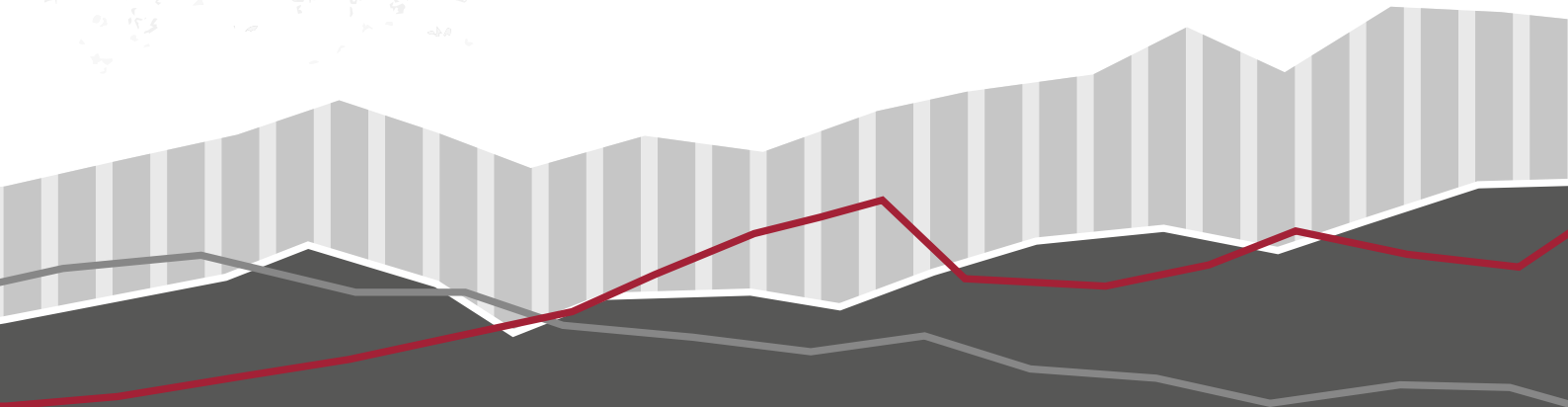


assella

persönlich | vertraut | transparent

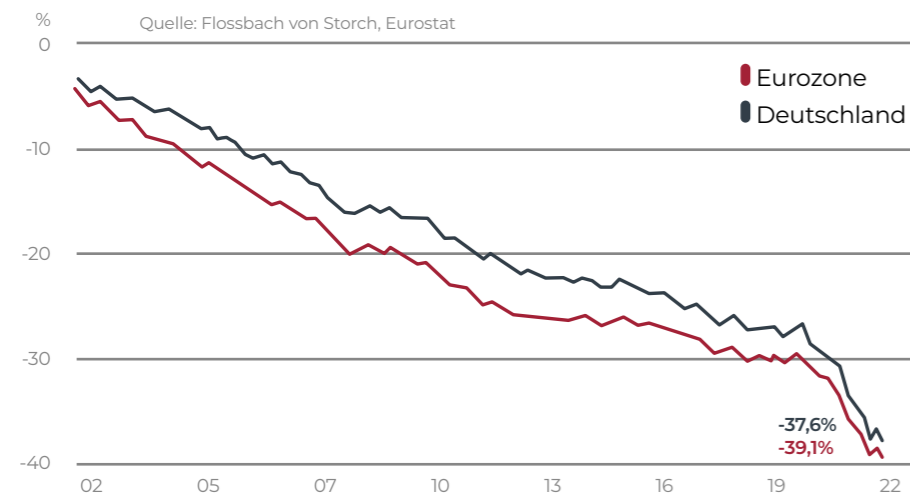
QUARTALSBERICHT III/2024



INFLATION IST WIE ZAHNPASTA

Da sich in der Struktur der Aktienmärkte im 2. Quartal nicht viel geändert hat und insbesondere der Mai ein weiterer „Nvidia-Monat“ mit +38% Wertentwicklung war, wollen wir uns heute eines übergeordneten Themas, der Inflation, annehmen.

