jahresende 6,3% des verwalteten Vermögens erreichte. Sie besteht ca. zur Hälfte aus EM-Fonds in lokaler Währung sowie einer Auswahl hochverzinslicher, auf USD lautender Unternehmensanleihen, mit einer durchschnittlichen Endfälligkeitserträge von 7,9% und einer modifizierten Duration von 2,7 Jahren. Ziel ist es damit, die Diversifizierung weiter zu erhöhen und das Portfolio etwas defensiver zu positionieren.

Auf der Optionsseite (Volatilitätsernte durch Verkauf von Optionen, sowie gelegentliche Long-Optionspositionen) erzielte der Fonds Nettoeinnahmen von fast 5,2 Mio. EUR, was etwa 3,4% des durchschnittlich verwalteten Vermögens entspricht. Dies wurde durch einen sehr profitablen Optionskauf außerordentlich begünstigt, bei dem wir Anfang Juni Call-Optionen auf XAG (gegenüber EUR) mit einem Ausübungspreis von 32 EUR gekauft hatten. Wir übten die Calls Anfang Dezember aus und verkauften anschließend die erhaltenen XAG zu einem Durchschnittspreis von 55,70 EUR, wodurch wir einen Gewinn von ca. 2,1 Mio. EUR einfuhren. Im Interesse vollständiger Transparenz haben wir auch mit einem Long-Microsoft-Put-Spread etwas Geld verdient, allerdings mit Long-VIX-Calls auch Geld verloren, sowie Prämienzahlungen für Apple-Puts vollständig abschreiben müssen. All dies betrifft jedoch kleinere Beträge und ist insgesamt im oben angegebenen Gesamtergebnis enthalten.

Wie immer haben wir das IASF-Portfolio aktiv bewirtschaftet und dabei im Jahresverlauf rund 800 Transaktionen verzeichnet. Das Portfolio setzte sich zum Jahresende aus rund 120 Einzelpositionen (80% Aktien, der Rest Anleihen, ETFs und Fonds), sowie weiteren rund 20 Derivatepositionen (hier hauptsächlich FX Forwards und -Swaps sowie Short Optionen) zusammen.

Im Laufe des Jahres registrierte der IASF wieder zunehmendes Anlegerinteresse. Dies drückte sich in erneuten Netto-Mittelzuflüssen von insgesamt 21 Mio. EUR aus, wobei der Großteil davon im letzten Drittel des Jahres hereinkam, wie schon 2022 der Performance folgend sowie unterstützt durch die Arbeit unseres neuen Head of Sales, Thomas Billen. In Verbindung mit der außergewöhnlichen Performance des Fonds führte dies zu einem Anstieg des verwalteten Vermögens um insgesamt 42% auf rund 222 Mio. EUR.



Der IASF wurde 2025 auch mehrfach in der Presse herausgestellt, z.B. von Börse Online im April oder Focus Money im September letzten Jahres, und obwohl er zum Jahresende nur noch ein 4-Sterne-Rating von Morningstar innehatte, schloss er das Jahr 2025 in Bezug auf die Performance im obersten Perzentil seiner Vergleichsgruppe ab.

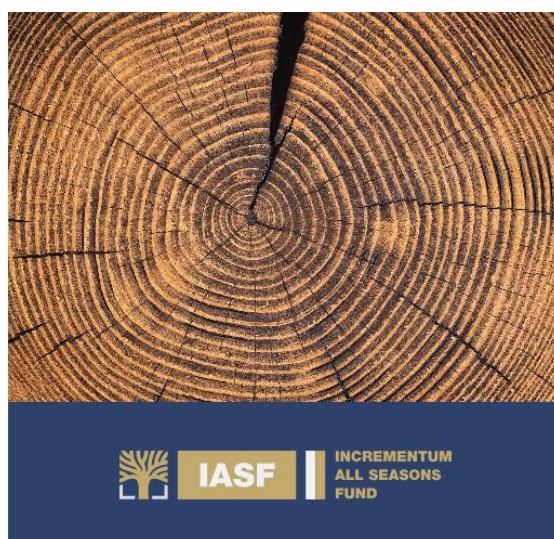
Insgesamt sind wir mit den Ergebnissen des Jahres 2025 sehr zufrieden. Unsere langjährige Wette auf Edelmetalle hat sich in diesem Jahr ebenso wie unsere umfangreichen USD-Währungsabsicherungen ausgezahlt. Gleichzeitig hat unser Risikomanagement über US-Aktien-Shorts unsere Performance beeinträchtigt, und unser größtes Aktienthema, Energie, hat enttäuscht. Aber wir haben die Finanzmarktsaison erneut erfolgreich gemeistert und das Jahr 2025 nahe den Allzeithochs abgeschlossen. EUR-Gründungs-Investoren haben inzwischen eine Gesamtrendite von 120% über sechseinhalb Jahre (oder 12,7% annualisiert) erzielt, ein Ergebnis, das unser Versprechen eines inflationsbereinigten Wachstums der investierten Mittel zweifelfrei eingelöst hat.

Daher sind wir auch mit der langfristigen Performance des Fonds zufrieden, die neben einer guten Anlageselektion auf einer überwiegend zutreffenden Antizipation des makro-ökonomischen Umfeldes beruht, welches wir auf der Homepage des Fonds seit Auflegung folgendermassen beschrieben haben: „*Die Finanzmarktsaison wird zunehmend vom Ende des säkularen Schuldenzyklus, sowie damit einhergehender finanzieller Repression und langfristig negativen Realzinsen geprägt. Diesen Veränderungen begegnen wir mit einer globalen, Benchmark-unabhängigen Allwetter-Anlagestrategie. ... Unser Ziel ist es dabei ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum der investierten Gelder über den Finanzmarktzyklus hinweg zu erreichen.*“

Dies ist ein Versprechen, das wir den Anlegern gemacht und auch eingehalten haben. Das Jahr 2026 wird in dieser Hinsicht wahrscheinlich kein einfacheres Jahr werden, aber wir sind von unserem Ansatz und unseren Fähigkeiten überzeugt und daher zuversichtlich, dass wir unsere Erfolgsbilanz der Erzielung realer Kaufkraftgewinne für unsere Anleger unabhängig von der Gesamtmarktlage fortsetzen können.

Schaan, 31. Dezember 2025

Hans G. Schiefen,
Fondsmanager, Incrementum All Seasons Fund



Investoren-Fragen & Feedback

Eine Frage, die mir immer mal wieder gestellt wird, ist wie sich der IASF im Vergleich zum Gesamtaktienmarkt entwickelt, und ich habe deshalb hier eine Korrelationsanalyse der vergangenen fünf Jahre eingefügt.



Sie zeigt in der oberen Graphik die Entwicklung des **IASF-EUR-I NAV** der letzten 5 Jahre im Vergleich zum **Bloomberg World Large & Mid Cap Total Return Index** (ebenfalls in EUR) und verdeutlicht, dass man mit dem IASF besser gefahren wäre bzw. ist, als mit einer nicht währungs-gesicherten (passiven) globalen Aktienanlage. Der untere Teil der Graphik bestätigt dann nochmals die geringe Korrelation der beiden Zeitreihen, die meist um die Nulllinie herum fluktuierte und in den Extremfällen zwischen +0,42 und -0,45 schwankte. (Zur Erläuterung: Eine *positive* Korrelation bedeutet beide Kurvenverläufe steigen oder fallen gemeinsam; bei max. +1.0 ist nicht nur die Richtung, sondern auch die prozentuale Entwicklung genau deckungsgleich. Bei einer *negativen* Korrelation steigt die eine Kurve, während die andere fällt, und bei -1.0 sind die prozentualen Veränderungen deckungsgleich, aber gegenläufig. *Keine* Korrelation zeigt an, dass es keinen linearen Zusammenhang zwischen den beiden Kurven gibt.)

Im Chart auf Seite 11 haben wir die abwechselnde Out- und Underperformance versus dem MSCI World aufgezeigt, die ebenfalls den Diversifikationswert einer IASF-Anlage gegenüber einem passiven Mandat unterstreicht. Das spiegelt unseren Fokus auf Total Returns und die kaum vorhandene Allokationsnähe zur Struktur des breiten Aktienmarktes wider und ist zu einem erheblichen Maß unseren Risikoabsicherungen (inkl. Aktien-Index-Shorts) zu verdanken.

Vor kurzem erhielten wir auch die folgende Frage: „*Auf der Landingpage des All-Seasons Funds steht "Unser Ziel ist es dabei ein reales, d.h. inflations-adjustiertes Wachstum über den Finanzmarkzyklus hinweg zu erreichen." Was versteht ihr genau unter Inflation? An welcher Benchmark orientiert ihr euch (z.B. Warenkörbe, Edelmetalle, Geldmengen, Kombination aus mehreren Faktoren)?*“ – Ich nehme an, dass der Fragensteller der konventionellen Inflationsmessung gegenüber kritisch eingestellt ist, was ich sehr wohl nachvollziehen kann. Dennoch nutzen wir der Einfachheit halber die relevanten Konsumentenpreisentwicklungen (CPI) und versuchen eine damit eventuell einhergehende Unterschätzung des effektiven Kaufkraftschwundes durch eine möglichst große Kluft zwischen der CPI- und NAV-Entwicklung des IASF abzufedern. Am Ende können wir nämlich sowieso nur eine Seite der Gleichung (nämlich das Anlageergebnis) beeinflussen und darauf liegt unser ganzer Fokus.

Im Dezember erreichte uns zudem die folgende Anfrage: „*Ich hätte gerne eine Steuer schonende Investition in Gold / Silber gemacht. Dazu benötige ich Ihre Beratung.*“ – In diesem Zusammenhang möchte ich nochmal betonen, dass wir als Asset Manager generell **KEINE BERATUNG** leisten. Das gilt naturgemäß auch für steuerliche Fragen, für deren Beantwortung wir nicht qualifiziert sind.

