

AURETAS Navigator

Oktober 2024

Auf einen Blick

Zum Ende des 3. Quartals war es endlich soweit: die US-Zentralbank hat nach vier Jahren zum ersten Mal die Zinsen gesenkt. Ein an den Märkten lange erwarteter Schritt. Die Entscheidung, den Zinssatz gleich um einen halben Prozentpunkt zu senken, hat letztlich positiv überrascht. Positiv allerdings nur, da sie von der FED nicht in Verbindung mit einem geringer als erwarteten Wirtschaftswachstum gebracht wurde, sondern mit einer stärker als gedacht fallenden Inflation. Die US-Wirtschaft bleibt weiterhin solide.

Die Unsicherheit rund um die US-Konjunktur in den USA war es, die die Märkte im 3. Quartal hauptsächlich bewegt und ihren Höhepunkt in der Korrektur Anfang August gefunden hat. Hier sei allerdings bemerkt, dass die Unruhe um den sogenannten „Carry Trade“ mit hoher Wahrscheinlichkeit der Haupttreiber des kurzen Rücksetzers gewesen ist.

Im Zuge dieser Unsicherheit um ein „Soft Landing“ in den USA sind die Zinsen am Markt im 3. Quartal zurückgekommen und haben vor allem zinssensitive Anlagen beflügelt. Anleihen, aber auch Sektoren am Aktienmarkt, die stärker von fallenden Zinsen profitieren als unter konjunkturellen Sorgen leiden, sowie Infrastruktur- und Immobilienwerte konnten outperformen. Die Bewegung am Markt hat wie erhofft an Breite gewonnen.

Zur gestiegenen „Arbeitslosenquote“, die an der Spitze der Frage um die US-Konjunktur stand, hat sich mittlerweile - wie von uns erwartet - die Meinung durchgesetzt, dass sie nicht wegen anziehender Entlassungen, sondern wegen einem höheren Arbeitsangebot durch Zuwanderung gestiegen ist. Für die Konjunktur ergibt sich daraus und aus den Daten zur Konsumnachfrage ein eher positives Bild, kein Anzeichen einer Rezession.

Wir bleiben daher konstruktiv auf die Finanzmärkte und erwarten, dass sie von der Kombination aus Zinssenkungszyklus, einem soliden Wirtschaftswachstum in den USA und anziehenden Margen bei den Unternehmen weitergetragen werden. Auch zinssensitive Sektoren, wie Infrastruktur- und Immobilienwerte haben noch Nachholbedarf und sollten profitieren. Erhöhte Transaktionsvolumina bei niedrigeren Zinsen dürften auch Private Equity Investments zugutekommen. Unser Übergewicht in Aktien bleibt bestehen. Aber wir sehen auch die Anleihemärkte als attraktive Anlagen an, wenn auch nach dem Zinsrückgang am Markt stärker durch die laufende Rendite als durch die erwartete Kursentwicklung gestützt.

Natürlich werden die anstehenden Wahlen in den USA Anfang November die Marktteilnehmer stark beschäftigen. Unsere Analysen haben gezeigt, dass sie in der Historie zu kurzfristiger Volatilität führen konnten, sich der Markt nach bestätigtem Wahlausgang aber wieder auf die Konjunktur fokussiert hat. Im Schnitt haben Aktienmärkte auch in Wahljahren ein positives 4. Quartal verzeichnen können. Für uns gilt also weiterhin „Konjunktur vor Politik“, wenn es um das Investieren an den Finanzmärkten geht.

In diesem Marktszenario bietet unser breit diversifizierter AURETAS Anlagekompass die richtige Aufstellung, um von den vielfältigen Renditechancen am Markt profitieren und gleichzeitig die Risiken streuen zu können.

Wir gehen im Folgenden noch einmal genauer auf die für uns entscheidenden Treiber der Finanzmärkte im kommenden 4. Quartal ein und hoffen, Ihnen weitere interessante Einblicke geben zu können.



Britta Weidenbach
Managing Partner
CIO, Head of Asset Management



Boris Jurczyk
Head of Liquid Assets



Matthias Rathgen
Head of Semiliquid Assets



Unser Blick zurück

Im 3. Quartal erreichten zahlreiche Aktienmärkte neue Allzeithochs, unterstützt durch Zinssenkungen führender Zentralbanken. Der japanische Aktienmarkt erlitt zwar einen Einbruch aufgrund des Platzens von Carry-Trades, erholte sich aber schnell. Trotz globaler Unsicherheiten wie der anstehenden US-Wahl und geopolitischer Spannungen blieb die Marktlage stabil. Der Anleihemarkt zeigte eine überzeugende Performance. Äußerst stark zeigt sich weiterhin die Entwicklung des Goldpreises.

Unser Blick zurück

Neue Allzeithochs an den Aktienmärkten im 3. Quartal

Erneut konnten zahlreiche Aktienmärkte im Verlauf des 3. Quartals ein neues Allzeithoch verzeichnen. Damit blieb die Stimmung für risiko-affine Anlageklassen weiterhin positiv. Wesentlichen Beitrag dazu leisteten sowohl die US-Zentralbank als auch die Europäische Zentralbank, die im abgelaufenen Quartal jeweils die Leitzinsen senkten. Insbesondere das Ausmaß der Zinssenkung in den USA um gleich 0,5 Prozentpunkte überraschte zahlreiche Marktteilnehmer. Hintergrund der Zinssenkungen sind vor allem die deutlich gefallen Inflationssraten.

Im Quartalsrückblick bleibt der Einbruch am japanischen Aktienmarkt Anfang August in deutlicher Erinnerung. Am 5. August brach der japanische Leittaktienindex Nikkei 225 um mehr als zwölf Prozent ein. Dies war der größte Tagesverlust an Japans Börse seit dem *Schwarzen Montag* im Jahr 1987.