Die Aussage in unserer Überschrift stammt vom langjährigen Bundesbankpräsidenten Karl Otto Pöhl zu Beginn seiner Amtszeit im Jahre 1980. Er führte weiter aus: „Ist sie erst mal heraus aus der Tube, bekommt man sie kaum mehr rein. Das Beste ist, nicht zu fest auf die Tube zu drücken.“ Als kleine Motivation, sich mit Inflation zu befassen, sei folgende Grafik unseres Kölner Mitbewerbers angeführt:



Grafik 1 | Kaufkraftverlust des Euros seit seiner Einführung vor 25 Jahren

Der politische Rahmen der Notenbank ist klar: „Das vorrangige Ziel [...] ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten“ (EU-Vertrag). Die EZB hat daraus ein 2%-Ziel gemacht, weil null oder negative Inflation vermeintlich schädlich sind. Natürlich war es von Anfang an illusorisch zu glauben, dass eine Notenbank mit dem langen Wirkungsverzug ihrer Zinsentscheidungen genau diese Marke erreichen könnte.

Da die Inflation aus strukturellen Gründen in den 10er Jahren deutlich unter 2% lag, hat die EZB eine Politik der negativen Zinsen gefahren,

um Deflation zu vermeiden. Dass diese Maßnahmen zusammen mit der immensen Geldschöpfung der Covid-Zeit und den Verwerfungen des Ukrainekriegs dann zu einer deutlich höheren Inflation in 2022 und 2023 (bis zu 9%) geführt haben, zeigt die mangelnde Beeinflussbarkeit der Inflation generell und den experimentellen Charakter der EZB-Maßnahmen (Volkswirte sind nun einmal in erster Linie Theoretiker).

Gut zu wissen ist auch, dass die offiziellen Inflationsbarometer der Notenbanken so strukturiert wurden, dass sie die Inflation geringer ausweisen, als wir sie in unser aller Alltag erfahren. Da gibt es „harmonisierte“ Indizes der EZB, die eine Mittelung der

kann. Die Alternativen wären Steuererhöhungen (ärgerlich), Ausgabenkürzungen (schmerzhaft) oder die Privatisierung staatlichen Vermögens (nicht mehr viel vorhanden).

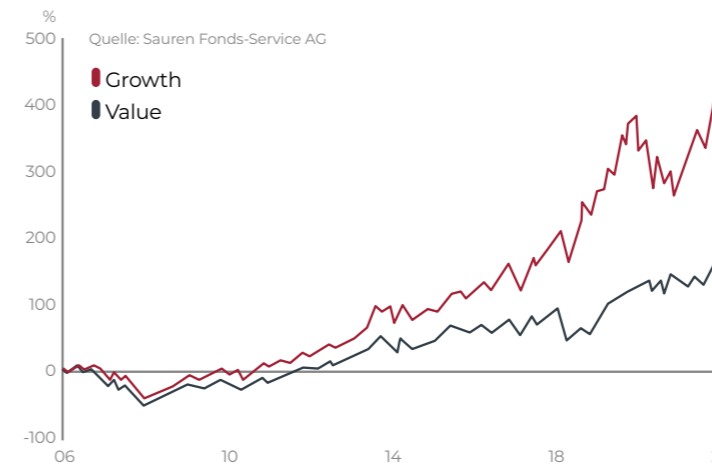
Da die offizielle Inflation moderat geblieben ist (siehe letzte Seite dieses Berichts), wird landläufig davon ausgegangen, dass auch die Zinsen wieder deutlich herunterkommen sollten.

Hier melden wir unsere Zweifel an. Energiepreise, Lieferkettenprobleme, die weiterhin lockere Fiskal- und Geldpolitik der Notenbanken und geopolitische Spannungen und Kriege (China, Russland, Naher Osten) wirken allesamt preistreibend. Dies gilt ebenfalls für die von den USA angestrebten neuen Zölle auf chinesische und europäische Produkte.