Manche Leser finden die regelmäßige Darstellung unseres Disclaimers (s. S.2) übertrieben, aber ich glaube man kann nicht oft und klar genug sagen, dass all meine Äußerungen zur Lage und Entwicklung der Finanzmärkte oder auch zu politischen Themen, wie auch zu einzelnen Anlagen, lediglich der Illustration des Ursprungs bzw. der Basis unserer Allokations- und Anlageentscheidungen dienen. Selbst wenn Sie mit diesen Einschätzungen konform gehen, dann sollten Sie sich dennoch darüber bewusst sein, dass diese keine Gewissheit bieten, sondern lediglich informierte Vermutungen und Prognosen darstellen. Wie sagte doch Mark Twain: „*Voraussagen soll man unbedingt vermeiden, besonders solche über die Zukunft.*“

Das bedeutet nicht, dass unser Investmentprozess dem Zufallsprinzip unterliegt. Wir machen uns bei all unseren Entscheidungen ein möglichst umfassendes Bild. In diesem Zusammenhang weise ich auch gern noch einmal auf die *8 Investment Lektionen des IASF-Portfolio Managers* auf der letzten Seite dieser Seasonal Reflections hin, die unterschiedliche Aspekte in diesem Prozess beleuchten. Und eines ist gewiss: „*Ungewissheit ist die Werkseinstellung des menschlichen Lebens. Wir handeln in einer Welt fragmentierter Informationen, begrenzter Vorhersehbarkeit und unvorhersehbarer Ergebnisse. Das ist die natürliche Folge von unvollständigem Wissen – unsere Informationen sind immer unvollständig, und unsere Gewissheit ist immer nur vorläufig.*“ (Anthony Deden, aus [TTMYGH von Grant Williams, July 2025](#))

Wir haben gelernt das zu akzeptieren und damit umzugehen. Trotz dieser Tatsache ist es uns gelungen, eine überwiegend zutreffende Einschätzung des Makro-Umfeldes, der Märkte wie auch der Vielzahl von Einzelanlagen, die wir über die Jahre gekauft und wieder verkauft haben, vorzunehmen. Das erfordert jede Menge Aufmerksamkeit, Geduld und Erfahrung, beinhaltet aber keinerlei Gewähr auf Richtigkeit oder Vollständigkeit.

Was erwartet uns in 2026?

Das Jahr 2026 knüpft nahtlos an das vergangene Jahr an. Noch sind nicht einmal drei Wochen vorüber und US-Präsident Trump hat durch die militärische Extraktion von Präsident Nicolás Maduro schon einen „Regimewechsel“ in Venezuela herbeigeführt, erwägt ähnliche Aktionen in Kuba / Iran und verlangt den Verkauf bzw. droht alternativ mit der militärischen Annexion von Grönland. Dazu sollen wieder einmal Strafzölle auf Europa erhoben werden, und zuletzt wurde auch **Norwegen bedroht**, da es ihm den Nobelpreis im vergangenen Jahr vorenthalten hat...



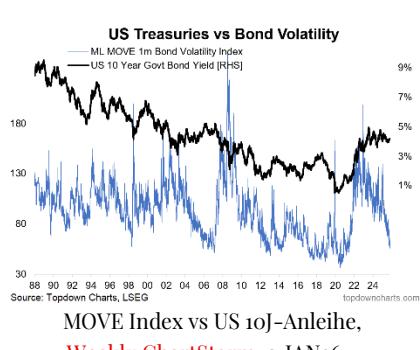
@TheoMoudakis, X, 13JAN2026

Bei all dem kommt man nicht umhin sich zu fragen, was die US-Regierung (auch für den Fall, dass dies eine 1-Mann-Show geworden ist) mit diesem hektischen Aktivismus bezweckt. Soll hier vielleicht nur von internen Problemen abgelenkt werden? – Klar ist, dass damit weiteres internationales Vertrauen zerstört wird, das über Generationen aufgebaut wurde, und das sollte zum einen die Risikoprämien für Investoren erhöhen und zum anderen die massiven Kapitalflüsse in die USA (s. Charts auf S. 7) zumindest dämpfen, mit dem Risiko einer vollständigen Umkehr, was für eine Nation, die seit Jahrzehnten auf diese Kapitalströme baut, eine böse Überraschung darstellen könnte. – Hier ein Beispiel:

*DANISH PENSION FUND AKADEMIKERPENSION TO EXIT US TREASURIES *AKADEMIKERPENSION CIO SAYS US 'IS BASICALLY NOT A GOOD CREDIT'

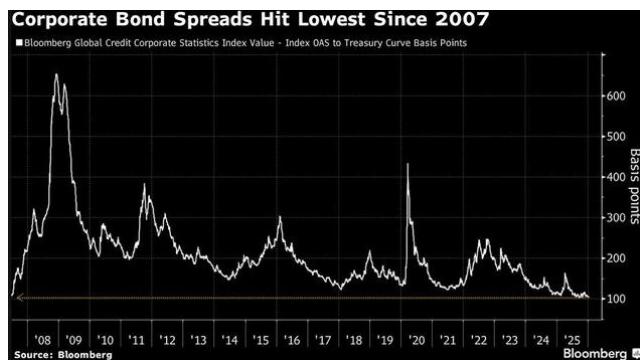
(Dänische Pensionskasse Akademikerpension verkauft US Treasury Positionen, CIO sagt die USA ist kein guter Kreditnehmer)
[Bloomberg](#) News Flash, 20JAN2026

Ich wäre nicht verwundert, wenn wir im laufenden Jahr weitere solcher Äusserungen lesen. Und vor allem bin ich davon überzeugt, dass dies bei den grossen nicht amerikanischen Vorsorgeeinrichtungen und Kapitalpools ein Thema bei der nächsten Asset Allokations-Sitzung sein wird.

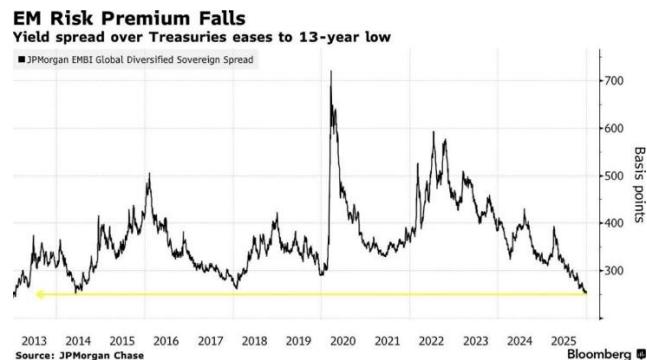


Und damit möchte ich nochmal auf unsere Aussage von S. 6 zurückkehren, in der wir schon auf mehr Unruhe an den Bond-Märkten in 2026 hinwiesen. Im letzten Jahr ist die Bond-Markt-Volatilität (gemessen am MOVE-Index) weiter gesunken. Dies ist meines Erachtens darauf zurückzuführen, dass sich am Markt zwei Makro-Szenarien, nämlich Rezession nebst Disinflation vs Wachstumsbeschleunigung nebst Inflation, in etwa die Waage gehalten haben. Geholfen hat dabei sicher auch der tiefverwurzelte Reflex, Staatsanleihen weiterhin als risikolose Anlage anzusehen.

Dass es unter globalen (institutionellen) Anlegern schon Ausweichtendenzen und Substitutionsbemühungen hinsichtlich Anlagen in US-Staatsanleihen gibt, zeigt m.E. auch die Tatsache, dass sich die Risikoprämien (Credit Spreads) von Unternehmensanleihen wie auch von Emerging Market-Anleihen nahe historischer Tiefststände befinden – und dies trotz wachsender Emissions-tätigkeit in diesen Segmenten.



Risikoprämien Unternehmensanleihen, @elerianm, X, 16JAN2026



Risikoprämien EM-Anleihen, Ryan Lemand, PhD, LinkedIn, 14JAN2026

Neben den höheren Inflationsraten hilft dies zu erklären, warum die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den vergangenen beiden Jahren nominal angestiegen sind, und dies obwohl historisch gesehen ein Rückgang der Notenbankzinsen mit einem Rückgang der langfristigen Kapitalmarktzinsen einherging. Wie der untenstehende Chart verdeutlicht wurden niedrigere US-Leitzinsen typischerweise in Reaktion auf eine wirtschaftliche Abschwächung / Rezession nebst entsprechend verringertem Inflationsdruck implementiert, und wurden dabei regelmäßig von fallenden Renditen 30-jähriger Staatsanleihen begleitet, da letztere eine damit einhergehende Reduktion der langfristigen Inflations-erwartungen diskontierten. Das ist im laufenden Zyklus offensichtlich (bislang) nicht der Fall.



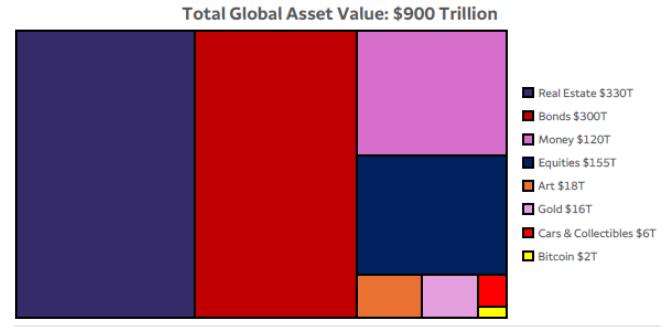
US Federal Funds Target Rate (Fed Leitzins) vs 30-jährige US-Treasury Bond-Rendite, Bloomberg

Das deutet m.E. auf einen wachsenden Vertrauensverlust sowie damit verbundenen Regimewechsel hin. Um die Bedeutung des Bond-Marktes einzuschätzen, hilft es sich vor Augen zu führen, dass der Wert aller globalen Anleihen (Gesamt-Volumen: \$300 Bio.; s. Chart rechts) nahezu so groß ist wie der Wert aller Immobilien (\$330 Bio.) und ca. doppelt so groß wie der Wert aller globalen Aktien.

Wie immer findet auch hier die Preisbildung an den Rändern statt. So betrug das globale Emissionsvolumen an den Anleihemärkten gemäss Kamco Invest (GCC Fixed Income Market Update vom Dezember 2025, basierend auf LSEG-Daten) ca. \$12,1 Bio., wobei das Investment Grade-Emissionsvolumen um 8% und das High Yield- / Junk-Emissionsvolumen gar um 20% stieg. Normalerweise würde man bei solch starkem Emissionswachstum höhere Risikoprämien im Vergleich zu den Staatsanleihen erwarten. Dass dies nicht der Fall war, lässt in unseren Augen eine schon begonnene Abkehr von Staatsanleihen zugunsten privater Schuldner vermuten.