Der Crash war auf Entwicklungen am internationalen Währungsmarkt zurückzuführen, insbesondere auf das Platzen von hochriskanten Carry-Trades. Investoren nutzten zuvor das niedrige Zinsniveau in Japan, um sich günstig Geld zu leihen und es in höher verzinsten Anlagen weltweit zu investieren. Mit der jüngsten Zinserhöhung der Bank of Japan und gleichzeitig angekündigten Zinssenkungen der US-Notenbank wertete der Yen deutlich auf. Das löste eine Welle an Nachschussforderungen an Investoren aus, um die Verluste auszugleichen und führte zum globalen Ausverkauf am Aktienmarkt.

Dadurch stieg die Volatilität erheblich. Doch bereits am Folgetag erholte sich der Nikkei-Index mit einem Rekordanstieg um 9,4 Prozent. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten und Wachstums-

aussichten blieben stabil, was Investoren wieder nach Japan zog. Die Ankündigung der Bank of Japan, vorerst keine weiteren Zinserhöhungen vorzunehmen, beruhigte zudem die Märkte.

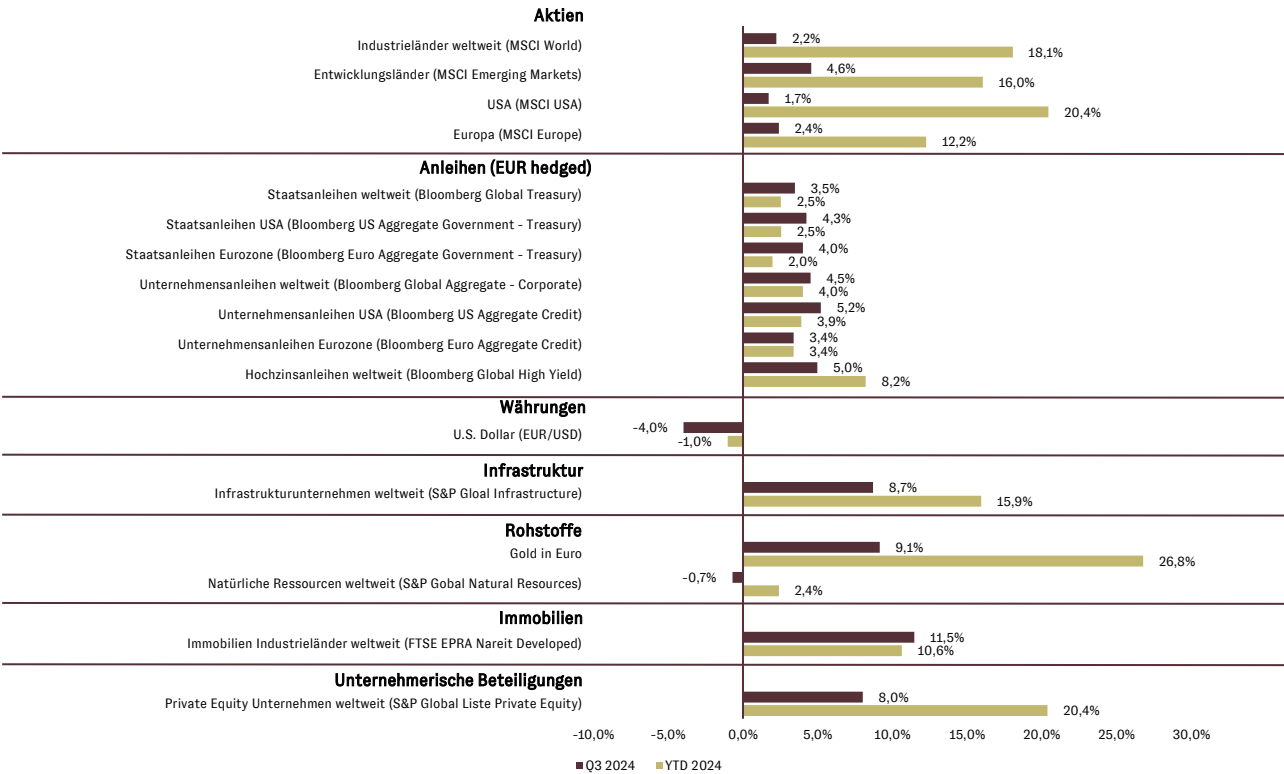
Generell erhöhte sich die Volatilität am Aktienmarkt im Laufe des 3. Quartals merklich. Die Unsicherheit über den Ausgang der US-Präsidentenwahl, die Eskalation des Konflikts im Nahen Osten, der Ukraine-Krieg sowie das herausfordernde wirtschaftliche Umfeld in Europa und China blieben stets präsen- te Risikofaktoren.

Demgegenüber stand ein weiterhin robustes Wirtschaftswachstum in den USA. Die Unternehmenserträge zeigten sich in guter Form und die Liquidität der Zentralbanken beeinflusste das Sentiment positiv.

Auch der Anleihemarkt zeigte im 3. Quartal eine überzeugende Performance. Insbesondere US-Staatsanleihen wurden ihrem Ruf als sicherer Hafen in der kurzen Zeitspanne der hohen Volatilität gerecht und wiesen inzwischen auch im Jahresverlauf eine deutlich positive Wertentwicklung auf. Aufgrund der robusten wirtschaftlichen Lage wurden die Kreditrisiken weiterhin als gering eingestuft, was erneut zu einer positiven Wertentwicklung risikobehafteter Anleihestrategien wie Hochzinsanleihen beitrug.

Ein Highlight bleibt die Entwicklung des Goldpreises, der ebenfalls ein neues Allzeithoch verzeichnete. Goldkäufe von Zentralbanken sowie die steigende Überschussliquidität spiegeln sich auch hier wider.

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen im 3. Quartal 2024 (in EUR in %)



AURETAS Grafik; Quelle: FactSet, S&P Global; Stand: 30.09.2024
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



Unser Blick nach vorne

Die US-Konjunktur, der erste Zinsschritt der FED und weiterhin solide Unternehmensergebnisse lassen uns konstruktiv auf Aktien- und Anleihemärkte blicken. Erhöhte Volatilität vor den US-Wahlen schließen wir nicht aus, sind aber der Meinung, dass weiterhin gilt: „Konjunktur vor Politik“

Unser Blick nach vorne

AURETAS Kapitalmarktmatrix: Stabil auf hohem Niveau.