Auch die „4 Ds“ Demografie (Entsparen der Babyboomer), Dekarbonisierung (dauerhaft höhere Energiepreise), Digitalisierung (Umstellung von Wirtschaft und Verwaltung) und Defense (langfristig eher mehr als 2% des Bundesetats) dürften anhaltend für Preisaufrtrieb sorgen.

Nicht zu vergessen die Zweitrundeeffekte im Lohnsektor. Wilde Streiks kosten nicht nur die Nerven der Verbraucher, sondern auch viel Geld inkl. volkswirtschaftlicher Ausfallkosten. Wir denken hier an inzwischen dysfunktionale Bereiche wie Deutsche Bahn, ÖPNV und die Kranken- und Altenpflege, wo bisher offensichtlich zu wenig bezahlt worden ist.

Daher gehen wir davon aus, dass 10-jährige Bundesanleihen mit einer aktuellen Verzinsung von 2,5% ein angemessenes Niveau mit beschränktem Spielraum nach unten aufweisen und dass sich die Zinskurve durch die (wenigen) anstehenden Zinsschritte der EZB nach unten normalisieren dürfte.



Grafik 2 | Wertentwicklung von Growth vs. Value-Aktien seit Ende 2006

Bei den Aktienmärkten war es im 2. Quartal etwas zäh; gelaufen sind eher die kleineren Märkte wie Norwegen, Dänemark, Polen, Türkei und die Niederlande. Allesamt Märkte, deren Aktien weniger breit in unseren Portfolios vertreten sind. Jenseits des Atlantiks haben die großen Technologieaktien den NASDAQ noch einmal um 8% im Quartal nach oben getrieben, während der Dow-Jones-Index im Minus lag.

Apple hat im Mai und Juni jeweils 10% zulegen und ein neues Allzeithoch erklimmen können, womit es wieder „glorreich“ aussieht.

Insgesamt ist auffällig, dass sich die Wachstumsaktien deutlich von den Value-Werten abkoppeln konnten. Dies ist allerdings keine Momentaufnahme, sondern eine längerfristige Spreizung des Aktienmarkts, die nun eine Beschleunigung erfahren hat, wie die Grafik 2 zeigt.

Selbst wenn diese Schere noch weiter auseinandergehen sollte, so gibt es Hinweise auf eine Trendumkehr, weil Ungleichgewichte dieser Art nicht ewig bestehen können.

So haben wir Ihnen im letzten Bericht das gewichtete Handelsvolumen von Nvidia gezeigt, welches inzwischen deutlich (rd. 20%) geringer ausfällt als noch im letzten Trimester.

Wenn man sich die Entwicklung des Handelsvolumens der Wachstumsaktien im Vergleich zu den Value-Werten anschaut, gibt es eine ähnliche Diskrepanz insbesondere in den letzten 4 Jahren. Das Plus von 50% in den letzten 15 Monaten ist beachtlich

und die Steilheit der Kurve impliziert auch in diesem Falle, dass dieses Ungleichgewicht nicht längerfristig bestehen dürfte. Aber die Hausse nährt die Hausse und zieht weiter Geld an, bis ein „Event“ (z.B. eine Gewinnwarnung, technische Probleme oder politische Verwerfungen) den Trend zur Umkehr bringt.