Und unter diesem Blickwinkel ist insbesondere der jüngste Anstieg der japanischen Renditen ein nicht zu unterschätzender Faktor. Denn Japan hält weiterhin die größte Net International Investment Position, d.h. ist der Top-Kapitalgeber der Welt. Gleichzeitig befindet sich die einheimische Staatsverschuldung nahe Rekord-Niveau. Eine Zinseskalation wurde in der Vergangenheit durch Käufe der Bank of Japan im Zaum gehalten, die 50% aller ausstehenden Staatsanleihen hält, ihre Käufe (QE) seit 2024 jedoch reduziert hat. Da wäre es naheliegend, dass japanische Investoren die Gewinne auf ihre US-Staatsanleihen mitnehmen und stattdessen japanische Staatsanleihen kaufen. In der Vergangenheit wurden ausländische (insbesondere US-)Staatsanleihen bevorzugt, da sie deutlich höhere Zinsen boten sowie das Potential auf Währungsgewinne. Inzwischen ist die Zinsdifferenz deutlich geschrumpft und der JPY fundamental stark unterbewertet, sodass sich eine entsprechende Neueinschätzung anbietet.

Und wenn man sich die Liste der Top-10-Gläubiger-Nationen rechts anschaut, dann stellt sich unweigerlich die Frage, welche dieser Nationen nicht mit einer ähnlichen Gemengelage konfrontiert sind. Und das leitet uns zur Anschlussfrage, für welche Nationen wohl sonst noch neben den reinen Renditeüberlegungen auch weitergehende Risikoüberlegungen eine Rolle bei den Allokationsentscheidungen spielen könnten?



Source: Jesse Myers, Once in a Species, Wells Fargo Securities, LLC

Globale Vermögenswerte (Total \$900 Bio.); Quelle: Wells Fargo, Equity Strategy: Bitcoin, the Institutional Phase, 2JUN2025

COUNTRY	NET INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION 2023
Japan	\$3.3T
Germany	\$3.3T
China	\$2.9T
Hong Kong	\$1.8T
Norway	\$1.5T
Canada	\$1.3T
Switzerland	\$886.3B
Singapore	\$859.6B
South Korea	\$810.3B
Saudi Arabia	\$785.1B

IMF Data for Net International Investment Position for 2023

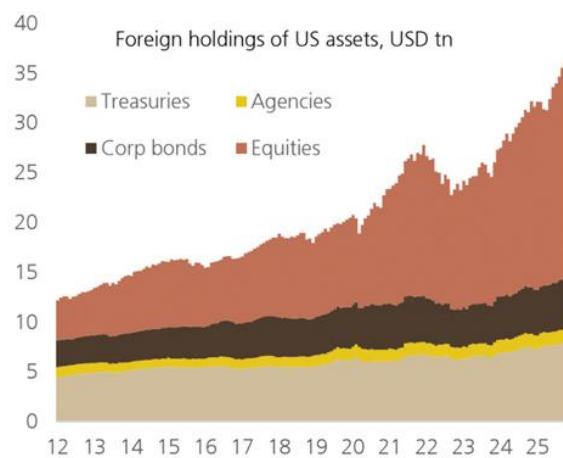
Net-Int'l-Inv.-Position 2023, IWF, [The MacroTourist](#), 10JAN2026

Wenn die aktuelle US-Regierung die asiatischen Gläubiger-Nationen wie auch ihre langjährigen europäischen Partner unter Druck setzt oder ihnen gar mit Annexion droht, oder auch Straf-Quellensteuern für Länder erwägt, die nach Ansicht der USA „unfaire“ Steuern auf US-Unternehmen erheben, dann wird die Frage nach dem **Return on Capital** sicher durch die Zweifel am **Return of Capital** überlagert.

Aus all dem leiten sich m.E. zwei klare Trends ab: Erstens, höhere Zinsen am langen Ende der US-Renditestrukturkurve, sowie zweitens ein potenziell schwächerer Dollar. Ersterem wird schon durch die weiterhin vorrangig am kurzen Ende der Renditestrukturkurve stattfindende Emissions-tätigkeit Rechnung getragen, und es ist zu erwarten, dass die Trump-Regierung weiteren Druck auf die Fed ausüben wird, um dort den Zins weiter zu senken. Letzteres wird mit dem Ziel die internationale Wettbewerbsfähigkeit der USA zu verbessern stillschweigend geduldet und gefördert. Und beides sind Entwicklungen, die wohl auch 2026 anhalten und damit dazu beitragen werden, dass sich internationale Kapitalgeber mit der Möglichkeit einer Repatriierung ihrer Anlagen beschäftigen.

Ein weiteres Motiv dafür könnte die extreme Übergewichtung von US-Vermögenswerten im globalen Vergleich sein, die wir in diesem Bericht schon häufiger beleuchtet haben. So haben US-Staatsanleihen ein Gewicht von 41% im FTSE World Government Bond Index (WGBI) und US-Aktien gar ein Gewicht von 72% im MSCI World Index. Dies sind Allokationen, die v.a. auf der Aktienseite die fundamentale Bedeutung der US-Wirtschaft im globalen Vergleich deutlich übertreffen. Und wie der Chart auf der rechten Seite zeigt, ist dies vor allem das Ergebnis massiv gestiegener Käufe von US-Aktien durch ausländische Investoren.

Auf diese besondere Ausprägung des „US-Exzessionalismus“ habe ich in der Vergangenheit bereits mehrfach hingewiesen. Als Leser mögen Sie nun jedoch anmerken, dass diese Situation seit Jahren besteht und sich eher weiter intensiviert hat. Das trifft selbstverständlich zu, und mir ist vollkommen bewusst, dass ich damit jenen gegenüberstehe, die für diese anhaltenden Zuflüsse rationale Erklärungen anbieten – und damit solche, die nicht zuletzt aufgrund der kontinuierlich steigenden US-Märkte oft als glaubwürdiger wahrgenommen werden. Doch genau das macht unsere Branche aus: Ex-post lässt sich nahezu alles schlüssig und auch überzeugend erklären. Unsere Aufgabe als Fondsmanager ist jedoch eine andere. Wir müssen unsere Einschätzungen ex-ante abgeben – und dabei habe ich im Laufe meiner Karriere mehr als einmal erlebt, dass mein Timing nicht immer perfekt war.



Source: TIC, Haver, UBS

Von Ausländern gehaltene US-Vermögenswerte,
The MacroTourist, Private Feed Recap, 22JAN2026

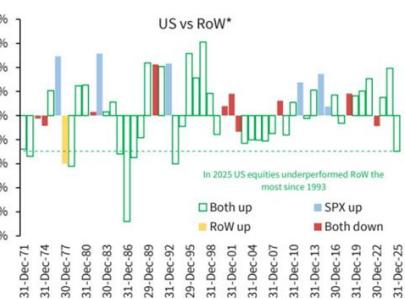
Aber schlechtes Timing ist kein grundsätzliches Problem im Investmentprozess. Denn so wie ich schon seit vielen Jahren meine Argumente für steigende Gold- und Edelmetallpreise gemacht und entsprechend investiert habe, dies sich jedoch lange Zeit als wenig ertragreiches Unterfangen erwies, so gilt dasselbe für meine negative Einschätzung zu den großen US-Aktienindices. Entscheidend ist es meiner Erfahrung nach, eine Entwicklung korrekt vorauszusehen oder eine Fehlbewertung entsprechend zu diagnostizieren, und dann geduldig darauf zu warten, dass der Rest des Marktes zum gleichen Schluss kommt. Oder um noch einmal Jim Grant, Herausgeber des Grants Interest Rate Observer, zu zitieren: „*Der Schlüssel zu erfolgreichem Investieren besteht darin, dass alle ihrer Meinung sind – nur später.*“ ([Quotation](#)) – Das ist die Natur des antizyklischen Anlegens, das zwar manchmal viel Geduld erfordert, sich aber langfristig als profitabler Investmentansatz erwiesen hat.

Gold- und Edelmetallpreise sind inzwischen in Bewegung geraten und keine unserer Investoren werden uns nun wohl noch unser verfrühtes Timing in diesem Sektor vorwerfen. Und auch die amerikanischen Aktienmärkte haben im letzten Jahr (gemessen am Dollar Index oder gar an Gold) deutliche Schwäche gezeigt, und man kann argumentieren, dass die Korrektur schon begonnen hat, auch wenn der Konsensus diesem Argument vehement widersprechen würde.



S&P500 relativ zu Gold (XAU), Henrik Zeberg, [Wealthion](#), 13JAN2026

FIGURE 4. In 2025, the S&P underperformed the RoW the most since 1993



*US equities = S&P; RoW = MXWOU (world ex. US); total returns used. Returns in both series are USD denominated. While in local currency underperformance is reduced, it still is historically significant.
Source: Bloomberg, Barclays Derivatives Research

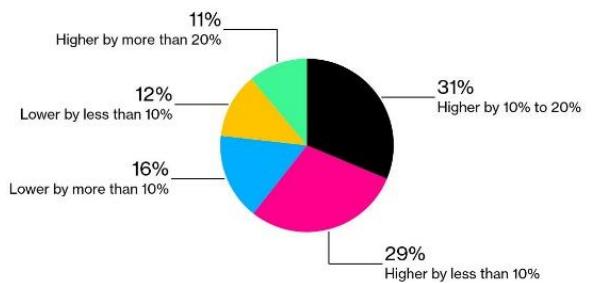
US-Aktien vs Rest der Welt (RoW), Grösste Underperformance seit 1993, [The MacroTourist, Private Feed Recap](#), 22JAN2026

Denn langanhaltende Marktanstiegsphasen, wie die, welche wir in den vergangenen mehr als 15 Jahren (seit dem letzten echten Bärenmarkt von 2008/09) erlebt haben, verleiten die Anleger immer unweigerlich zu der Annahme, dass Bewertungen nicht schlichtweg von langfristigen fundamentalen Faktoren wie Gewinn-, Cash Flow-, Dividenden- oder auch Substanzwertentwicklungen abhängen. Stattdessen beginnen sie zu glauben, dass die langfristigen Renditeaussichten des Aktienmarktes immer positiv sind bzw. von so schwammigen Größen wie überschwänglichen langfristigen Wachstumsprognosen oder dem Potential neuer Technologien abhängig sind und daher kein Preis zu teuer ist, um ihn zu bezahlen.