Die AURETAS Kapitalmarktmatrix dient uns als wichtiges Instrument zum Einstieg in die fundierte Kapitalmarktanalyse.

In vier Dimensionen – *Zyklus*, *Sentiment*, *Fundamentaldaten* und *Preistrends* – beobachten wir systematisch die Entwicklungen der globalen Wirtschaft und Finanzmärkte. Jede Dimension analysiert dabei Daten, die sich historisch als bedeutende Einflussfaktoren für die Finanzmärkte erwiesen haben. Aktuell bleibt der Marktzustand in der Kapitalmarktmatrix auf einem stabilen und hohen Niveau, was das positive Bild der letzten Quartale bestätigt.

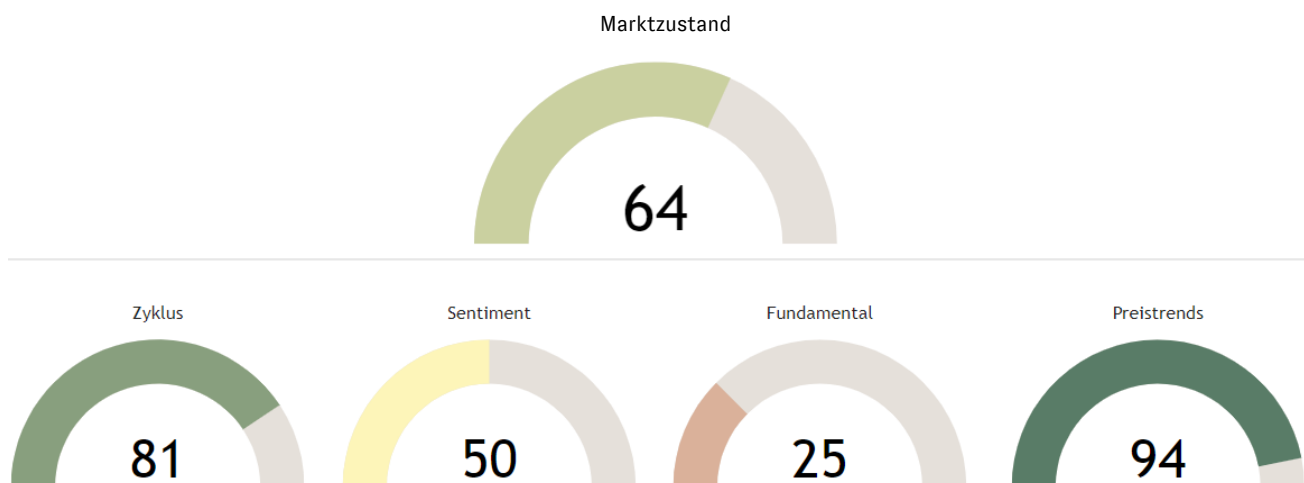
Auch bei der Betrachtung der einzelnen Dimensionen sind kaum Veränderungen festzustellen. Besonders stark präsentiert sich weiterhin die Dimension *Zyklus* mit global steigenden wirtschaftlichen Frühindikatoren und einer zunehmenden Überschussliquidität, die in den Kapitalmarkt fließt.

Der Zustandswert der Dimension *Sentiment* wird erneut durch ein geringes Kreditrisiko geprägt. Wesentliche Veränderung zu den Vorquartalen ist, dass sich die inverse Zinsstruktur teilweise wieder normalisiert hat.

Die positive Entwicklung der Aktienmärkte sowie der schwächere US-Dollar spiegeln sich in dem hohen Zustandswert der Dimension *Preistrends* wider.

Der Zustandswert der Dimension *Fundamentaldaten* wird ebenfalls maßgeblich durch die gestiegenen Aktienkurse beeinflusst. Auch wenn die Aktienmärkte auf den ersten Blick teuer wirken, zeigt eine genauere Analyse deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Marktsegmenten, wodurch eine tiefergehende Betrachtung wertvolle Erkenntnisse liefern kann.

AURETAS Kapitalmarktmatrix: Die Dimensionen im Zyklus und Preistrend geben den positiven Ausschlag



