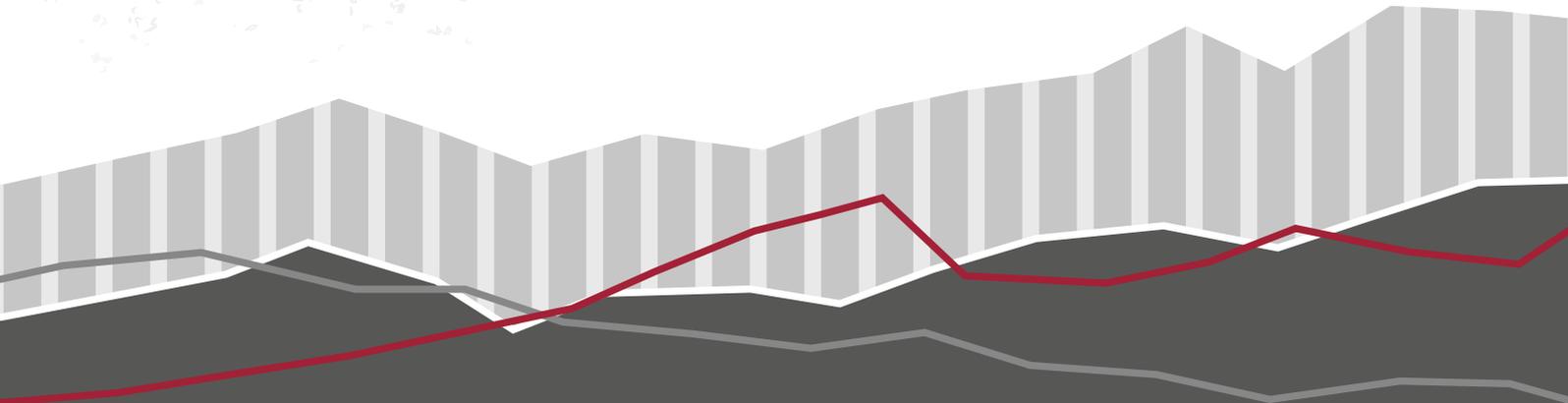


# assella

persönlich | vertraut | transparent

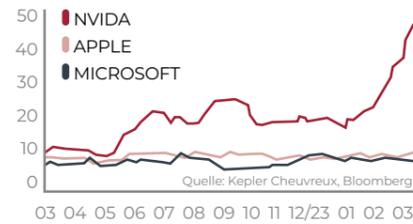
QUARTALSBERICHT I/2024



DIE GLORREICHEN 493

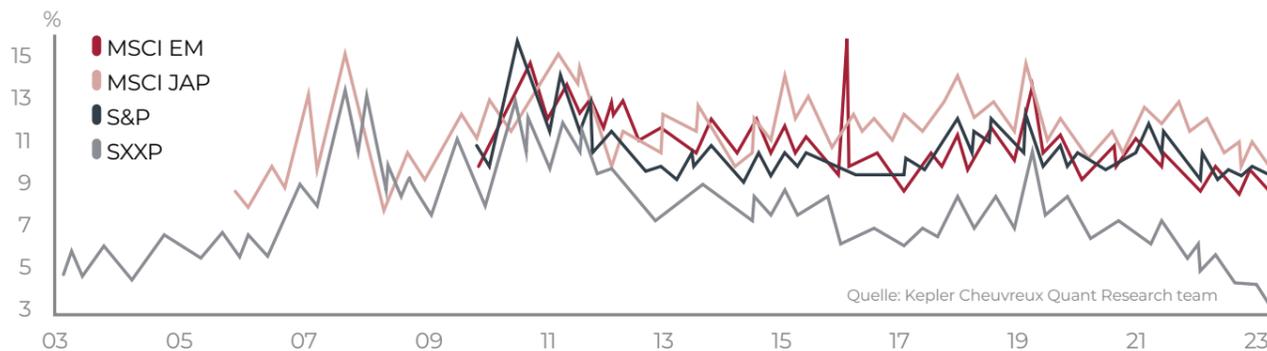
Die Aktienmärkte sind auch in diesem Quartal weitergelaufen, wobei allerdings einige Ermüdungserscheinungen festzustellen sind. So sind von den „Glorreichen Sieben“ nur noch fünf übrig, nachdem Tesla und Apple zuletzt deutlich korrigiert haben.

Die Kursentwicklung von Nvidia ist erstaunlich, sieht inzwischen aber etwas übertrieben aus; hier das Nvidia-Handelsvolumen im Vergleich zu den beiden am höchsten kapitalisierten Werten Microsoft (EUR 2,9 Billionen) und Apple (EUR 2,4 Bio.). Vermutlich ist dies ein Element einer Blase.