Genau das ist die Natur einer Aktienmarkt-Blase und daher nichts Neues, sondern etwas, dass ich in meiner professionellen Karriere schon mehrfach erlebt habe. Und es hat immer dasselbe Ende genommen, nämlich die Rückkehr zum langfristigen Mittelwert und letztlich auch darunter, in einer Korrektur, die all die zuvor erworbenen Überzeugungen hinsichtlich der Überlegenheit der Aktie, des favorisierten Sektors und des passiven Investierens über den Haufen warf.

Aber zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Zeilen befinden wir uns noch nahe der Allzeithöchs, und die US-Aktienmärkte haben historisch extreme Bewertungsstände erreicht. Solche Bewertungsniveaus lassen erfahrungs-gemäß in den kommenden Jahren keine inflationsbereinigten Gewinne erwarten. Gleichzeitig machen die *Magnificent 7* knapp ein Viertel des MSCI World Index aus, was die extreme Konzentration in diesem Zyklus unterstreicht.

This time next year, the S&P 500 will be:



Source: Bloomberg
Note: Data based on 590 responses to Markets Pulse survey from Dec. 11 to Dec. 31.
Bloomberg

S&P 500 Ausblick für 2026, [Bloomberg Markets](#), 5JAN2026

Und so habe ich große Zweifel, dass wir nach drei traumhaften Jahren mit jeweils hohen zweistelligen Performancezuwächsen und einer Verdopplung der Indexstände (S&P 500 +87%; Nasdaq 100 +136%) ein glückliches viertes Jahr erleben werden. Denn wenn die Geschichte uns eines lehrt, dann ist es, dass ein Markteinbruch von neu erwachender Risikoscheue ausgelöst wird, die auf einen Markt trifft, dessen Preise kaum Risiko diskontieren. Daher erwarte ich, dass sich im Jahr des chinesischen Feuerpferdes für die US-Aktienmärkte die Zahl 4 nicht als positives Omen erweist. Und sollten die US-Märkte tatsächlich ein verflixtes 4. Jahr erleben, dann werden die US-Aktienabsicherungen des IASF im Jahresverlauf 2026 wieder einmal positive Ergebnisbeiträge liefern.

US stock market valuations are at their highest level outside the dotcom bubble

S&P 500 cyclically adjusted price earnings ratio



Source: Robert J. Shiller

S&P 500 zyklisch-adjustiertes KGV (oder Shiller PE)

[Financial Times](#), 31DEC2025

Und dennoch sind die Wall Street Cheerleader in der großen Mehrheit (71%) wie immer optimistisch fürs neue Jahr 2026 und schätzen das Kursziel für den S&P 500 im Mittel auf 7500 (+10%) sowie für den Nasdaq 100 auf 28125 (+11%). Dabei ist auch Teil der Wahrheit, dass ich mich an kein vergangenes Jahr erinnern kann, in dem der Wall Street Konsens überwiegend einen Ausblick auf fallende Kurse angezeigt hätte...

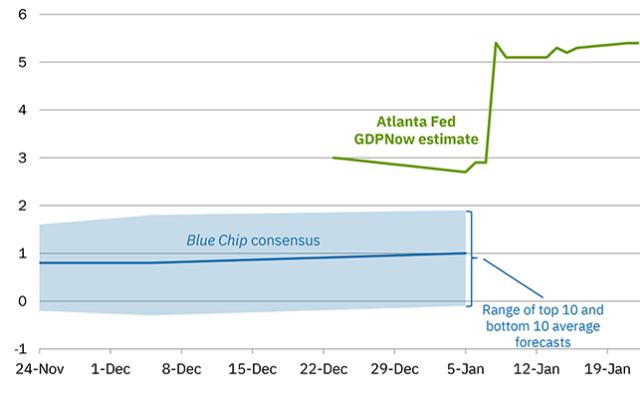
Der vorherrschende Optimismus für 2026 beruht natürlich in erster Linie auf einem positiven Makro-Ausblick, der vor allem von guten Wachstumsaussichten geprägt wird. So liegen die GDPNow- (Aktuelle BIP-) Schätzungen der Atlanta Fed im Januar bei über 5% (real), was unseren eher vorsichtigen Ausblick klar konterkariert. Dabei fällt die enorme Kluft zwischen den Schätzungen der **Atlanta Fed** und dem **Blue Chip Konsensus** ins Auge, der sich nur schwer erklären lässt. Sind die Fed-Ökonomen so viel besser in ihrer Einschätzung als ihre Privatsektor-Kollegen?

Ich möchte hier gar keine konkurrierende Einschätzung abgeben, sondern nur diese signifikante Divergenz konstatieren. Und wenn wir einen Schritt zurücktreten und auf das grosse Bild schauen, dann müssen wir festhalten, dass die staatliche Neuverschuldung in den G7-Staaten weiter eskaliert, da die Politik es vermeidet die notwendigen finanzpolitischen Konsolidierungsschritte, inklusive der damit einhergehenden erforderlichen Strukturreformen, vorzunehmen. Stattdessen werden auf dem Weg des geringsten Widerstandes die Schulden jedes Jahr weiter erhöht, was die wirtschaftliche Gesamtnachfrage kurzfristig steigert.

Gleichzeitig treibt dies jedoch auch c.p. die Inflation nach oben. Jahrzehntelang haben die USA wie auch die übrigen G7-Staaten aufgrund der mit der Globalisierung einhergehenden Produktionsauslagerung in die Entwicklungsländer eine Deflationsdividende kassiert. Aber diese Zeit ist nun offensichtlich vorüber. Die nicht selten von staatlichen Subventionen unterstützte Heimholung kritischer Produktionen, die im Zusammenhang mit der demographischen Entwicklung zu steigendem Lohnkostendruck führt, wie auch der Zollkrieg, den die Trump-Administration angezettelt hat, schaffen deutlichen inflationären Rückenwind. Und all das führt zu einem ernst zu nehmenden Interessenkonflikt, da letzterer nach höheren kurzfristigen Zinsen verlangt, während die geschaffenen Schuldenberge leichter mit tieferen Zinsen zu tragen wären.

Glaubliche Staatshaushaltskonsolidierung wäre eine nachvollziehbare Lösung, würde aber mit Ausgabenkürzungen einhergehen. Und da offensichtlich weder die wuchernde Bürokratie eingegrenzt werden kann, noch man der zunehmend alternden Bevölkerung eine Kürzung der versprochenen Sozial- und Altersleistungen zumuten will, wird man sich zunehmend auf Besteuerung der Reichen und Umverteilungsmassnahmen konzentrieren, die jedoch historisch nie langfristige Lösungen geboten haben, da sie unweigerlich zu Ausweichmanövern führen.

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q4
Quarterly percent change (SAAR)



Date of forecast
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.
GDPNow- (Aktuelle BIP-)Schätzungen, [Atlanta Fed](#), 22JAN2026

Damit bleibt wohl weiterhin ein wirtschaftspolitisches „Durchwursteln“ auf dem Programm, d.h. die Aufschiebung jeglicher Konsolidierungsbemühungen in der (m.E. vergeblichen) Hoffnung, dass sich die Probleme von selbst lösen oder durch die nächste Politikergeneration angepackt werden. Und damit ist wiederum eine höhere Inflation vorprogrammiert, die unter diesen Umständen das Hauptventil für den notwendigen Druckausgleich bietet.

Besonders in den US-Zahlen sollte sich dies auch anhand des Zoll-bedingten Preisdrucks im Jahresverlauf zeigen: So berichtete z.B. jüngst das [Institut für Weltwirtschaft in Kiel](#) von einer umfangreichen Analyse der Im- und Export-Daten, mit Blick auf die Auswirkungen der im vergangenen Jahr eingeführten Zölle der Trump-Regierung auf die Preise. Dieser Bericht kommt zum (für uns) wenig überraschenden Schluss, dass ausländische Unternehmen ihre Preise nicht senken, sondern ihre Gewinnmargen verteidigen und stattdessen lieber einen Rückgang ihres Marktanteils in den USA in Kauf nehmen. Zusammen mit weiter steigendem Lohnkostendruck und anhaltender fiskalpolitischer Expansion, sowie einer lockeren Geldpolitik ist aus unserer Sicht die Gefahr eines erneuten Inflationsschubs daher nicht zu unterschätzen.

Ein Thema, welches von steigenden Inflationserwartungen profitiert, sind die Edelmetalle. Im IASF halten wir Edelmetalle sowohl durch physisch hinterlegte ETCs wie auch Aktien, eine Allokation, die bei knapp 30% des Portfolios liegt. Das hat dem IASF-NAV schon im vergangenen Jahr einen enormen Schub verliehen, der im laufenden Jahr anhält.



Da stellt sich selbstverständlich die Frage, wie weit diese Anstiege noch gehen können. – Natürlich kann man hier mit unterschiedlichen Erklärungsmodellen aufwarten, die z.B. die Gold- / Edelmetall-Gesamtkapitalisierung ins Verhältnis zur Geldmengenentwicklung setzen, aber das sind oft Argumente die ins Reich der ex-post Rechtfertigung gehören. Stattdessen lässt der sich jüngst immer mehr beschleunigende Preisanstieg die Spekulation als wichtigsten Faktor vermuten. Schliesslich hat sich seit Jahresbeginn 2024 der Palladiumpreis (jeweils in USD) verdoppelt, der Goldpreis um 150% erhöht, der Platinpreis sich knapp verdreifacht und der Silberpreis knapp verfünfacht. Das sind gewaltige Veränderungen, die die Profitabilität der Produzenten wie auch die NAV-Schätzungen potenzieller Neuprojekte erheblich steigern. Letztlich gilt auch hier, dass die Kur für hohe Preise steigende Preise ist, und dass spekulative Trends in Wellen verlaufen. Daher haben wir die vergangenen Wochen zu zunehmenden Gewinnmitnahmen genutzt, die sich jedoch hauptsächlich auf ein Rebalancing und zuletzt auch eine Reduktion unserer Silber-, Platin- und Palladium-Positionen beschränkten.