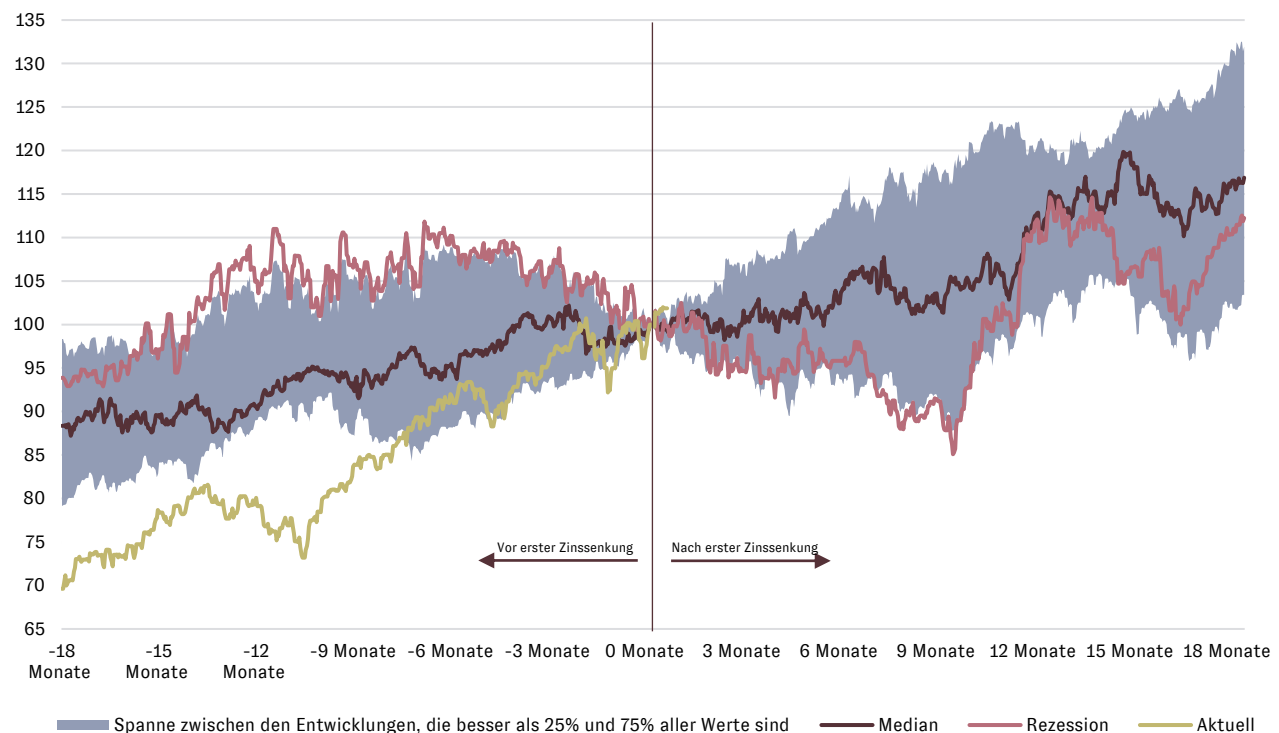
AURETAS Grafik; Quelle: Zustandswerte per 30.09.2024, eigene Berechnungen
 Die Zustandswerte können Werte zwischen 0 und 100 annehmen (je höher, desto risiko-affiner).
 Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Die erste Zinssenkung der FED nach vier Jahren mit positiven Implikationen für die Aktienmärkte.

Bereits in unserem Navigator zum 1. Quartal hatten wir auf die möglichen positiven Effekte von Zinssenkungen auf die Aktienmärkte hingewiesen. In September war es nun so weit, die FED hat nach vier Jahren zum ersten Mal die Zinsen gesenkt. Die weiter gefallenen Inflationsdaten haben ihr dafür ausreichend Raum gegeben. Zugleich war es nicht die Sorge um eine schwache Wirtschaft, die sie bewegt hat, sondern die Absicht, rechtzeitig zu reagieren,

um die Konjunktur weiterhin auf dem aktuell soliden Wachstumspfad zu halten. Ein Szenario aus niedrigeren Zinsen und gesundem konjunkturellen Umfeld hat sich in der Vergangenheit immer positiv auf die US-Aktienmärkte ausgewirkt. Europa hingegen befindet sich zwar ebenfalls in einem Zinssenkungszyklus, zeigt aber gleichzeitig schwächeres Wachstum. Ein Grund für uns die US-Aktienmärkte weiterhin den europäischen vorzuziehen.

Entwicklung des S&P 500 vor und nach Zinssenkungen der Fed



AURETAS Grafik; Quelle: Factset, Stand: 30.09.2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Kann der US-Konsument das Wirtschaftswachstum in den USA weiter tragen?

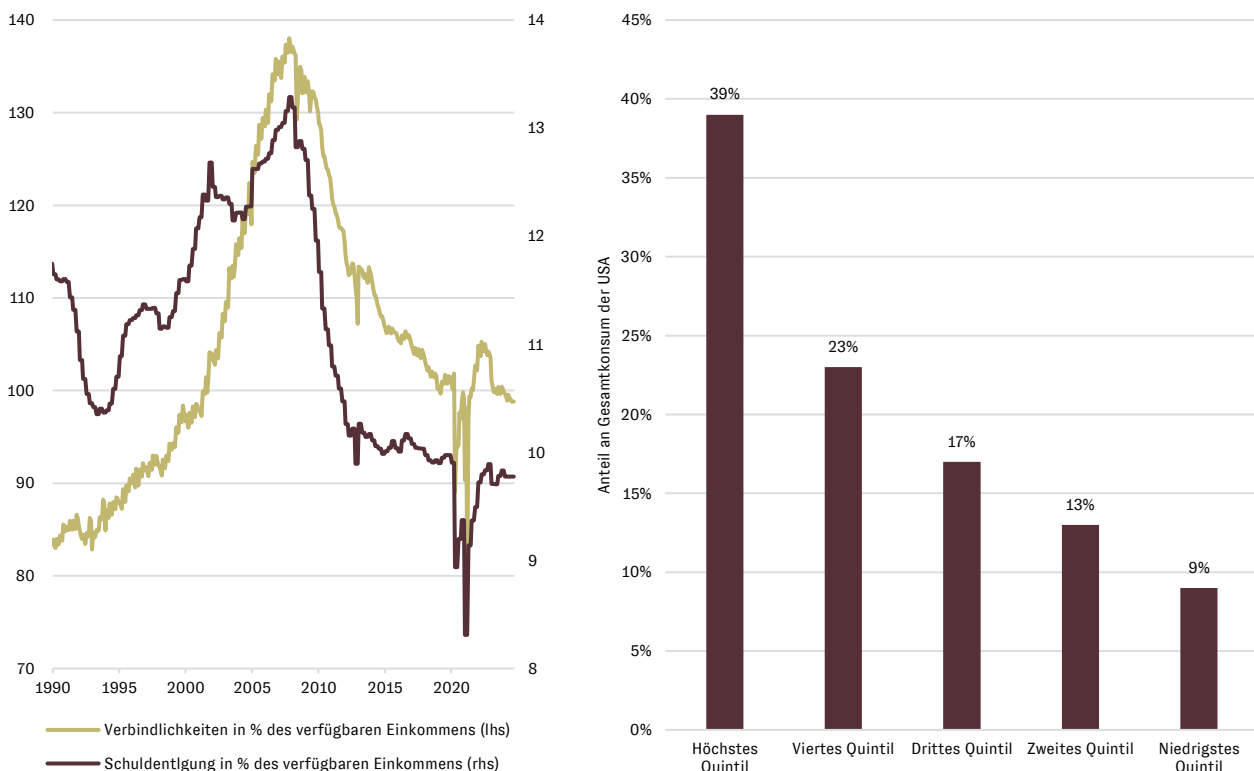
Der US-Konsument bleibt mit 70% des US-Bruttoinlandproduktes weiterhin die wichtigste Säule des Wachstums der USA. Daher haben wir ihn uns noch einmal kritisch angesehen. Fazit ist, dass die US-Konsumenten, aggregiert betrachtet, weiterhin gut aufgestellt sind. Ihre Reallöhne steigen wieder und auch ihre Vermögenssituation hat sich im Schnitt weiter verbessert. Das verfügbare Einkommen ist

