

Grafik 2 | Deutscher Verbraucherpreisindex über die letzten 12 Monate

Der letzte offiziell verfügbare Wert für den Juni 2025 wurde mit vorläufig **2,17%** Preiserhöhung im Jahresvergleich angegeben, womit die Inflation wieder auf dem Vormarsch und so hoch wie vor einem halben Jahr ist (siehe Grafik 2).

Das statistische Bundesamt hat aus vorläufigen Angaben für September einen Anstieg der Inflation auf 2,4% festgestellt, was den obigen Trend bestätigt. Damit lagen mal wieder alle Auguren falsch wie z.B. der Sachverständigenrat, der für Deutsch-

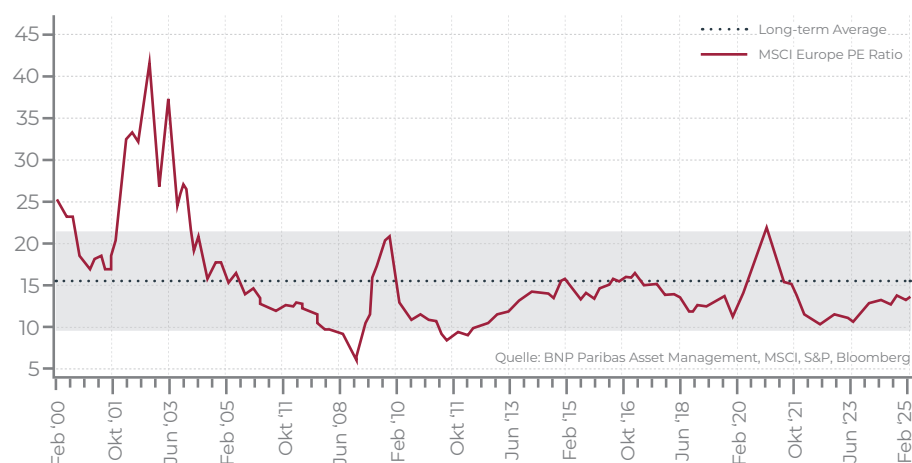
land im Frühjahrsgutachten 2025 eine durchschnittliche Verbraucherpreis-inflation von 2,1 % im Jahr 2025 erwartet hatte.

Zur Großwetterlage an den Märkten:

Während bei der US-Regierung in der Innenpolitik ein klarer Plan zur Aufhebung der Gewaltenteilung zu sehen ist, der für die Bündnispartner viele offene Fragen birgt, ist derzeit in der US-Außen- und Wirtschaftspolitik kein roter Faden zu erkennen.

Im Gegenteil: die erratische Verhängung von Zöllen, die oft persönlichen und spontanen Befindlichkeiten zu folgen scheint, bedeutet eine große Verunsicherung der Handelspartner und der beteiligten Unternehmen. Und alle Wirtschaftssubjekte hassen Unsicherheit, weil Investitionen nun einmal eine mittelfristig stabile Kalkulationsbasis erfordern, ohne die jegliches Handeln sinnlos erscheint.

Auch wenn kein Überoptimismus bei den Marktteilnehmern zu erkennen ist, müssen wir jederzeit mit Rückschlägen rechnen, die inzwischen offenbar zu unserem Geschäft gehören.



Grafik 3 | KGV-Bewertung des MSCI Europe und dessen Mittelwert seit 1999

Um diese Rücksetzer möglichst gering zu halten, setzen wir seit Jahren auf mehrere Anlageklassen in unserer Vermögensaufteilung, wobei die weniger volatilen wie Anleihen, Gold und Alternative Investments mit der Ausnahme von 2022 dem Portfolio gutgetan haben.

Hinzu kommt sowohl im Aktien- als auch im Anleihenbereich die Selektion qualitativ hochwertiger Geschäftsmodelle, die die Wahrscheinlichkeit für das regelmäßige Vereinnahmen von Dividenden und Zinsen deutlich erhöhen. Letztlich sind diese systematischen Risikoprämien die Basis für die Wertschöpfung und Performance innerhalb unseres Portfolios.