Gold bleibt für uns eine Schlüsselposition im Portfolio, die aufgrund der weiter starken Performance plus wachsender Neugeldzuflüsse schon ein wenig an Gewicht verloren hat. Bei deutlicheren Preisrückschlägen würden wir hier zuerst wieder zukaufen.

Denn das vorherrschende und die Goldpreis-Aufwertung befeuernde Makro-Umfeld hat der „*High Tech Strategist*“ Fred Hickey in der Januar-Ausgabe seines Investment-Briefes für die USA wie folgt und aus Sicht eines ehrlichen Notenbanker passend zusammengefasst: „*Wir drucken Geld (ohne verwirrende Begriffe wie QE, etc. zu verwenden), um US-Staatsanleihen zu kaufen, denn wenn wir das nicht täten, würden die Zinssätze steigen und Turbulenzen auf den Finanzmärkten und in der Wirtschaft verursachen.*

Wir werden keine Rezessionen zulassen – auch wenn der Kapitalismus Rezessionen benötigt, um finanzielle Exzesse und Fehlinvestitionen (zum Beispiel lächerlich hohe Ausgaben für den Bau von KI-Rechenzentren) zu bereinigen. Um kurzfristige Gewinne zu erzielen und jegliche Unannehmlichkeiten zu vermeiden, sorgen wir dafür, dass alle Probleme, die durch unser Gelddrucken entstanden sind, weiterbestehen und sich verschlimmern.

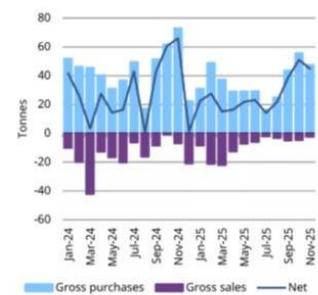
Die Inflation – die „gemeinste Steuer“ – setzt diejenigen unter Druck, die keine Vermögenswerte besitzen. Spekulationen werden belohnt, Casino-Verhalten floriert (Beispiele: Kryptowährungen, Prognose-Wettseiten (wie z.B. [Polymarket](#))), Vermögenspreisblasen vergrößern sich, Sparer werden bestraft (durch Inflation/Dollar-Abwertung), die Vermögensungleichheit verschärft sich, die Immobilienpreise bleiben hoch und unerschwinglich, Familien werden nicht gegründet, Babys werden nicht geboren, die US-Bevölkerung nimmt ab, die soziale Spaltung wächst, die unverantwortlichen Ausgaben des Kongresses und der Exekutive werden nicht eingeschränkt (...), die Sozialversprechen nehmen zu, die politische Korruption wächst, die jährlichen Defizite der USA in Höhe von mehreren Billionen Dollar halten an, die Staatsverschuldung der USA steigt – bis etwas unweigerlich zusammenbricht und wir machtlos sind, den Zusammenbruch zu stoppen.

Oder um es mit Ludwig von Mises zu sagen: „*Das Endergebnis der Kreditausweitung ist allgemeine Verarmung.*“ ([The High Tech Strategist](#), Ausgabe #456, JAN 2026)

Gold ist keine Allzweckwaffe im Kampf gegen die oben genannten Bedingungen, aber für Investoren ist es eines der wichtigsten Instrumente, um zumindest einen Teil ihres Vermögens in einer Anlageklasse zu halten, auf deren Verlässlichkeit und Gegenparteien-Risikolosigkeit sich der private wie auch der öffentliche Sektor (gemessen am Verhalten der Zentralbanken) einigen können. Daher wird es mittelfristig weiterhin eine wichtige Rolle im IASF-Portfolio spielen.

Chart 1: Central bank gold buyer has picked up pace in recent months

Monthly reported central bank activity, tonnes*



*Data to 30 November 2025, where available.

Source: IMF, respective central banks, World Gold Council

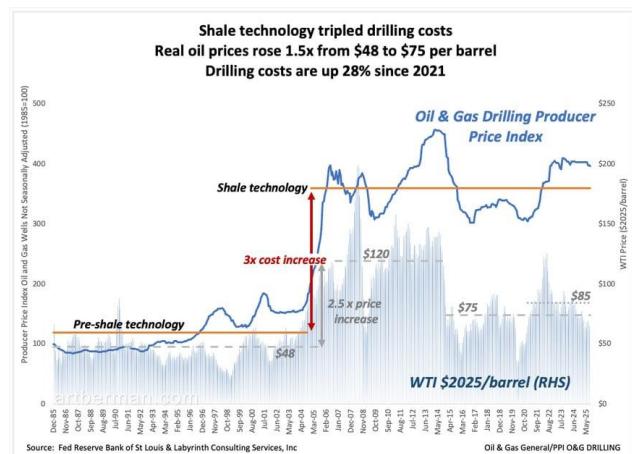
Zentralbank-Käufe und -Verkäufe,
[FT Unhedged](#), 16JAN2026

Ein Blick auf unser Energie-Thema

In Anbetracht der fortschreitenden Zeit und Länge dieses Briefes, möchte ich hier nur noch einmal kurz auf unser Energie-Thema eingehen. (Edelmetalle und US-Aktien-Shorts wurden oben schon zur Genüge aufgearbeitet.)

ENERGIE, in Form fossiler Energieträger und Uran, hat im IASF einen sehr erfreulichen Jahresstart hingelegt, was nicht verwundert, da es im vergangenen Jahr zu den relativ schwächeren Performern zählte. (Der Jahresauftakt erfährt oft solche Nachhol-Aktionen, die in der „Dogs of the Dow“-Theorie auch schon in eine Investmentregel verpackt wurden.) Hier sehen wir weiterhin eine langfristige Angebotslücke in der Entstehung, die den Energiepreisen entsprechenden Aufschub verleihen sollte.

Vielleicht wird der eine oder andere Leser an dieser Stelle nun auf die gewaltigen venezolanischen Öl-Vorkommen verweisen, die den US-Produzenten nun offenstehen (nicht kurzfristig und schon gar nicht zu laufenden Preisen profitabel erschließbar) oder auch die schier endlos scheinenden US-Schiefergas-Vorkommen, deren Output jedoch klar stagniert (Zahl der Bohrungen ist rückläufig, insbesondere da Kosten pro gefördertem Barrel Öl steigen und Margen schrumpfen).

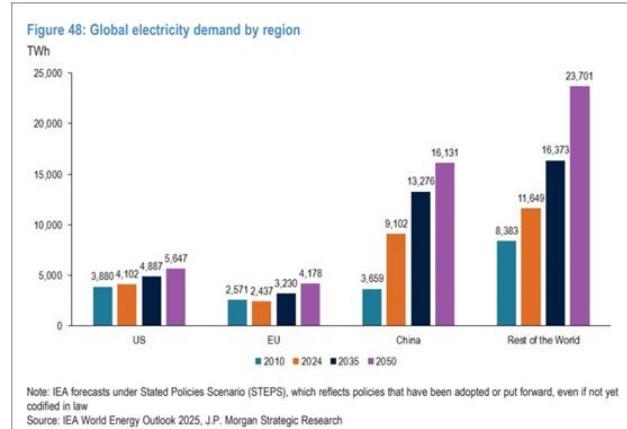


Art Berman, [Blog Post](#), 3DEZ2025

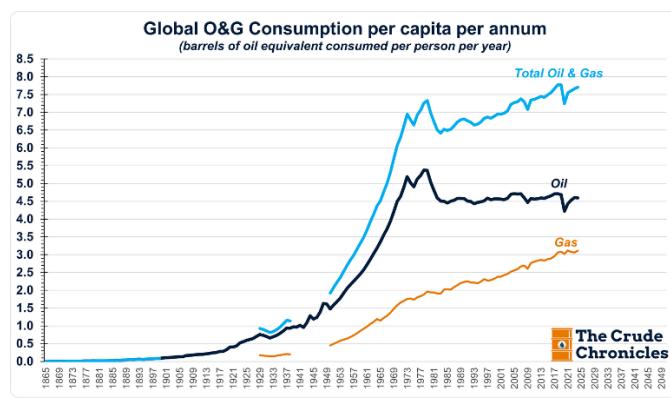
Was die Angebotsseite angeht, so ist klar „*dass wir kurzfristig bereits den Höhepunkt der Ölförderung erreicht haben. Im September letzten Jahres berichtete die Internationale Energieagentur (IEA), dass im Jahr 2024 rund 80% der weltweiten Ölförderung und 90% der Erdgasförderung aus Feldern stammen werden, die ihren Förderhöhepunkt bereits überschritten haben. Der Bericht wies darauf hin, dass ohne größere Neuinvestitionen die Förderung aus bestehenden Feldern in diesem Jahr ihren Höhepunkt erreichen und dann rapide zurückgehen würde – selbst wenn Wasserinjektionen und andere Techniken eingesetzt würden, um die Förderung zu steigern.*“ ([Financial Times](#), 20JAN2026)

Ein stagnierendes Angebot ist kein Problem, solange die Nachfrage ebenfalls stagniert oder gar fällt. Aber diesbezüglich fällt auf, dass das Wachstum der Ölnachfrage in den letzten Jahren regelmäßig unterschätzt wurde. Und so haben sowohl die IEA als auch die EIA in ihren Dezember-Berichten ihre Prognosen auch für 2026 nach oben korrigiert, und zwar auf +0,9 bzw. +1,2 Mio. Barrel pro Tag, liegen damit aber immer noch hinter der Prognose der OPEC von +1,4 Mio. Barrel pro Tag zurück.

Generell lässt sich festhalten, dass die globale Energienachfrage (v.a. Elektrizitätsgetrieben) weiter steigt, und sich die relativen Preise der jeweiligen Energiequellen (Öl, Gas, Kohle, Uran und Erneuerbare) ständig relativ verschieben. Gas- und Uranpreise sind zuletzt angestiegen, was unserem Portfolio gutgetan hat. Die Ölpreise sind dagegen zurückgeblieben, da insbesondere die wieder erhöhten OPEC-Lieferungen für einen niedrigeren langfristigen Preisausblick sorgen.