durch gestiegene Aktienmärkte und höhere Zins-einkommen angewachsen. Verbindlichkeiten als auch die notwendigen Zinstilgungszahlungen der Konsumenten bleiben im Verhältnis dazu auf gesunden Niveaus. Aber natürlich gibt es große Unterschiede zwischen einzelnen Konsumentengruppen. Diejenigen mit Vermögen profitieren, diejenigen ohne Vermögen und möglicherweise Schulden

leiden unter der höheren Zinslast und gestiegenen Preisen. Das zeigt sich auch in der Verteilung der Konsumausgaben, die zu 62% von den beiden höchsten Einkommensgruppen in den USA getragen werden.

Dieses Ungleichgewicht und die möglichen gesellschaftlichen Entwicklungen daraus behalten wir im Auge. Auf die aktuelle Frage nach dem Konsumwachstum ergibt sich aus den aufgeführten Datenpunkten aber eine positive Antwort.

Entwicklung von Schuldenlast sowie Konsumverteilung in den USA nach Einkommensgruppen



AURETAS Grafik; Quelle: FactSet, Stand: 30.09.2024
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung

AURETAS Grafik; Quelle: BLS, Consumer Expenditure Survey, Haver Analytics, Apollo Chief Economist, Stand: 30.09.2023
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung

Gewinnmargen in den USA ziehen wieder an und bewegen sich seitwärts in Europa

Man könnte denken, das KI-Momentum in den USA zeigt sich bereits in der Margenentwicklung der US-Unternehmen. Für die Zukunft wird das wahrscheinlich eine der entscheidenden Fragen für die Nachhaltigkeit und Wirkung von KI auf die Wirtschaft sein und ob es dafür tatsächlich eine „KI-Killerapplikation“ braucht. Erste Datenerhebungen zeigen, dass Unternehmen von Effizienzgewinnen durch die KI sprechen, sowohl kosten- als auch umsatzseitig. Diese Entwicklung werden wir weiter eng verfolgen. Für den Moment wird die positive Margenentwicklung in den USA durch das bessere

Wirtschaftswachstum und das Anziehen der Umsätze in der Breite der Sektoren getragen. Technologie- und Kommunikationsunternehmen ragen dabei besonders positiv heraus. In Europa hinkt die Entwicklung aufgrund geringerer Wachstumsraten hinterher. Hier profitieren allerdings Finanzwerte von einem für ihre Profitabilität besserem Zinsumfeld. Die Erwartungen an die Gewinnentwicklung in den USA liegen folglich für dieses Jahr bei +10%, für Europa im niedrigen einstelligen Bereich. Ein Grund für die deutlich günstigere Bewertung von europäischen Aktien.

Entwicklung von erwarteten Gewinnmargen in verschiedenen Aktienmärkten



AURETAS Grafik; Quelle: FactSet, Stand: 30.09.2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Sind wir in der nächsten Dotcom Bubble?

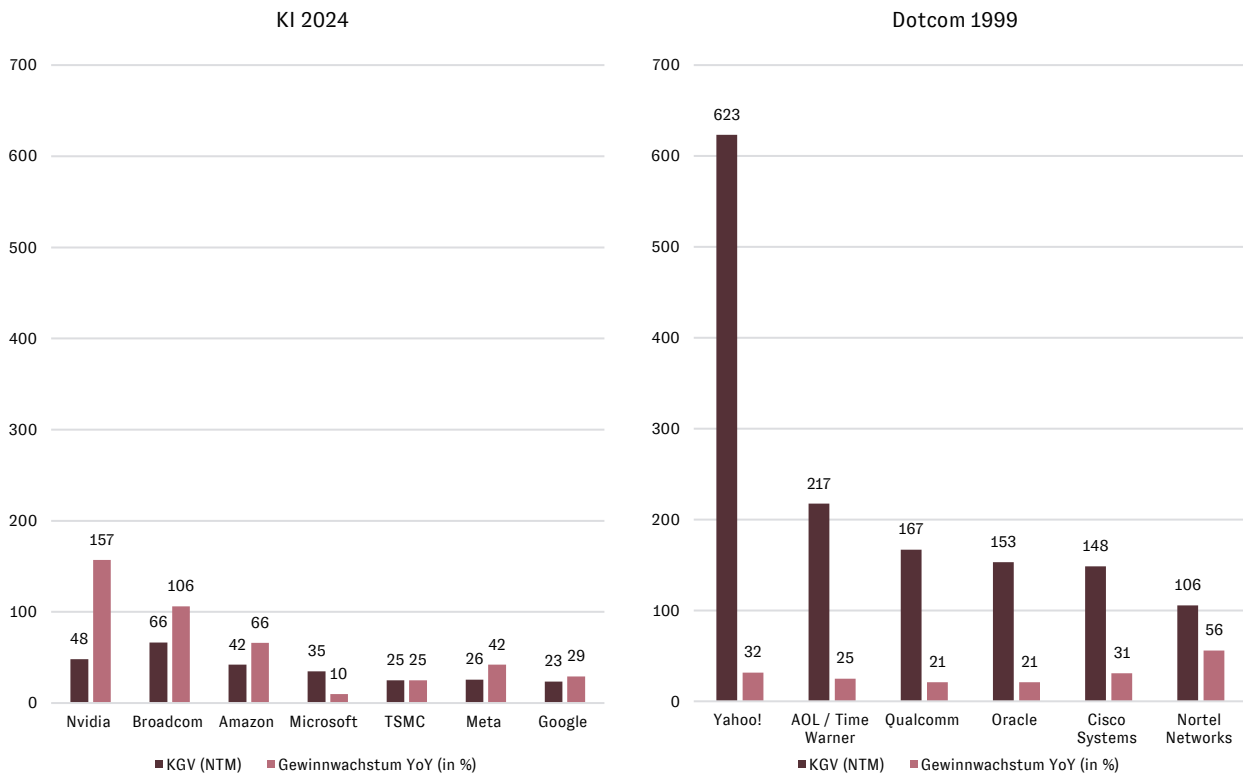
Sind wir in der nächsten Dotcom Bubble? Das ist die Frage, die sich nach der starken Performance der KI-Unternehmen in den USA viele Marktteilnehmer stellen. Daher möchten wir gerne einige wichtige Fundamentaldaten von heute denen der Dotcom Bubble gegenüberstellen. Es fällt auf, dass das tatsächliche Gewinnwachstum der KI-Unternehmen heute deutlich höher liegt als das der Dotcom-Unternehmen zum damaligen Zeitpunkt. Dennoch waren die Dotcom Unternehmen in 1999 wesentlich höher bewertet. Die Situation am Aktienmarkt war deutlich instabiler als wir sie heute vorfinden.