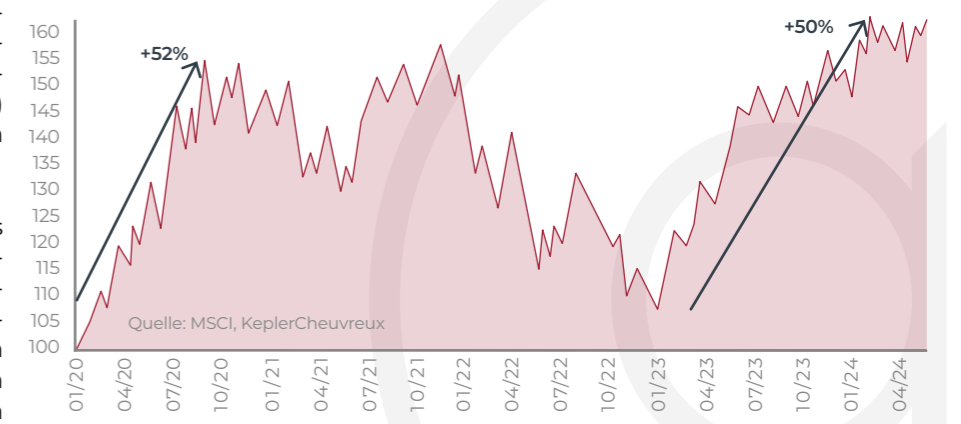
Was haben wir aus dieser Gemengelage in den letzten drei Monaten gemacht? Nun, wir waren angesichts der vermeintlichen Sättigung des Marktes recht zurückhaltend und haben unser Portfolio eher qualitativ in Frage gestellt. Daraus ergaben sich einige Verkäufe im Aktienbereich, wo wir nach der Fusion der beiden Assella-Fonds eher etwas Übergewichtet waren.

Darüber hinaus haben wir uns um den Aufbau eines renditestarken und von der Bonität her guten Rentenanteils bemüht, der die Volatilität des Fonds glättet und für eine gewisse Basisverzinsung sorgt. Bei den Laufzeiten waren wir aufgrund der immer noch invers verlaufenen Zinskurve in Europa eher vorsichtig und sind im Bereich zwischen 2 und

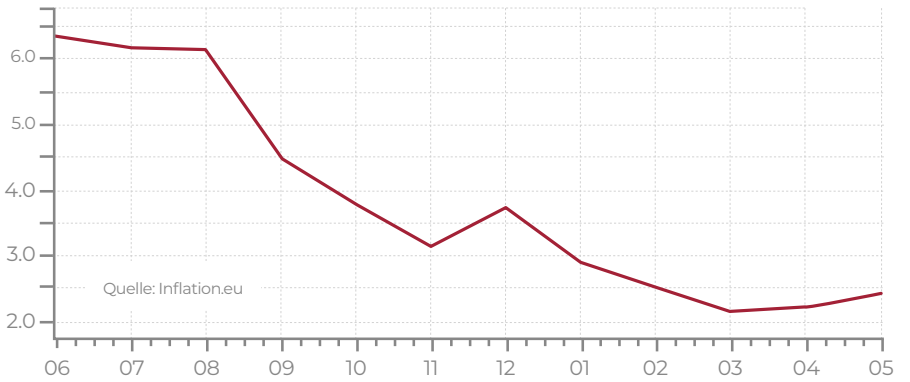
5 Jahren geblieben, weil hier bereits sehr auskömmliche Renditen erzielt werden können.

Außerdem sind die Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks in Q2 am langen Ende der Zinskurve weiter leicht gestiegen, was uns behutsam bleiben lässt. Per Saldo ist die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen per Ende Juni von 2,35% auf 2,5% gestiegen, während das Renditeniveau 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,2% auf 4,36% angehoben wurde. Dieser Anstieg wirkt sich am kurzen Ende der Zinskurve, welches von den Notenbanken und ihren Leitzinsen bestimmt wird, nur wenig aus, was uns in unserer vorsichtigen Haltung bestätigt.

Die Wachstumsaussichten für die Gesamtwirtschaft sind in Europa zuletzt im Vergleich zu früheren Prognosen leicht nach unten korrigiert worden, was auf verschiedene wirtschaftliche Unsicherheiten und geopolitische Risiken zurückzuführen ist. So werden für die EU derzeit ein Wachstum von 1% und für den Euroraum 0,8% geschätzt.