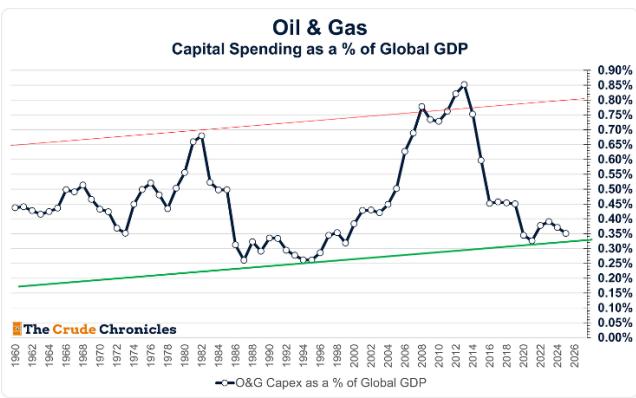


Elektrizitätsnachfrage, [MTourist Private Feed Recap](#), 9JAN2026



Öl-, Gas- und Totaler-Öl- & Gas-Konsum

[The Crude Chronicles](#), 15DEZ2025

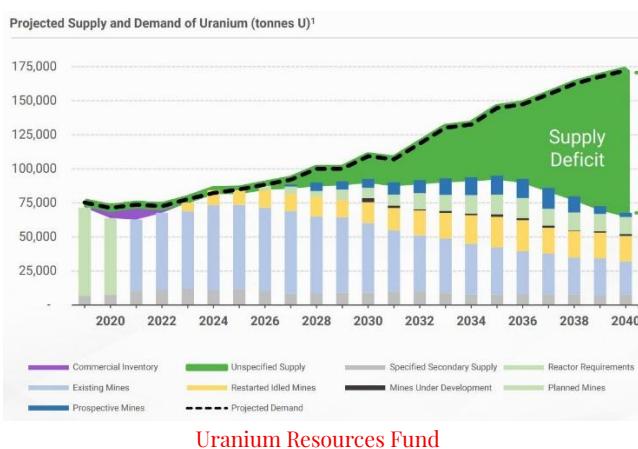


Öl- & Gas-Investitionen (% des globalen BIP)

Die weiter steigende Nachfrage nach Öl und Gas trifft dabei jedoch auf einen dramatischen Rückgang der Kapital- und dabei vor allem Ersatzinvestitionen in diesem Sektor, den die Industrie in Kauf nimmt, um kurzfristig profitabel weiter wirtschaften zu können. Wie der Chart oben rechts zeigt, liegen die Kapitalinvestitionen in der Öl- und Gas-Industrie im Verhältnis zum globalen BIP deutlich unterhalb des langfristigen Trends. Damit ist auch hier – ähnlich wie in unserer zentralen These für Uran – ein weiterer Investitionszyklus notwendig, wenn wir langfristig die Nachfrage befriedigen und Energiesicherheit gewährleisten wollen. Dies ist auch der Grund, warum ca. 6,5% unserer IASF-Allokation aus Energie Service-Unternehmen besteht.

Amerikanische und europäische Öl- und Gasproduzenten machen ca. 7,5% des Themas aus. Wenn man bedenkt, dass der Energiesektor z.B. nur etwa 3% der Marktkapitalisierung des S&P 500 ausmacht, dabei jedoch etwa 12% des freien Cashflows des Index generiert, dann zeigt dies, wieso wir dieses Thema fundamental interessant finden. Nach Jahren der Bilanzsanierung und einem verantwortlicheren Umgang mit dem Anlegerkapitals ist der Sektor in der Lage, stattliche Gewinne zu erzielen, die mit den Aktionären geteilt werden. Und er bietet ebenfalls antizyklisches Potential für den Fall, dass die Energiepreise mittelfristig ansteigen.

Unser Uran-Investment liegt bei ca. 4,5% und hat ebenfalls einen sehr guten Jahresstart zu verzeichnen. Hier war insbesondere 2025 ein enttäuschendes Jahr, nachdem der Uran-Spot-Preis nach seinem Hoch von Anfang 2024 eine Korrektur erlebte. Der Spotpreis dient den Investoren als Haupt-Preisindikator, obwohl 85% aller Lieferverträge langfristiger und eher variabler Natur sowie wenig transparent sind.



Dieser Spotpreis hat in den vergangenen Wochen einen neuen Aufwärtstrend etabliert, der die Investoren wieder optimistischer werden lässt. Als CO₂-arme Grundlast-Quelle für die Stromerzeugung und aufgrund der höchsten Energieeffizienz der Kernkraft wird deren Ausbau weltweit vorangetrieben und in den kommenden Jahren eine deutlich steigende Uran-Nachfrage mit sich bringen, der ein stark begrenztes und nicht kurzfristig ausweitbares Angebot gegenübersteht.

Grundsätzlich liegt unserer IASF-Portfoliopositionierung die Überzeugung zugrunde, dass die Wirtschaft – entgegen dem Eindruck der vergangenen Jahrzehnte – kein Finanzsystem, sondern ein physisches System ist. In diesem System wird Energie aufgewandt, um Rohstoffe in Güter und Dienstleistungen umzuwandeln, die wiederum unseren Wohlstand definieren. Die Finanzwirtschaft fungiert dabei als Kapitalbeschaffungssystem und ist damit lediglich ein Derivat der realen Wirtschaft und wird auch für den vorgezogenen Konsum verwandt.

Als Gesellschaft haben wir unseren über Jahrzehnte aufgebauten Wohlstand zu lange als selbstverständlich und gegeben angesehen und uns mehr mit dem Derivat der Finanzialisierung beschäftigt. Inzwischen stellen wir jedoch zunehmend fest, dass wir den Erhalt und Ausbau / Optimierung dieses physischen Systems zu lange vernachlässigt haben. Diese Realisierung bringt einen veränderten Fokus mit sich, der sich grundsätzlich als Rückenwind für viele der in unserem Portfolio gehaltenen Anlagen erweisen sollte.

Anlegerweisheiten 2025

Wie im vergangenen habe ich auch in diesem Jahr aus den 50 vom [MacroTourist](#) am 31. Dezember publizierten Anlegerweisheiten wieder ein paar herausgepickt, die für mich besondere Relevanz haben und vielleicht dabei helfen mich als Portfolio-Manager besser zu verstehen (alle Übersetzungen wie üblich von mir):

- ❖ „Die Bedeutung der Psychologie – Ihrer eigenen Psychologie und der anderer Marktteilnehmer – wird von den meisten institutionellen Anlegern unterschätzt. Und es ist viel schwieriger, die eigene Psychologie zu verstehen als die Psychologie des Marktes.“ (aus Steve Drobny's Buch “The Invisible Hands: Top Hedge Fund Traders on Bubbles, Crashes, and Real Money.”) – Tatsächlich habe ich in den bald vier Jahrzehnten meiner Investoren-Reise viel über mich lernen dürfen, und jeder der diesen Weg so lange beschritten hat wird mir wohl zustimmen, dass mentale Standhaftigkeit ein ganz wichtiges Charakteristikum eines Portfolio-Managers ist. Und ich arbeite weiter daran...
- ❖ „Ein wichtiger Aspekt von „Es ist auch diesmal nicht anders“ (*den viele übersehen*) ist, dass der Markt am Ende eines Zyklus eigentlich immer zum Schluss kommt: „Diesmal ist es wirklich anders.““ (Kevin Muir; *The MacroTourist*) – Hier spielt Kevin Muir selbst auf die bekannte Aussage: „This time is different“ (Diesmal ist es anders) an, die Investoren gern benutzen, um langanhaltende Trends und damit verbundene Überbewertungen zu rechtfertigen, eine Aussage, die im Nachhinein immer widerlegt wird. Das war in der TMT-Blase 2000 so, im Immobilienboom 2007/08 und ist auch jetzt im Mag7-/KI-Tech-Boom der Fall. Die Investoren, die heute in diesem Segment investieren sind wieder überzeugt, dass es diesmal anders ist und Bewertungen zum 10-fachen Jahresumsatz und mehr gerechtfertigt sind...
- ❖ „Wenn Sie der Letzte sind, der noch steht, wenn auf den Straßen Blut fließt, müssen Sie nicht besonders klug sein, um unendlich viel Geld zu verdienen.“ (Benn Eifert, Volatility Trader) – Das klingt ein wenig übertrieben, spricht in mir aber auch klar mein konträres Anlage-Gen an. So haben wir z.B. lange auf das Thema Edelmetalle gesetzt, und uns von unserer Überzeugung, dass Edelmetalle fundamental attraktiv sind und großes Potential besitzen nie abbringen lassen, auch wenn dies enorme Geduld und Hartnäckigkeit erforderte....

❖ „Gerade wenn Sie den perfekten Fluss gefunden haben, hören die Fische auf zu beißen, das Wetter ändert sich und andere Angler tauchen auf, wodurch der Fang geringer ausfällt.“ (Victor Niederhoffer; Legendary trader) – Das ist eine interessante Analogie, die mich als Makro- und Themen-fokussierten Investor wie auch als *Contrarian* anspricht. Wie auch als Angler findet man als Anleger die besten Bedingungen abseits der Massen, in Themen und in Sektoren, die vom breiten Markt vernachlässigt oder gar gemieden werden. Wenn mich mein Zahnarzt anspricht, was er mit seiner kürzlich erworbenen Silberposition machen soll, dann frage ich mich, ob es nicht Zeit ist sich wieder eine ruhigere Stelle zu suchen...

❖ „Der Schlüssel ist es abzuwarten. Manchmal ist es am schwierigsten, nichts zu tun.“ (David Tepper) – Das mag seltsam klingen, wenn man weiß, wie aktiv wir unser Portfolio bewirtschaften. Aber hier geht es für mich vor allem um die Fähigkeit Ruhe zu bewahren und nicht voreilig und hektisch die eigene Einschätzung und Überzeugung zu ändern und in Frage zu stellen – nur weil der Markt sich anders als erwartet entwickelt...