Heute scheinen die Kursbewegungen der KI-Unternehmen von ihrer Gewinnentwicklung gestützt, auch wenn wir einen Bewertungsanstieg in der Gruppe gesehen haben. Nvidia, der entscheidende Markttreiber, ist in der Bewertung sogar zurückgefallen, liegt aber mit einem 35x KGV weiterhin auf hohem Niveau. Das zukünftige Wachstum muss dieser Erwartung gerecht werden.

Gleiches gilt natürlich für die anderen KI-Unternehmen, die die Bewertung des US-Marktes nach oben ziehen. Zur Beantwortung der Ausgangsfrage ist noch ein weiterer Aspekt wichtig. Die KI-Entwicklung wird heute von sehr gesund aufgestellten, hochkapitalisierten Unternehmen getragen, keinen „Startups, die kurzfristig zu hohen Bewertungen an den gelisteten Markt gekommen sind.“

So war es während der Dotcom Ära. Sollten sich also junge Unternehmen mit neuen KI-Geschäftsmodellen schwertun, profitabel zu werden, dann werden sich diese Enttäuschungen im privaten Markt, nicht wie zur damaligen Zeit am Aktienmarkt abspielen. Sind wir also in einer nächsten Dotcom Bubble? In unseren Augen nein. Aber die Hürden, den Markt zu überzeugen, werden für KI-Unternehmen höher.

Bewertung von KI-fokussierten Unternehmen 2024 gegenüber Dotcom Unternehmen 1999



AURETAS Grafik; Quelle: Factset, Bloomberg, Stand: 30.09.2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

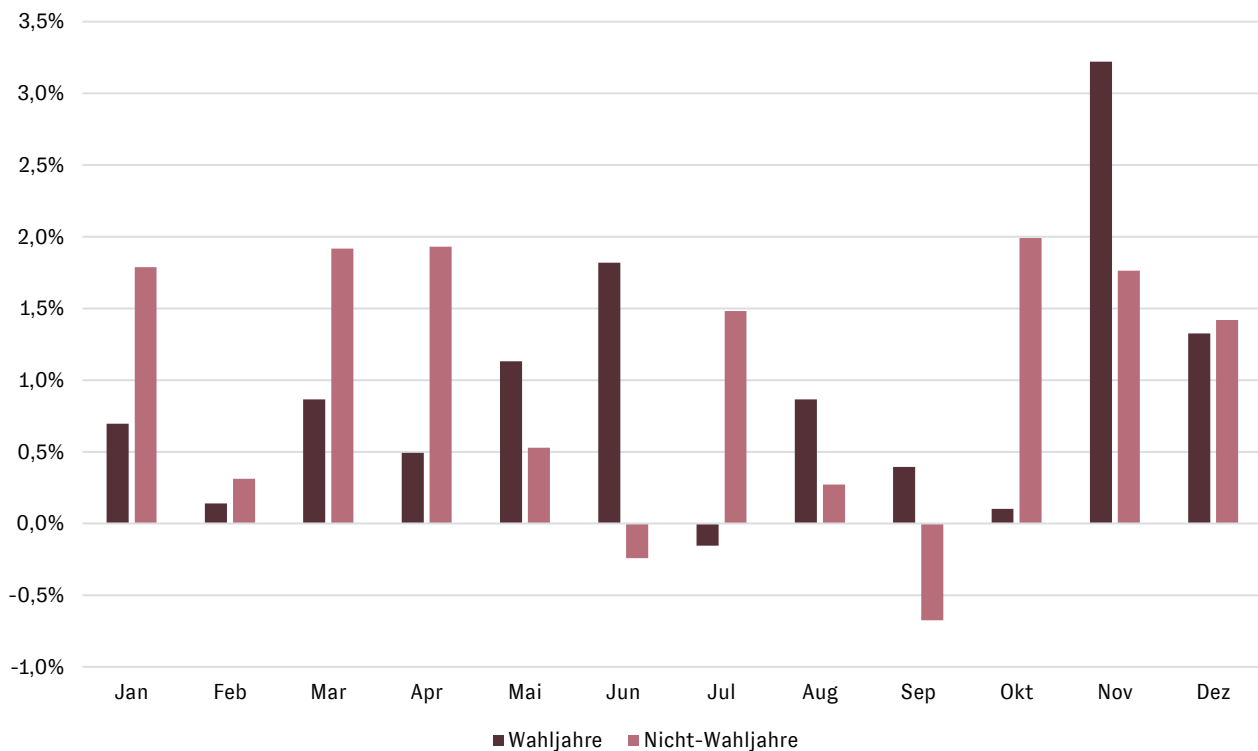
Saisonale Muster haben tendenziell auch in Wahljahren Bestand