Apropos Aktien: es mehren sich die Empfehlungen für eine Übergewichtung europäischer Aktien wegen der vermeintlich günstigen Bewertung. Dies scheint eine wackelige These zu sein, wenn man sich den folgenden Chart vor Augen hält. Dieser zeigt, dass die Unterbewertung Europas seit über 20 Jahren mit zwei Ausnahmen normal ist, weil vermutlich die geringere Dynamik und die hohe Regulierungsdichte ähnlich hohe Unternehmensgewinne wie in den USA und in China verhindern (siehe Grafik 3).

Diese längerfristige Unterbewertung existiert vermutlich zu Recht. Geben wir uns also nicht regelmäßig trügerischen Hoffnungen hin und bleiben international investiert.

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 An-sprechpartner.

www.assella.de

THE MARKET CLIMBS A WALL OF MONEY

Ursprünglich heißt dieses Börsen-Bonmot „the market climbs a wall of worries“, was bedeuten soll, dass viel Pessimismus und Crash-Warnungen die Basis für einen weiteren Marktanstieg sind, weil dann eben schon alle defensiv positioniert sind und daher wenig Verkaufsdruck besteht.

Derartige Bedenken sind auch in diesem Herbst zahlreich zu vernehmen, was uns als Aktienfans grundsätzlich erfreut. Aber was hat es mit der „wall of money“ auf sich?

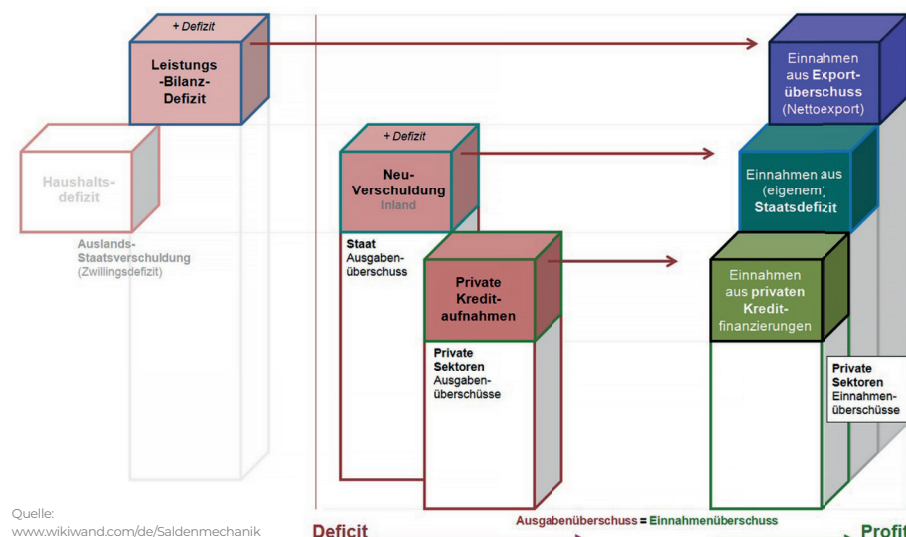
Von einigen unserer Kunden werden wir regelmäßig gefragt, wie es sein kann, dass die Aktienmärkte trotz zweier Kriege in mittelbarer Nachbarschaft, gestiegener Inflation und deutlich höherer Zinsen als vor rund 4 Jahren in breiter Phalanx in der Nähe ihrer Allzeithochs notieren.

Wir möchten als Antwort ein Diagramm zeigen, das man bereits vor knapp vier Jahren an genau dieser Stelle sehen konnte und welches die Wirkungsweise des Geldes (wall of money) als Triebmittel für die verbrieften Sachwerte veranschaulicht:

Aus den roten Blöcken privater und öffentlicher Neuverschuldung werden im privaten Sektor die Einnahmenüberschüsse in Form der grünblauen Blöcke. Dieser Zusammenhang läuft bezeichnenderweise unter dem Begriff ‚Saldenmechanik‘, was bedeutet, dass diese Ausgaben und Einnahmen so eng korrespondieren wie die beiden Seiten einer Bilanz. Daher ist auch der Begriff Mechanik sehr passend; dies gilt auch, wenn man Sickerverluste wie Steuern, Inflation und Sparen berücksichtigt.

Dies heißt im Klartext, dass die (Staats-) Schulden von heute die privaten Profite von morgen sein werden!