❖ „Einer der größten Irrtümer im Finanzwesen (und eigentlich im Leben) ist die Aussage: „Weil etwas noch nicht passiert ist, wird es auch nicht passieren.“ (Russell Napier; Economic Historian) – Das ist vielleicht das wichtigste Zitat am Beginn von 2026. Denn wir alle basieren unser Planen und Entscheiden auf unsere Erfahrungen und auf den vertrauten Mustern der Vergangenheit. Das war lange Zeit hinreichend um als Investor solide Ergebnisse zu erzielen. Aber wir befinden uns in einer Phase tiefgreifender und oft abrupter Veränderungen, die eine Zukunft möglich erscheinen lässt, welche für die meisten schwer vorstellbar ist und Entwicklungen beinhaltet, die jenseits unserer Erwartungen liegen. Als Portfolio-Manager, die mit der Aufgabe betraut sind, ihre und unsere Ersparnisse zu sichern und zu mehren, versuchen wir dem mit Offenheit, aber auch dem nötigen Pragmatismus zu begegnen.

Und unseren Leserinnen und Lesern wünschen wir, dass sie sich nicht an vergangene Muster klammern und in Angst erstarren, sondern den uns bevorstehenden Herausforderungen mit Mut und Zuversicht entgegentreten.

Das Beste kommt zum Schluss

„Man kann nur kontrollieren, welche Anlagen man kauft; eine grausame und unerbittliche Welt kontrolliert, was als Nächstes passiert.“ (Owen Lamont, Acadian AM, AUG 2024) – Dieses Zitat war nicht in Kevin Muir's Liste der Anlegerweisheiten, aber beschreibt unsere Arbeit perfekt. Manchmal kann dies frustrierend sein, worüber ich in dieser Publikation z.B. 2024 gelegentlich berichtet habe.

Und dann geht doch schlussendlich wieder auf, was man antizipiert hat, und die Welt erscheint einem gar nicht mehr „grausam und unerbittlich“. So hat sich der IASF-NAV in den Januar-Wochen, in denen ich diesen Bericht geschrieben habe, und nach dem ausgezeichneten Ergebnis von 2025, auf den Weg zu einem neuen Monatsrekord gemacht.

Historische Wertentwicklung pro Kalenderjahr in % (per 28.01.2026) in EUR

Jahr	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	YTD	
2026	14.60												14.60	
2025	3.92	-1.60	2.90	-2.14	1.61	-0.84	3.72	5.76	5.55	-0.23	5.66	3.14	30.63	
2024	-1.08	-3.16	5.95	5.32	2.29	-3.80	2.64	-3.59	1.07	-1.07	-3.11	-3.64	-2.84	
2023	5.91	1.64	-0.28	-1.63	-4.54	-1.99	4.76	-0.09	3.85	-1.02	-2.90	1.29	4.53	
2022	9.64	5.75	6.52	4.73	4.86	-8.52	3.44	1.18	-1.36	4.44	4.79	-1.61	37.95	
2021	2.85	10.72	1.10	0.37	5.46	0.43	-5.28	-1.60	7.40	0.10	-4.81	-0.70	15.93	
2020	-4.67	-3.13	-11.39	10.12	0.46	0.07	2.12	-0.70	-2.99	-3.50	11.65	3.10	-1.01	
2019							-0.16	1.58	-2.56	2.54	-0.34	-1.21	4.73	4.49

Incrementum All Seasons Fund, EUR-I, Historische Wertentwicklung, [IFM](#), 28JAN2026

Mir ist natürlich bewusst, und ich erkenne es insbesondere an der wachsenden Zahl der Anleger-Anfragen, dass die Frage wieder einmal akut wird, ob das so weiter gehen kann. Und wie 2022/23 kann ich nur antworten, dass ich das auch nicht weiß. Wir haben den IASF als aktiv verwalteten globalen Strategie- und All Wetter-Fonds aufgelegt und damit ist er zu jeder Zeit für langfristige Anleger kaufenswert. Ob die Märkte (oder die Welt) uns kurzfristig für unsere Positionierung weiter belohnen, ist leider nicht vorhersehbar.



Incrementum All Seasons Fund, EUR-I NAV, [IFM](#), 28JAN2026

Was ich jedoch sagen und beeinflussen kann, sind unsere Portfolio-Veränderungen, und über die werde ich Sie hier nochmal auf den aktuellen Stand (per 28.1.) bringen:

Das überragende Thema der letzten Wochen war die Explosion der Edelmetallpreise. Selbst Gold mit seiner Gesamtmarktkapitalisierung von inzwischen ca. 32 Bio. (ca. 220k Tonnen zum Preis von EUR 146k pro kg), die inzwischen mehr als doppelt so hoch ist wie noch von Wells Fargo auf S.18 angegeben, verhält sich mit einer Volatilität (10) von 25 inzwischen schon fast wie Bitcoin (Vol-10: 26).

Das sollte eigentlich nicht verwundern, wenn man bedenkt, dass Gold ebenfalls von einer hohen Stock-to-Flow-Ratio (weltweiter Bestand-zu-jährlicher Neuproduktion) profitiert (beide bei ca. 60). Darüber hinaus gilt Gold in der ganzen Welt als „sicherer Hafen“ unter den Anlageinstrumenten, als Hauptkrisenwährung und Notgroschen, und wird zudem auch immer noch oft physisch gehalten, d.h. ist nicht auf Knopfdruck am Markt zu veräußern. Mit anderen Worten der „Free Float“ (frei am Markt zu kaufen verfügbare Goldbestand) ist sehr niedrig, und das verleiht dem Preis zurzeit aufgrund des steigenden Interesses offensichtlich Flügel.

In unserer hyper-aktiven und von spekulativen Wellen geprägten Finanzmarktwelt würde es mich daher nicht wundern, wenn der Goldpreis weiter deutlich steigt. Wir haben daher auch bislang keine Änderungen im Bestand vorgenommen, aber in die steigenden Preise auch nicht zugekauft. Die IASF-Goldquote (via physisch hinterlegte ETC) liegt aufgrund des insgesamt stark gestiegenen Fondsvolumens (Performance plus Neugeldzuflüsse) von rund EUR 260 Mio. zurzeit bei ca. 8%, was ich keinesfalls als exzessiv ansehe.

Noch stärker sind jedoch Silber, Platin und Palladium gestiegen und hier haben wir nicht nur ein Rebalancing sondern jüngst auch eine Netto-Reduktion unserer Anlagequote vorgenommen. So haben wir unsere Wisdom Tree Silber ETC-Position von ihren Höchstständen insgesamt um 57,5% reduziert, drei Viertel davon seit dem 6. Januar. Ihr Gewicht liegt nun noch bei ca. 3%, nach 4,5% Ende Dezember. Ähnlich ist dies bei Platin (noch 2% nach 3% zum Jahresende) und Palladium (knapp 1% nach 1,65%). Damit ist sichergestellt, dass wir in einer irgendwann unvermeidlichen Korrektur mit nicht zu unterschätzender Fallhöhe nicht wieder verlieren, was wir im vergangenen Jahr gewonnen haben, ohne dass wir uns weiteres Aufwärtspotential verbauen. Auch bei den Edelmetallaktien (Total Return bis 28.1., ca. 28%) haben wir über Verkäufe von Covered Calls unsere Allokation (zZt 15% brutto, 13,6% netto, unter Berücksichtigung der In-The-Money Calls) im Zaum gehalten.

Weitere IASF-Themen mit sehr erfreulichen Januar-Ergebnissen sind SCHIFFFAHRT, mit einem Total Return von knapp 20%, ENERGIE mit ca. 17%, SONSTIGE ROHSTOFFE mit ca. 22% und EM VALUE mit ca. 21%. Mehr dazu im in der nächsten Woche anstehenden Monatsbericht des IASF-Factsheets.

Was haben wir sonst noch im Januar gemacht? – Eigentlich nicht viel. Die Währungsallokation ist weitgehend unverändert, die Brutto-Aktienquote leicht reduziert, da wir Verkäufe und Nettoneugeldzuflüsse weitestgehend liquide gehalten haben (inkl. 3% in kurzlaufenden EUR-Unternehmensanleihen mit guter Bonität). Einige kleinere Positionen wurden liquidiert (DHT, Himalaya Shipping, Pico Far East), aber auch neue Positionen in Equinor, BlueNord und SFL initiiert. Zudem haben wir auf der Aktienseite ca. die Hälfte unserer JAPAN VALUE-Position (auf nun unter 2%) realisiert, da wir hier auf der Research-Seite keine adäquate Unterstützung finden. Unsere JPY-Allokation ist allerdings unverändert, und wir erwarten, dass sich diese im laufenden Jahr als Performance-Treiber erweisen wird.

Auf der Risiko-Management-Seite haben wir unsere Nasdaq 100-Shorts nochmal um 10% aufgestockt sowie eine kleine Position Long VIX-Futures initiiert, um von der saisonal zu erwartenden ansteigenden Volatilität im ersten Quartal profitieren zu können und damit eine weitere Risikobegrenzung herbeizuführen.



Dies dient auch dazu, die durch die starken Aktienanstiege im Januar leicht erhöhte Netto-Aktienquote von 28.5% besser abzusichern.

Insgesamt haben wir im Januar schon über 100 Einzeltransaktionen vorgenommen, und damit das auch durch sehr erfreuliche Neugeldzuflüsse stärker beladene IASF-Schiff auf einem stetigen Kurs gehalten. Dass es dabei auch mal etwas langsamer vorangeht oder kleinere Rücksetzer erfolgen, darauf sollten Anleger prinzipiell vorbereitet sein. Schließlich hat der IASF-NAV seit den Tiefs vom 9.4. vergangenen Jahres mehr als 50% an Wert gewonnen.

Verstehen Sie dies bitte ganz klar nicht als Verkaufsempfehlung, sondern als einen Versuch des sicher angemessenen Erwartungs-Managements... ☺.

Persönlich sehe ich keinen Grund warum der IASF im laufenden Jahr, auch nach dem geschilderten erfreulichen Jahresauftakt nicht an die Ergebnisse des Jahres 2025 anknüpfen sollte.