Mit dem kommenden 4. Quartal steht eine historisch gute saisonale Phase am Aktienmarkt bevor. Kann die mit den anstehenden US-Präsidentenwahlen verbundene Unsicherheit wesentlichen Einfluss auf dieses saisonale Muster haben? Abschließend lässt sich das natürlich aufgrund der vielfältigen Unwägbarkeiten nicht sicher beantworten. Allerdings zeigt eine von uns erstellte Analyse der saisonalen Muster in US-Präsidentenwahljahren seit 1950, dass die Saisonalität grundsätzlich auch in diesen Jahren Bestand hat. In den Vorwochen der Wahl ist zwar mit einer erhöhten Volatilität am Aktienmarkt zu rechnen, dafür präsentierten sich die Wochen nach der Wahl in der

Regel sehr positiv. Damit konnte auch in Wahljahren das 4. Quartal im Durchschnitt eine sehr gute Performance aufweisen.

Die Analyse bestätigt unsere Meinung, dass „politische Börsen kurze Beine haben“. Oder anders ausgedrückt: Für die Performance von Aktien sind konjunkturelle Entwicklungen und die damit verbundenen Auswirkungen auf Unternehmensergebnisse maßgeblich. Politische Geschehnisse sind es erst dann, wenn sie deutliche Folgen für die Wirtschaft mit sich bringen.

Monatliche Median-Rendite des S&P 500 aufgeteilt nach Wahljahren und Nicht-Wahljahren in den USA



AURETAS Grafik; Quelle: Factset, Stand: 30.09.2024

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Immobilien- und Infrastrukturaktien mit Aufholpotenzial

Die letzten zwei Jahre waren für Infrastruktur- und vor allem für Immobilienaktien eine schwierige Phase mit einer deutlich schlechteren Wertentwicklung im Vergleich zum globalen Aktienmarkt. Grund hierfür waren die deutlichen Zinserhöhungen am Markt als Reaktion auf den Anstieg der Inflation.

Typischerweise bieten gerade Sachwertanlagen wie Immobilien einen Schutz gegen Preisanstiege. Allerdings fielen die Zinsanstiege vor zwei Jahren nicht nur sehr hoch aus, sondern sie fanden auch in sehr kurzer Frist statt, sodass die gestiegenen Fremdfinanzierungskosten oftmals nicht im selben Tempo durch Mieterhöhungen ausgeglichen werden konnten.

Mittlerweile wurden diese Preiserhöhungen vor allem in den besonders nachgefragten Segmenten des Infrastruktur- und Immobilienmarkts nachgeholt. Zugleich haben viele, vor allem auch größere Gesellschaften, auslaufende Finanzierungen er-

folgreich verlängert und profitieren dabei insbesondere von dem breiten Zugang zu einem angewachsenen Mix aus unterschiedlichen Finanzierungsquellen – von Banken über Anleihen bis hin zu privaten Kreditfonds.

Nachdem nun viele Unternehmen ihre internen Hausaufgaben erfolgreich erledigt haben und dabei weiterhin von strukturellen Trends wie Wohnraumknappheit und geringer Neubauaktivität profitieren und zudem auch erste Zinssenkungen stattfinden, normalisiert sich die schwierige Situation. Das Interesse der Anleger an den zwischenzeitlich vernachlässigten Immobilien- und Infrastrukturaktien nimmt wieder zu.

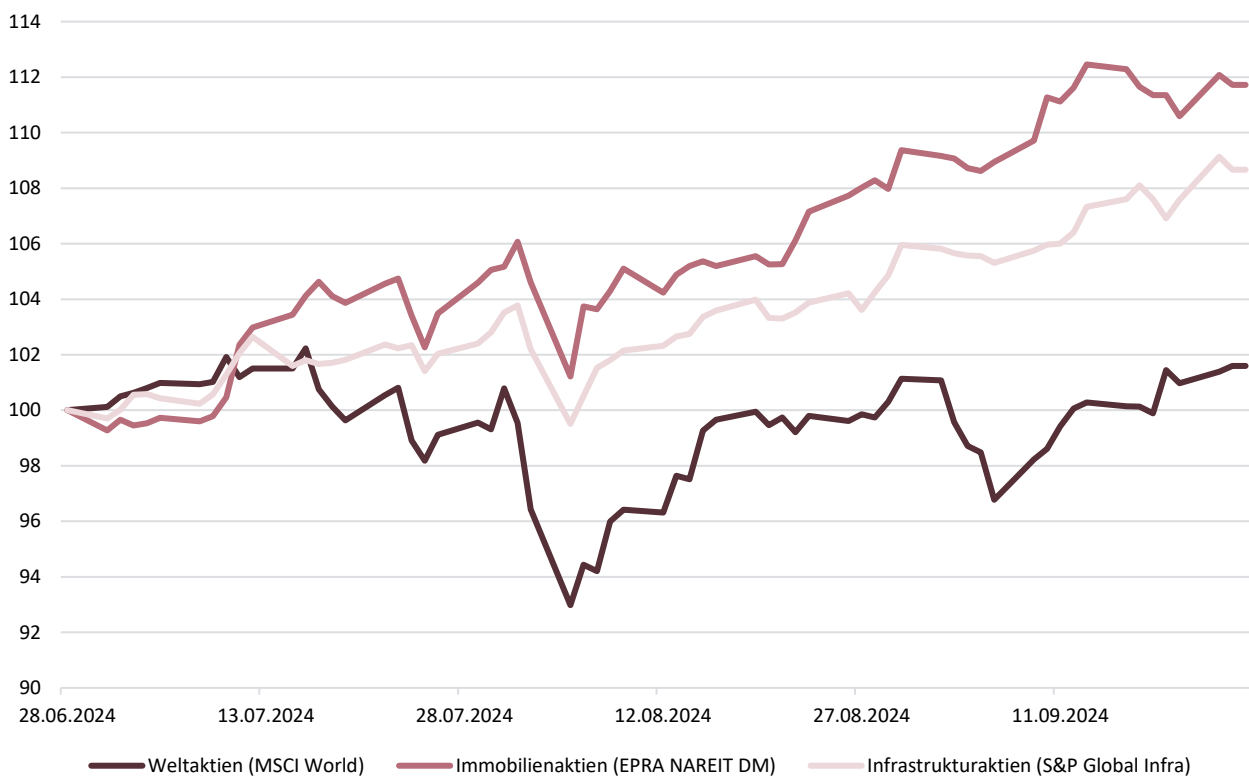
Diese Entwicklung konnte man besonders gut im abgelaufenen Quartal beobachten, als vor allem Anfang August und Anfang September Kursrückgänge am breiten Aktienmarkt stattfanden, während sowohl die Immobilien- als auch Infrastrukturaktien per Saldo Kursgewinne aufweisen konnten.