Grafik 1 | Nvidia-Handelsvolumen im Vergleich zu Microsoft und Apple

Das Handelsvolumen ist nur eine Zutat zu einer Blase; andere wären schnelle Preisanstiege, hohe Erwartungen inkl. exzessiver Spekulation (siehe ‚zero-days-to-expiration-Optionen‘), hoher Kredithobel, medialer Hype und ausufernde Bewertungen. Naturgemäß weiß man erst hinterher, ob eine Blasenbildung vorgelegen hat, aber wer die aktuelle Marktverfassung auf die obigen Parameter abklopft, dürfte nicht ganz leer ausgehen.

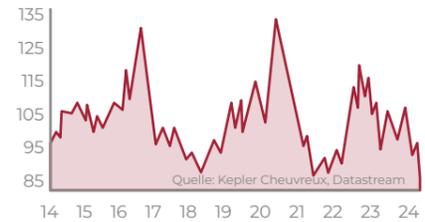


Grafik 2 | Risikoprämie von Aktien in Schwellenländern, Japan, S&P 500 und Stoxx Europe 600 über die letzten 20 Jahre

Wie gehen wir mit der Lage um? Wir schauen uns anstatt bei den Glorreichen Sieben bewusst in anderen Gefilden um, also z.B. bei den glorreichen anderen 493 Aktien des S&P 500. Und natürlich darüber hinaus im Value-Lager und außerhalb der USA und im Bereich der kleiner kapitalisierten Aktien. Daher stammt der Titel dieses Berichts, stellt sich doch die Frage, was demnächst gut laufen könnte und gleichzeitig preiswert und gut ist.

Auch wenn in Europa die Dynamik nicht so groß ist wie in den USA, findet man hier wieder Aktien, deren Risikoprämie deutlich höher ist als die der US-Aktien. Dies zeigt die Grafik 2, die die Emerging Markets, Japan und Europa mit den USA vergleicht.

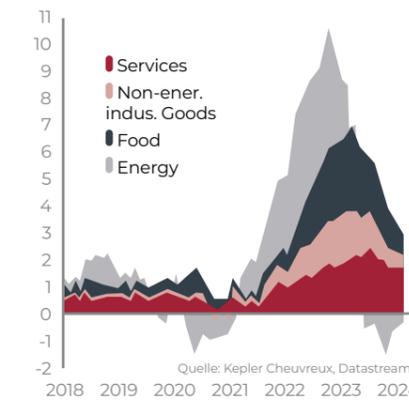
Wenn man sich auf die Investmentstile konzentriert, so fällt auf, dass Value-Aktien insbesondere in Europa wieder so preiswert sind wie vor rd. fünfzehn Jahren, als wir den sog. Dezember-Crash erlebt haben:



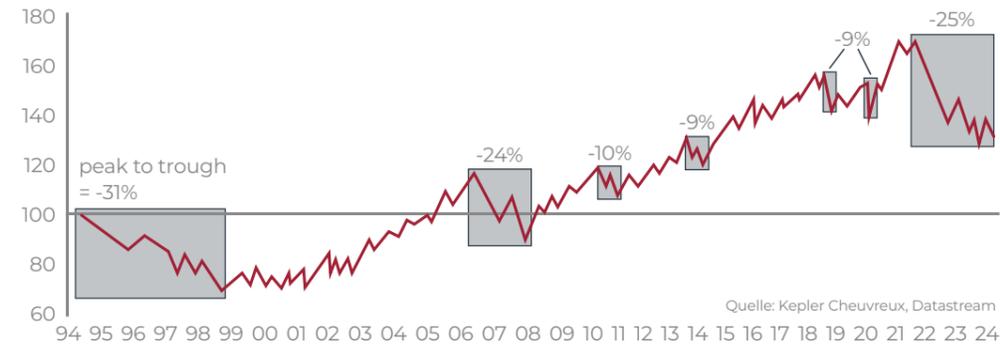
Grafik 3 | Relative Wertentwicklung von defensiven Aktien (Value) ggü. Zyklischen Aktien (Growth) in Europe der letzten 10 Jahre

Ein Blick auf die langfristigen Zinsen ist an dieser Stelle angebracht. Im letzten Quartalsbericht haben wir die Sorge vor einem längeren Zinsanstieg und der dadurch negativ beeinflussten Konjunktur-Erwartungen der Marktteilnehmer geäußert. In diesem Jahr sind die Zinsen auf beiden Seiten des Atlantiks tatsächlich noch einmal deutlich gestiegen, um dann im März etwas nachzugeben.

