

Grafik 4 | Deutscher Verbraucherpreisindex über die letzten 12 Monate

Unser eigenes Suchverhalten hat sich bereits weg von Google hin zu ChatGPT, Copilot und Co. entwickelt. Falls dieses Verhalten in der Breite der Anwender zur neuen Norm werden sollte, könnten selbst etablierte Suchmaschinen abgelöst werden (wer benutzt heute noch Yahoo und Studi VZ?).

Unbestritten ist, dass europäische Aktien historisch gesehen relativ preiswert sind. Ende 2024 war die relative Entwicklung zu US-Aktien an einem absoluten Tiefpunkt, der überwunden sein könnte und für die nahe Zukunft Hoffnung gibt (siehe Grafik 5).

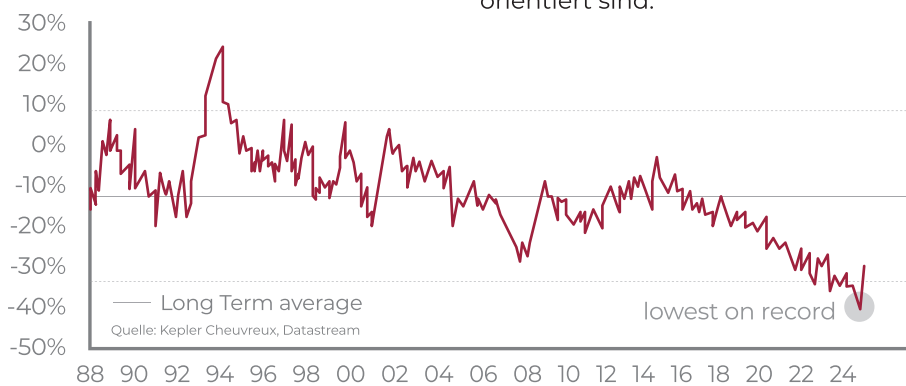
Jedoch muss man im gleichen Atemzug vor der vielzitierten Theorie der Abkopplung Europas von den USA warnen. Dies wird vermutlich auch in Zukunft nicht passieren, weil nun einmal das meiste Geld in New York und London bewegt wird, und dort wird man nur sehr unwahrscheinlich „alles“ auf das etwas weniger dynamische und überregulierte Kontinentaleuropa setzen. Außerdem ist in diesem Jahrhundert das BIP der USA fast doppelt so stark gewachsen wie das europäische (ca. 74% versus 39%), was sich kurzfristig nicht umkehren dürfte.

Das zweite Quartal wird weitere Weichen stellen – geldpolitisch, geopolitisch und wirtschaftlich.

Doch eines ist sicher: In einer Welt, in der viele Akteure „zwischen den Stühlen“ sitzen, wird Klarheit zum Luxus. Zumindest gab es in den letzten Tagen Klarheit zur US-amerikanischen Strategie, die Handelsbeziehungen durch höhere Zölle zu belasten.

Angeblieh soll dies mittelfristig zu einer Reindustrialisierung der USA und einem schwächeren US-Dollar führen, ist aber nicht einwandfrei nachvollziehbar. Offensichtlich ist allerdings, dass höhere Zölle das Wirtschaftswachstum dämpfen und die Aktienmärkte weiterhin belasten könnte.

Daher geht es in Zukunft noch mehr um die Selektion qualitativ hochwertiger Geschäftsmodelle, wie es bereits eingangs dieses Berichts beschrieben worden ist. Wir bleiben flexibel und dabei unserer



Grafik 5 | Die Bewertung von MSCI Europe und USA anhand des geschätzten KGV

Anlagedisziplin treu. In dieser Phase der Unsicherheit setzen wir bei Aktien bewusst auf Substanz.

Unsere Allokation ist geprägt von Qualitätstiteln mit robuster Bilanzstruktur, bewährtem Geschäftsmodell und nachhaltiger Dividendenpolitik. Im Anleihesegment nutzen wir selektiv die sich stabilisierenden Renditen für taktische Beimischungen, insbesondere bei Unternehmensanleihen mittlerer Bonität.

Wir setzen darauf, dass unsere Vermögensaufteilung auf mehrere Anlageklassen auch künftige Rücksetzer gut meistert, weil die Korrelation der anderen Assets von den Aktien deutlich gelöst und absolut niedriger ist. Dies gilt insbesondere für Gold und die Alternativen Investments / Absolute Return, welche die Volatilität des Portfolios dämpfen.