Denn die von uns erwartete Rotation aus Staatsanleihen in Alternativen (von Edelmetallen bis hin zu Unternehmens- und internationalen Anleihen), aus Wachstums- und Momentum-Aktien in Substanz- und Value-Aktien, sowie aus US- in internationale Anlagen, hat m.E. gerade erst begonnen und wird über einige Jahre hinweg anhalten.

Dabei ist das Risiko einer zyklischen Korrektur natürlich weiterhin hoch, denn auch die politische Unsicherheit wird in 2026 erhöht bleiben. Dies trägt dazu bei, dass sich die folgende Erkenntnis von [Doomberg](#) aus seinem Bericht vom 17. Januar mit dem Titel „Harte Wahrheiten“ mehr und mehr im Bewusstsein der Investoren verankert: „*Mit zunehmendem Wohlstand der westlichen Nationen hat sich die Kluft zwischen den Grundlagen dieses Reichtums und den politischen Führern, die für dessen Verwaltung zuständig sind, nur noch vergrößert. Die Situation scheint untragbar, und wird sich schon bald ändern müssen.*“ Doomberg, [Cold Truths](#), 17JAN2026

Wir werden die damit verbundenen Turbulenzen sicher nicht fehlerlos durchschiffen, aber wir sind davon überzeugt, dass unsere vorsichtige und nicht nur mit dem Blick nach oben, sondern auch nach unten vorgenommene Portfolio-Positionierung weiterhin zufriedenstellende Resultate abliefern wird.

Wie immer freuen wir uns über Ihr Feedback [per E-Mail](#) und danken allen Lesern für ihr Interesse und unseren Investoren für das uns entgegengebrachte Vertrauen.

Herzliche Grüsse aus Schaan,

Hans G. Schiefen

Partner & Fondsmanager

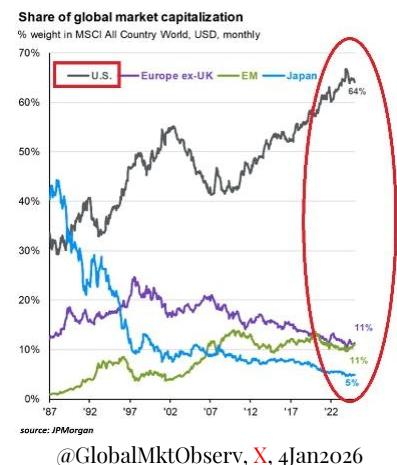
Incrementum AG

Im alten Riet 153, 9494 Schaan (LI)

Tel.: +423 237 26 67

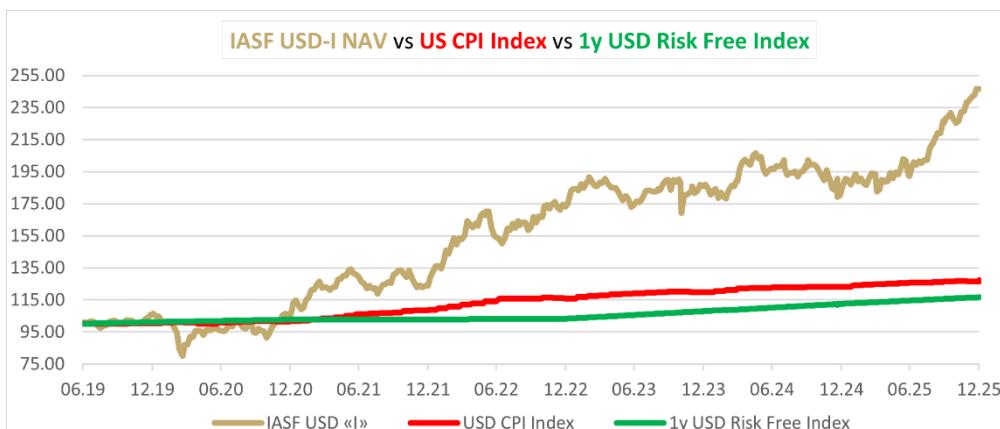
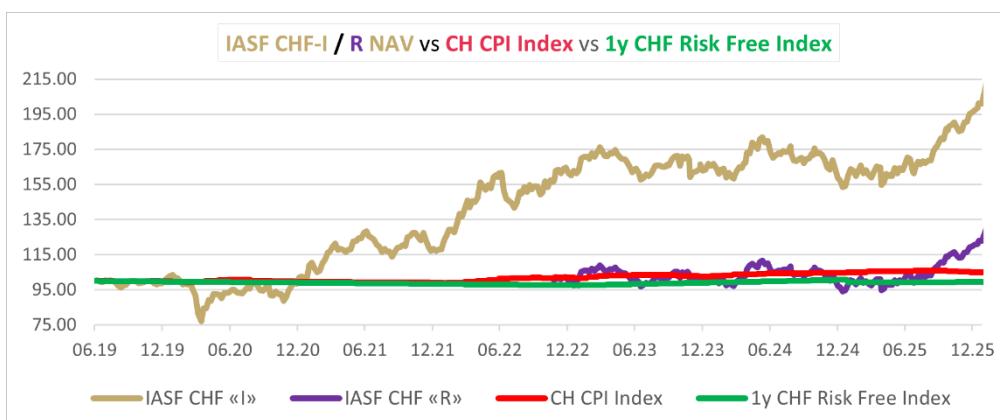
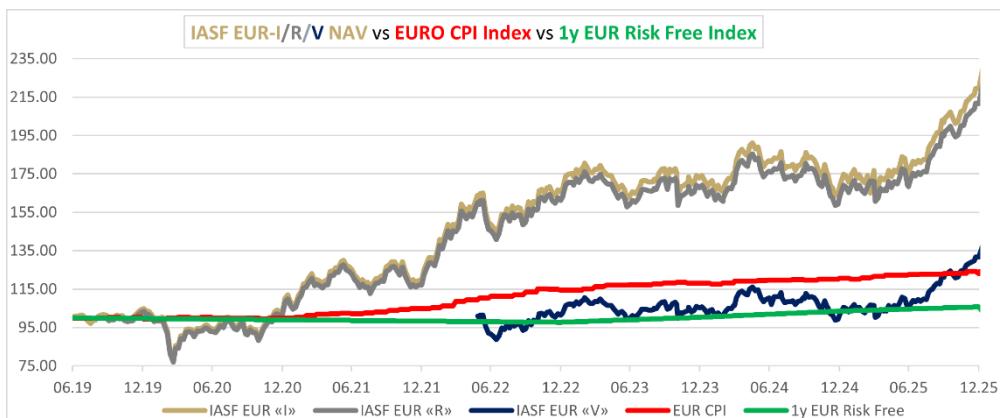
Mail: iasf-info@incrementum.li

Web: www.incrementum.li



@GlobalMktObserv, X, 4Jan2026

Anhang



* Die Charts zeigen den **NAV** des IASF bis zum letzten Bewertungstag (**13DEZ2025**), 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 Ertragserwartungen ausfallen (und umgekehrt), was dem Kern des Value Investing entspricht.
3. Kapitalerhalt ist die Conditio Sine Qua Non, und eine konsistente und langfristig ausgelegte Anlagestrategie ist wichtiger als das kurzfristige Verfolgen von Trends und Momentum.
4. Daher sollte man immer wissen wann man spekuliert oder wann man investiert.
5. Die grundlegendsten und effektivsten Instrumente des Risikomanagements sind eine gute Diversifikation sowie die Fähigkeit liquide Mittel halten zu können.
6. Substanzwerte sind immateriellen Vermögenswerten, Ausschüttungen der Thesaurierung vorzuziehen.
7. Beachte Anreize und Motivation: Wahre Interessenkongruenz begünstigt das Anlageergebnis.
8. Es gibt keine magische Formel für Anlageerfolg: Beachte sowohl makro- als auch mikro-ökonomische Aspekte, sei flexible, sorgfältig, geduldig sowie offen, und bedenke dass Investieren mehr eine Kunst als eine Wissenschaft ist.

Disclaimer

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

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Erstellung und können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Die Autoren waren bei der Auswahl der Informationen sorgfältig, übernehmen jedoch keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der bereitgestellten Informationen. Dieser Fonds ist im Fürstentum Liechtenstein domiziliert und kann auch in anderen Ländern zum öffentlichen Angebot registriert werden. Detaillierte Informationen über das öffentliche Angebot in anderen Ländern können dem aktuellen (gegebenenfalls vollständigen und vereinfachten) Prospekt entnommen werden. Aufgrund der unterschiedlichen Registrierungsverfahren kann keine Gewähr dafür übernommen werden, dass der Fonds und ggf. die Teilfonds in jeder Jurisdiktion und zum gleichen Zeitpunkt registriert sind oder werden. Bitte beachten Sie, dass in Ländern, in denen ein Fonds nicht für das öffentliche Angebot registriert ist, dieser vorbehaltlich der geltenden lokalen Vorschriften nur im Rahmen von "Privatplatzierungen" oder institutionellen Anlagen vertrieben werden darf. Anteile an Fonds werden in Ländern, in denen ein solcher Verkauf gesetzlich verboten ist, nicht zum Verkauf angeboten.

Dieser Fonds ist nicht gemäss dem United States Securities Act von 1933 registriert. Fondsanteile dürfen daher in den Vereinigten Staaten weder für noch auf Rechnung von US-Personen angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Definitionen für die Zwecke der US-Bundesgesetze über Wertpapiere, Waren und Steuern, einschliesslich Regulation S in Bezug auf das United States Securities Act von 1933). Spätere Anteilsübertragungen in den Vereinigten Staaten und/oder an US-Personen sind nicht zulässig. Alle Dokumente, die sich auf diesen Fonds beziehen, dürfen nicht in den Vereinigten Staaten in Umlauf gebracht werden.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Beleg für die künftige Wertentwicklung. Der Anteilswert kann sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den von Ihnen investierten Betrag zurück. Die Erträge aus Anlagen können schwanken. Änderungen der Wechselkurse können sich negativ auf den Wert, den Preis oder die Erträge von Anlagen auswirken. Bevor Sie eine Anlage tätigen, sollten Sie sich von einem Fachmann über die mit der Anlage verbundenen Risiken und gegebenenfalls über die steuerlichen Auswirkungen beraten lassen.