Per Saldo ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen per Ende März im laufenden Jahr von 2,05% auf 2,35% gestiegen, während 10-jährige US-Staatsanleihen von 3,89% auf 4,20% Renditeniveau angehoben wurden. Dies scheint vor allem deshalb verkraftbar, weil der große Inflationstreiber der letzten beiden Jahre, die Energiepreise, seit Monaten signifikant auf dem Rückzug sind, wie die folgende Grafik zeigt:



Grafik 4 | Inflationsbeiträge von Dienstleistungen, Nahrungsmitteln, Industriegütern und Energiepreisen in Europe der letzten 5 Jahre



Grafik 5 | Relative Wertentwicklung von Small und Mid Caps in Europe über die letzten 30 Jahre

Gleichzeitig ist die Wachstumserwartung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene für die USA für 2024 auf über 2% p.a. gestiegen, was die Aktien-Hausse grundsätzlich stützen dürfte. Nur in der EU sind die Aussichten weiter mau, was auch daran liegen könnte, dass die größte europäische Volkswirtschaft, Deutschland, weiterhin schwächelt und mit sich selbst beschäftigt ist.

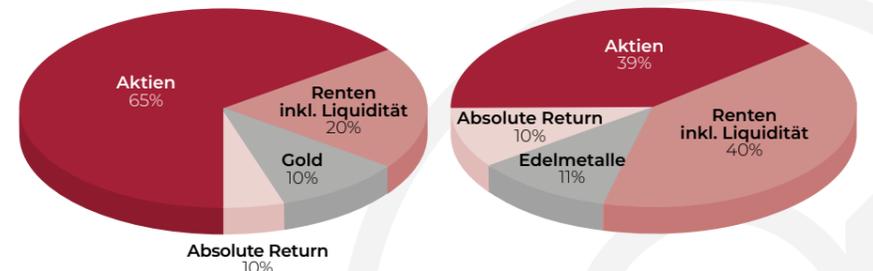
Werfen wir noch einen langfristigen Blick auf die Bewertung der einzelnen Kapitalisierungsgruppen des europäischen Aktienmarkts anhand des MSCI Europe. Hier fällt auf, dass es nur in der zweiten Hälfte der 90er Jahre eine noch längere Phase gegeben hat, in der Small und Mid Caps sich so deutlich schlechter entwickelt haben als Large Caps wie in den letzten drei Jahren.

Natürlich kann der Markt dies noch länger extrapolieren, aber früher oder später wird sich dieses Verhältnis umkehren mit den positiven Auswirkungen auf ein diversifiziertes Portfolio wie unseres. Doch gleichzeitig sind wir mit über 56% in Large Caps >EUR 10 Mrd. Marktkapitalisierung investiert und können so vom aktuellen Momentum profitieren.

FONDSENTWICKLUNG

Vorangestellt sei die Information, dass unsere beiden Fonds wie angekündigt per 1.4. fusioniert haben und der vereinte Fonds nun Assella Global Value heißt, weil wir uns als Value-Investoren verstehen und uns gleichzeitig global umschaun, auch wenn unsere wert Kundschaft und wir letztlich eurozentriert denken.

Der Assella Global Value wird ein aktienlastiger Mischfonds sein, weil wir in vielen Gesprächen den Eindruck gewonnen haben, dass eine Mischung von Aktien, Anleihen und Gold der größte gemeinsame Teiler für alle darstellt. Die Vermögensaufteilung wird ungefähr wie folgt aussehen:



Die bisherige Ausschüttungspolitik unserer Fonds war in den ersten drei Geschäftsjahren inmitten der Nullzinspolitik der Notenbanken sinnvoll. Ab nun aber wird der Assella Global

Value nicht mehr ausschütten, sondern seine Gewinne und Dividenden thesaurieren, weil es wieder Zinsen am Rentenmarkt zu verdienen gibt.

Der guten Ordnung halber wird nachfolgend die Wertentwicklung und Aufstellung der beiden bisherigen Fonds im letzten Quartal dargestellt.

Der Assella Value Invest konnte im 1. Quartal 3,8% zulegen und war dabei wie in den letzten Quartalen voll investiert (Investitionsquote über 98%). Die Vermögensaufteilung sah per 31.3. wie folgt aus:

Im Assella Alpha Family/neu Assella Global Value waren wir mit einer Aktienquote von über 97% ebenfalls voll investiert und konnten im 1. Quartal dieses Jahres 5,2% verdienen.