Eine Cash-Reserve ist erstmals seit längerem wieder taktisches Element unseres Portfolios. Sowohl aus Vorsicht als auch aus Bereitschaft, Chancen zu ergreifen, wenn sich Bewertungsverzerrungen ergeben.

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.

assella

persönlich | vertraut | transparent

Haftungsausschluss: In diesem Bericht sind aus Gründen der genaueren Darstellung einzelne Ziel-fonds, Aktien oder andere Einzelpositionen unserer Fonds erwähnt; diese Nennung stellt ausdrücklich keine Kaufempfehlung dar. Für weitere Details oder eine Beratung wenden Sie sich bitte an Ihren Ansprechpartner.

www.assella.de

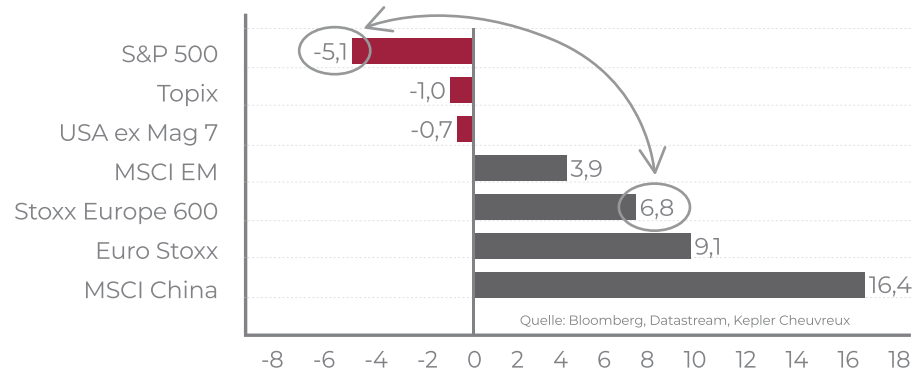
ZWISCHEN DEN STÜHLEN

Das erste Quartal 2025 verlief an den Kapitalmärkten in einer Art Schwebezustand mit starkem Anfang und schwachem Ende. Bewertungskennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) deuten weder auf eine Überhitzung noch auf echte Schnäppchen hin. Der Markt befindet sich damit buchstäblich zwischen den Stühlen: zu teuer zum beherzten Zugreifen, aber zu stabil für einen größeren Ausstieg.

Während große Technologieunternehmen aus den USA weiterhin gute Zahlen vorlegen, wachsen bei den Anlegern die Zweifel an deren Zukunftsaussichten, wie Grafik 1 zeigt. Zum ersten Mal seit Jahren haben sich europäische Aktien besser als US-Aktien entwickelt. Die hier nicht abgebildeten „Mag 7“ haben im ersten Quartal deutlich verloren. Der Roundhill Magnificent Seven ETF, der diese sieben Technologieriesen abbildet, fiel im März um 10,5 % und verzeichnete seit Jahresbeginn einen Rückgang von über 15 %. Dadurch hat der NASDAQ 12% in Q1 verloren.

Auch an anderer Stelle wachsen die Zweifel: Wie lange hält der Zinszyklus noch an? Wann führt das Momentum der künstlichen Intelligenz zu realwirtschaftlichen Produktivitätsgewinnen oder tritt vielleicht Ernüchterung ein? Vor diesem Hintergrund positionieren sich Investoren zurückhaltend und zunehmend selektiv. Qualität, Bilanzstärke und Preissetzungsmacht sind gefragt – sowohl das Prinzip „winner takes all“ der Glorreichen Sieben als auch das Gießkannenprinzip, das den meisten ETF zugrunde liegt, scheinen ausgedient zu haben.