Und die Staatsschulden sind während der Euro-Schuldenkrise 2011 und in den Covid-Jahren bereits



Grafik 1 | Die Saldenmechanik öffentlicher Schulden und privater Einnahmen

deutlich aufgebläht worden. Laut EZB-Bilanz betrugen die Gesamt-Aktiva Ende 2011 EUR 2.733 Mrd. und am Ende 2024 EUR 6.421 Mrd. (1.000 Mrd. entsprechen 1 Billion und wer Probleme hat, sich diese Größenordnung vorzustellen, hat unser volles Verständnis).

Es sind also in den letzten 14 Jahren rd. EUR 3,7 Billionen hinzugekommen und diese Geldschöpfung findet über kurz oder lang ihren Weg in alle Anlageklassen, was der Grund dafür ist, dass sich nicht nur die Aktienmärkte und Gold bester Wertentwicklung erfreuen.

Selbst der deutsche Immobilienmarkt ist wieder auf dem Wege der Besserung. Je nach Region und Objektklasse könnten die aggregierten Preise für **Wohnimmobilien (selbstgenutztes Wohneigentum + Mietobjekte) aktuell etwa 5 % bis 15 % unter den Spitzenwerten von 2021 liegen**, was angesichts der signifikant höheren Zinsen und der verschärften Kreditbedingungen recht ordentlich erscheint.

Angesichts all der Verwerfungen in der Geopolitik seien noch ein paar Worte zur Rolle Europas erlaubt, weil wir uns eben mittendrin befinden. Man hört manchmal von sog. Trans-Atlantikern, die sich durch ihr Netz-

werk in einem Informationsvorteil wähnen, dass sie keine Bedenken bezüglich der zunehmenden Unberechenbarkeit der USA haben.

Dieser etwas behäbigen Haltung sei entgegnet, dass es nachteilhaft ist, wenn auf der anderen Seite des Atlantiks entweder kein verlässlicher oder schlimmstenfalls gar kein Partner mehr vorhanden ist. Es steht zu vermuten, dass jene selbstgefällige Grundanschauung einer der Gründe für das oft etwas zögerliche und inkonsequente Handeln unserer Entscheidungsträger ist.

Wirtschaftlich wirken die auf breiter Front aufgerufenen und ständig änderbaren Zölle als Inflationstreiber und Bremsklotz für die Konjunktur zugleich, weil letztlich die Konsumenten angesichts höherer Preise ihre Konsumneigung drosseln.

Obwohl Konsum und Konjunktur etwas schwächeln, sind **die europäischen Rentenmärkte** angesichts der Schuldenausweitung **relativ kritisch**, was sich in einem Zinsanstieg von 23 bp auf aktuell 2,82% für 10-jährige Bundesanleihen im vergangenen Quartal äußert.

In **Frankreich** sieht es wegen der politischen Pattsituation bedenklicher aus, weil hier die 10-jährigen Rendi-

ten um 30 bp auf satte 3,60% gestiegen sind und damit zwischenzeitlich erstmals das Niveau Italiens leicht überschritten haben. Wahrscheinlich strahlt die strukturelle Schwäche unseres großen Nachbarn wegen der teilweisen **Schuldenhaftung** (Europäischer Stabilitätsmechanismus / ESM) negativ auf das gesamte europäische Zinsniveau ab.

Zum **US-Rentenmarkt**: dort ist trotz des beschleunigten Schuldenrahmens ein Zinsanstieg in Q3 ausgeblieben. So sind die Zinsen erneut von 4,24% auf 4,15% im 10-jährigen Laufzeitenbereich **gefallen**.

Erklärungen bieten die **nachlassende Konjunktur**, die erste **Zinssenkung** der Federal Reserve Bank dieses Jahres am 17.09. um **0,25 Prozentpunkte** und die aktuelle Erwartung **zwei weiterer Zinssenkungen** um 25 Basispunkte durch die Fed.

Die Verschuldungssituation der USA liegt per Anfang September 2025 in etwas erschreckenderen Dimensionen. Die Gesamtverschuldung der US-Bundesregierung (Gross National Debt) beträgt rund USD **37,43 Billionen** und wurde bereits am 4. Juli 2025 durch den „One Big Beautiful Bill Act“ auf **41,10 Billionen** angehoben.