Grafik 7 | Gewinnsschätzung der US-Aktienmarktsegmente für die nächsten 12 Monate

Bezüglich der Titelselektion haben wir uns bereits seit einiger Zeit etwas abseits der großen Technologie-Werte umgeschaut. Nachdem wir bereits im letzten Jahr in einen kanadischen Recycling-Spezialisten, einen japanischen Autozulieferer und einen US-Medizintechnik-Anbieter investiert hatten, sind wir diesen Weg der Diversifikation – weg von den Glorreichen Sieben – bewusst weiter gegangen und haben im abgelaufenen Quartal in einen britischen Getränkehersteller, einen Goldminenbetreiber und in US-Pharma investiert. In Kontinentaleuropa halten wir uns aber mangels preiswerter Kaufkandidaten eher zurück, was auf die etwas missliche konjunkturelle und politische Wetterlage zurückzuführen ist.

Gegen Ende auch dieses Berichts möchten wir Ihnen die vereinbarte Benchmark, den deutschen Verbraucherpreisindex (VPI), abbilden. Der letzte offiziell verfügbare Wert für den März 2024 wurde mit 2,2% Preiserhöhung im Jahresvergleich angegeben, was ein überraschend niedriger Wert war, aber den Trend der letzten Monate konsistent fortgeschrieben hat.

Für das laufende Jahr 2024 wird eine Extrapolation dieser Werte erwartet, was im Fall der Realisierung grundsätzlich Rückenwind für Konjunktur und Aktienmärkte darstellt.

Zur **Großwetterlage** an den Märkten: Auch in den letzten drei Monaten wurde die Rallye in den großen Technologiewerten, die wir zuletzt als Inflationsrallye bezeichnet hatten, fortgeführt. Die Dynamik hat in den Glorreichen Sieben deutlich nachgelassen bis auf Nvidia, wo es im ersten Quartal fast eine Verdoppelung des Aktienkurses gab.

Entscheidend ist, dass eine Rezession in den USA angesichts der aktuellen Rahmendaten nicht in Sicht ist. Im Gegenteil wird in den USA für den gesamten Markt eine Erhöhung der Gewinne um ca. 6% im laufenden Jahr erwartet. Dies liegt vor allem daran, dass die Liquidität immer noch ausreichend vorhanden ist und die US-Notenbank eben nicht das getan hat, was sie vorher angekündigt hatte: weitere Zinsschritte und eine Verknappung der Liquidität.

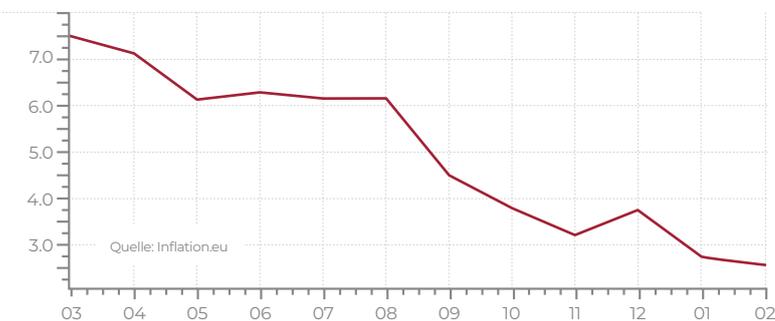
Ein guter Liquiditätsmesser könnte auch der Bitcoin sein, der im rezessiven Umfeld stark unter Druck kommt und in einem freundlicheren Umfeld mangels anderer Bewertungskriterien deutlich aufatmet, was er im vergangenen Quartal mit +50% auch getan hat.

Zur Bewertung des US-Marktes gibt es eine charakteristische Grafik 7, die zeigt, dass die Übertreibung der US-Wachstumstitel durch die moderate Bewertung der Value-Aktien auf ein akzeptables Maß zurückgefahren wird.

Dies scheint mit der nicht überbordenden Stimmung eine gute Basis für weitere Kursanstiege zu sein.

Was den **Assella Global Value** angeht, hat der rd. 20%ige Rentenanteil einen durchschnittlichen Kupon von 4,2%, eine Endfälligkeitsrendite von 4,7% mit einer moderaten Duration von rd. 2,6 Jahren, so dass wir mit diesem Portfolioanteil schon einmal ein zufriedenstellendes Grundrauschen darstellen können. Hinzu kommen die Alternativen Investments, die aufgrund Ihrer Aktienmarktunabhängigkeit eine sinnvolle Diversifikation mit einem recht stetigen, aber geringeren Renditepotential darstellen. Aber natürlich wird der dominante und volatilere Aktienanteil für die Gesamtperformance entscheidend sein.

Unabhängig davon bleibt eines gewiss: Wir sind der aufmerksame Beobachter und zuverlässige Verwalter Ihres Vermögens, wobei wir kurzfristig handlungsfähig, aber langfristig orientiert sind.



Grafik 8 | Deutscher Verbraucherpreisindex - letzte 12 Monate