Geopolitisch zeigt sich Europa im Frühjahr 2025 eingeklemmt zwischen den globalen Blöcken. Die Spannungen zwischen den USA und China dominieren weiterhin die internationale Agenda. Russland bleibt nach wie vor außen-

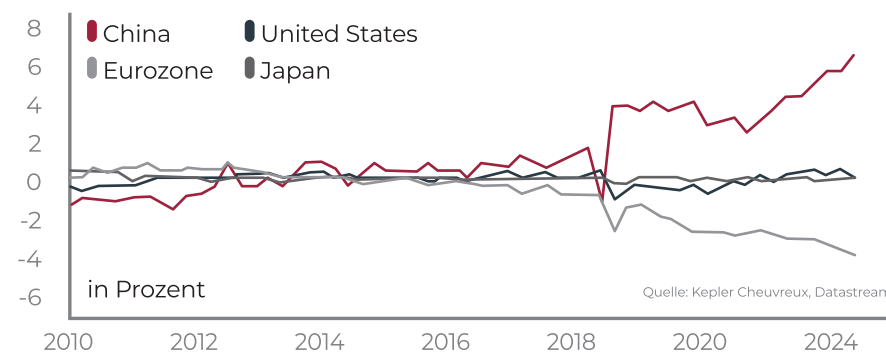


Grafik 1 | Q1-Wertentwicklung in % (in lokalen Währungen)

politisch isoliert, wirtschaftlich aber nicht bedeutungslos – insbesondere für die Energieversorgung wichtiger Schwellenländer und von Teilen Europas.

Europa selbst ringt um strategische Eigenständigkeit – ob bei der Verteidigungspolitik, der Chipproduktion oder dem Green Deal. Die bevorstehenden EU-Parlamentswahlen im Juni werfen bereits ihre Schatten voraus: Ein zunehmend fragmentiertes politisches Bild erschwert langfristige Investitionsentscheidungen, etwa im Bereich Verteidigung, Infrastruktur oder Digitalisierung.

Klar ist allerdings auch, dass die allseits drohenden Zölle seitens der USA in erster Linie gegen China gedacht sind, wie an dieser Stelle bereits ausgeführt. Bisher aber war Europa der relative Verlierer der globalen Exportentwicklungen seit Anfang 2020 und droht es weiterhin zu bleiben, wie folgender Chart zeigt.



Grafik 2 | Exportvolumen der politischen Blöcke von 2010 - 2024

Im Rentenmarkt gab es mit der Entscheidung des (noch alten) Bundestags am 5.3. dieses Jahres einen Wahrnehmungswechsel: Das neue Schuldenpaket hat bei den 10-jährigen Bundesanleihen innerhalb kurzer Zeit für einen Zinsanstieg von 2,5% auf 2,9% gesorgt, weil nun auch für Bundesanleihen eine höhere Risikoprämie von den Marktteilnehmern verlangt wird.

Der Anleihenmarkt ist an diesem und den nächsten beiden Tagen eingebrochen und der Bund-Future verlor 5,5 Prozentpunkte (und langlaufende Euro-Anleihen ebenso viel), was historisch einmalig ist. Damit hat diese vermeintlich sichere Anlageklasse im letzten Quartal auch bei Anleihen mit mittleren Laufzeiten keinen großen Performance-Betrag liefern können.

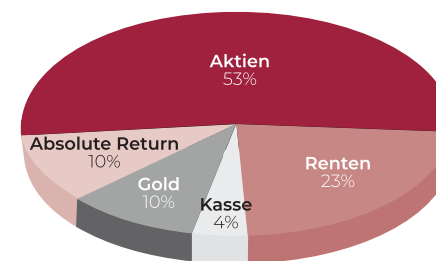
Wir gehen nach dieser Versteilerung der Zinskurve davon aus, dass das lange Ende der Zinskurve dauerhaft in diesen höheren Zinsre-

gionen verweilen könnte. Dies liegt neben der erhöhten Verschuldung des Staates auch an den „4 Ds“ Demografie (Entsparen der Babyboomer), Dekarbonisierung (dauerhaft höhere Energiepreise), Digitalisierung (Umstellung von Wirtschaft und Verwaltung) und Defense (eher 3% und mehr des Bundesetats), die allesamt für Preisauftrieb sorgen dürften.

Am kurzen Ende ist die nachlassende Konjunktur, die nun zusätzlich durch Zölle gebremst werden könnte, ein möglicher Grund für die EZB, die Zinsen schneller zu senken, auch wenn die Inflation etwas hartnäckiger bleibt. Dabei ist das Risiko einer Stagflation (stagnierende Konjunktur bei gleichzeitig hartnäckiger Inflation) offensichtlich, aber ggf. wohl nicht zu vermeiden. Jedenfalls haben sich die Zins-Schätzungen um rd. 0,25%-Punkte nach unten bewegt (siehe Grafik 3).