Seit 2011 hat sich die Verschuldung der USA auf Bundesebene sogar fast verdreifacht von USD 14,8 Billionen auf USD 41,1 Billionen. Angesichts dieser Dimensionen wirkt der „One Big Beautiful Bill Act“ schon weniger „beautiful“, sondern eher systemgefährdend, was die Entwicklung des Goldpreises offenbar auch widerspiegelt.

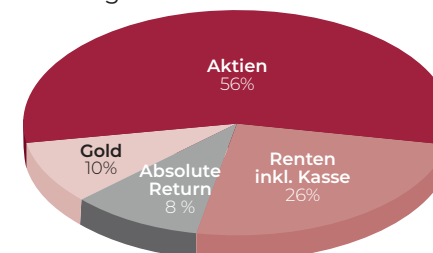
Am 1. Oktober dieses Jahres trat der sog. **Shutdown** in Kraft, weil kein Haushaltsgesetz verabschiedet wurde, das den Betrieb der Regierung finanziert. Kongress und Weißes Haus müssten sich einigen, womit der Prä-

sident auch hier direkt beteiligt ist.

Der Shutdown wurde nicht direkt ausgelöst durch das Überschreiten des Schuldengrenzwerts, sondern durch politisches Versagen bzw. Ränkespiel, aber natürlich sind diese Sachverhalte eng miteinander verwoben.

FONDSENTWICKLUNG

Die Vermögensaufteilung innerhalb des **Assella Global Value** hat sich in den letzten drei Monaten kaum verändert und bewegt sich per 30.9. im Rahmen einer „normalen“ Allokation wie folgt:



In dieser Zusammensetzung lag die **Wertentwicklung** des Assella Global Value bei **6,6%** im dritten Quartal und beläuft sich damit seit Jahresanfang auf **7,7%**.

Bei den Anleihen haben wir uns zuletzt etwas zurückgehalten; dies liegt an den gesunkenen Renditen für europäische Staatsanleihen mittlerer Laufzeit und an der mangelnden Qualität einiger Unternehmensanleihen ohne Rating.

Bei Letzteren sind wir durchaus bereit, sie ins Portfolio aufzunehmen, falls die Ertragskraft, der Free Cash Flow und die Bilanzstruktur (Verschuldungsgrad) es hochwahrscheinlich machen, dass die Rückzahlung in 4 bis 5 Jahren geleistet werden kann.

Allerdings sind die Risikoaufschläge (sog. Spreads) der Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanlei-

hen gesunken, womit die Überrendite nicht immer in einem gesunden Verhältnis zum eingegangenen Risiko steht. Dies gilt insbesondere für Rentenpapiere aus den Sektoren Öl und Gas, Automobilhersteller und -zulieferer sowie Schifffahrt und Reedereien.

Die Kennzahlen des Rentenanteils haben sich etwas verbessert, weil ein kuponfreier Bundesschatzbrief durch eine höherverzinsten Anleihe ersetzt wurde. Demnach liegt der durchschnittliche Kupon nun bei 5,1% und die Endfälligkeitsrendite bei rd. 6,3% mit einer gemittelten Restlaufzeit von rd. 3,1 Jahren. Der Rentenanteil besteht aktuell aus 51 Positionen.

Der Aktienanteil ist mit 56% leicht untergewichtet, sorgt aber mit seiner Qualität für eine ordentliche Wertschöpfung. Die Aktien haben zusammen mit dem Gold den größten Beitrag zur Performance geliefert. Maßgeblich scheint die Tatsache zu sein, dass wir im Vergleich zu internationalen Indizes wie dem MSCI World ein deutliches Untergewicht an US-Aktien haben.

Während dieser Anteil beim MSCI World bei rd. 70% liegt, beträgt er im Assella Global Value nur 39% der Aktienallokation. Dafür sind 27% in der Schweiz investiert (10 Positionen mit mittelfristigem Rückenwind durch den Schweizer Franken und international ausgerichtete Geschäftsmodelle), 11% in Deutschland und 9% in Kanada.

Gegen Ende auch dieses Berichts möchten wir Ihnen die vereinbarte Benchmark, den deutschen Verbraucherpreisindex (VPI), abbilden.