Grafik 3 | Entwicklung des Handelsvolumens von MSCI Growth vs. MSCI Value-Index seit Ende 2020

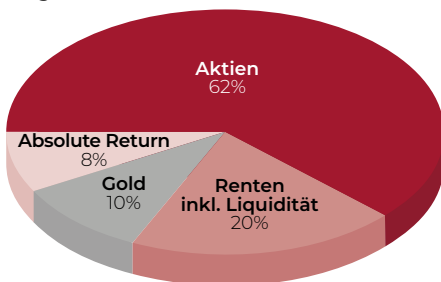


Grafik 4 | Deutscher Verbraucherpreisindex - letzte 12 Monate

Gleichzeitig ist die Wachstumserwartung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene für die USA für 2024 immer noch sehr robust und liegt je nach Quelle zwischen 1,8% und 2,5%. Der Wert der Philadelphia Fed mit 2,1% dürfte ein guter Näherungswert und damit beruhigend für Aktienanleger sein. Auch diese Prognosen spiegeln eine allgemeine Verlangsamung wider, die auf die Nachwirkungen der geldpolitischen Straffung und andere wirtschaftliche Herausforderungen zurückzuführen ist. Trotz dieser Herausforderungen wird jedoch kein Rückgang der Konjunktur erwartet, und das Wachstum dürfte durch weiterhin starke Konsumausgaben und eine robuste Beschäftigungslage gestützt werden.

FONDSENTWICKLUNG

Der **Assella Global Value** hat in den letzten Monaten gute Formen im Sinne eines aktienbetonten Mischfonds angenommen. Die Vermögensaufteilung per 30.06. sieht wie folgt aus:



Die Kennzahlen des Rentenanteils sehen inzwischen sehr ordentlich aus: Der durchschnittliche Kupon liegt bei 4,4% und die Endfälligkeitsrendite bei 4,5% mit einer gemittelten Restlaufzeit von rd. 3,6 Jahren, so dass wir uns dieses „Grundrauschen“ für einige Jahre gesichert haben,

auch wenn dies natürlich keine Kursrückgänge für den Fall steigender Zinsen ausschließt.

Die beiden Alternativen Investments haben bisher geliefert und im letzten Quartal mit geringer Volatilität 1,5% bzw. 1,6% gebracht, womit sie bei aller Aktienmarkunabhängigkeit weiterhin eine sinnvolle Diversifikation darstellen.

Der Aktienanteil ist derzeit mit 62% etwas untergewichtet zugunsten der Alternativen Investments, womit wir gut leben können. Wir haben uns von Better Collective, Gen Digital und Yara getrennt und damit auch ein wenig die Schwankungen der Aktien gedämpft, weil alle drei Positionen ein hohes Beta aufgewiesen haben.

Die Wertentwicklung des **Assella Global Value** liegt bei **1,6%** im zweiten Quartal, womit seit Jahresanfang (in Q1 in Form des Assella Alpha Family als reiner Aktienfonds) eine kombinierte Performance von **6,9%** zu Buche steht.

Gegen Ende auch dieses Berichts möchten wir Ihnen die vereinbarte Benchmark, den deutschen Verbraucherpreisindex (VPI), abbilden. Der letzte offiziell verfügbare Wert für den Mai 2024 wurde mit 2,4% Preiserhöhung im Jahresvergleich angegeben, was eine leichte Erhöhung der Inflation im Vergleich zu den Vormonaten darstellt.

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: Die Dynamik der Rallye in den großen Technologiewerten hat nachgelassen, auch wenn sie natürlich noch weiterlaufen kann.

Eine Rezession in den USA ist angesichts der aktuellen Rahmendaten unwahrscheinlich, die Gewinne der US-Unternehmen steigen weiter und Liquidität ist immer noch ausreichend vorhanden. Die Bewertung des US-Marktes insgesamt ist überdurchschnittlich, wobei die höheren NASDAQ-Werte durch die Value-Titel gedämpft werden.

All dies scheint uns zusammen mit einer inzwischen auch aufgrund des Wahlgeschehens vorsichtigen Stimmung eine Basis zu sein, die weitere Kursanstiege bei allem zugegebenen Korrekturpotential der Technologiewerte ermöglicht.

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