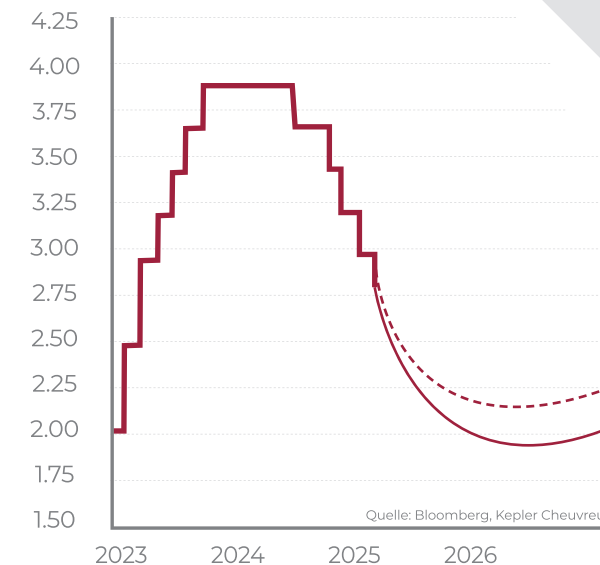
FONDSENTWICKLUNG

Die Vermögensaufteilung innerhalb des **Assella Global Value** hat sich in den letzten drei Monaten geändert und sieht per 31.3. wie folgt aus:



In dieser Zusammensetzung lag die Wertentwicklung des Assella Global Value bei 0,6% im ersten Quartal.

Die Kennzahlen des Rentenanteils haben sich ebenfalls verändert. Nach weiteren Käufen liegt der durchschnittliche Kupon nun bei 5,2% und die Endfälligkeitsrendite bei rd. 5,9% mit einer gemittelten Restlaufzeit von rd. 2,9 Jahren, womit das Chance/Risikoprofil ganz ordentlich aussieht. Der Renten-



Grafik 3 | Geschätzte EZB-Zinsschritte für 2025 und 2026

anteil besteht mittlerweile aus 52 Positionen, so dass genügend Diversifikation innerhalb dieser Anlageklasse vorhanden ist.

Der Aktienanteil ist mit 53% weiterhin etwas untergewichtet zugunsten der Anleihen und der Alternativen Investments. Da wir bewusst die Kassenhaltung erhöht haben, weisen wir diesen Posten nun auch gesondert aus.

Wenn es um die Beiträge zur Wertentwicklung geht, so haben die Anleihen und das Gold neben den Absolute Return-Elementen positiv abgeschnitten, während der Aktien-Beitrag negativ ist.

Gegen Ende auch dieses Berichts möchten wir Ihnen die vereinbarte Benchmark, den deutschen Verbraucherpreisindex (VPI), abbilden. Der letzte offiziell verfügbare Wert für den Februar 2025 wurde mit 2,3% Preiserhöhung im Jahresvergleich angegeben, was ungefähr auf dem Niveau des Vorjahreswertes liegt (siehe Grafik 4).

Für das laufende Jahr 2025 wird sowohl von der EZB als auch von einigen anderen Sachverständigen davon ausgegangen, dass die Inflation

seitwärts laufen sollte. Ob dies angesichts der kommenden Zölle im Exportbereich und des deutschen Schuldenpakets realistisch ist, wird die nahe Zukunft zeigen.

Zur Großwetterlage an den Märkten:

Leider ist unsere Erwartungshaltung aus dem letzten Quartalsbericht eingetreten: höhere Volatilität in allen Bereichen, die sich nicht positiv ausgewirkt hat. Wird es nun so weitergehen?

Zumindest bei den Glorreichen Sieben könnte nach der bisherigen Korrektur noch etwas heiße Luft enthalten sein, die nach und nach entweichen sollte. Wird dies das Ende der großen Technologieunternehmen sein? Vermutlich nicht, weil es sich in vielen Bereichen (z.B. Google, Microsoft) um Quasi-Monopole handelt, die von ihren Netzwerkeffekten weiterhin profitieren dürften. Ob dies auch für Nvidia (extrem teure Halbleiter für KI) oder Tesla (E-Autos mit sinkenden Margen) gilt, darf bezweifelt werden.

Allerdings ist es denkbar, dass die neuen KI-Bots auch sicher geglaubte Geschäftsmodelle aufbrechen.