Innerhalb des AURETAS Anlagekompasses sind beide Aktienkategorien – Immobilien und Infrastruktur – wichtige Teile des Chancensegments und sorgten dadurch in den letzten Wochen für einen positiven Wertbeitrag.

Da jedoch viele der Unternehmen trotz der jüngsten Kursavancen nach wie vor im Vergleich zu den

Marktwerten der von ihnen besessenen Sachwertanlagen günstig bewertet sind, erwarten wir vor allem bei weiteren Zinssenkungen auch künftig attraktive Performancebeiträge aus diesen Bereichen.

Immobilien- und Infrastrukturaktien mit deutlicher Outperformance ggü. Weltaktien im Q3 (Kurse indexiert und in EURO)



AURETAS Grafik; Quelle: Bloomberg; Stand: 25.09.2024. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Schwellenländer mit aussichtsreichem Gewinnwachstum

Steigende Gewinne bei Unternehmen aus Ländern wie Indien, Vietnam, Malaysia oder Taiwan sorgten für eine bislang positive Jahresperformance der breit diversifizierten Aktienindizes der Schwellen- und Entwicklungsländer.

Getrieben wurde diese Entwicklung in der Regel durch das Anziehen des lokalen Konsums, in einigen Fällen durch sinkende Zinsen sowie generell

positive Effekte auf Infrastruktur und Konjunktur als Folge der Verlagerung von Produktionsstätten in Länder außerhalb Chinas (z.B. innerhalb Asiens oder auch nach Mexiko).

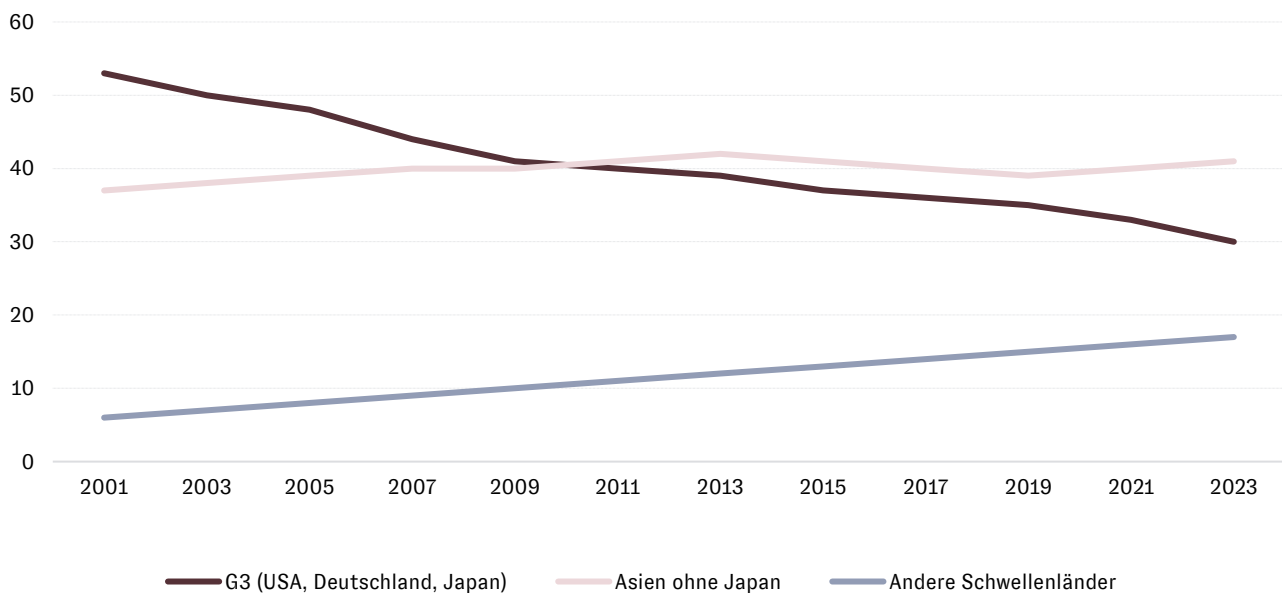
Das Reich der Mitte, China, litt dagegen unter einem weiterhin schwachen Immobilienmarkt, einer verhaltenen Inlandsnachfrage sowie einigen Sanktionsfolgen, was in Summe das von der Kommu-

nistischen Partei ausgegebene Ziel für das diesjährige Wirtschaftswachstum von „um die 5%“ zunehmend ambitioniert erscheinen lässt.

Vor diesem Hintergrund beschloss Chinas Regierung Ende September umfangreiche Stimulierungsmaßnahmen, was die dortigen Aktienmärkte bislang kurzfristig beflügelt hat. Ob es sich hierbei nur um ein Strohfeuer handelt oder ob die Wirtschaft tatsächlich nachhaltig davon profitieren kann, bleibt jedoch abzuwarten. Wichtig in diesem Zusammenhang sind auch mögliche höhere Zölle auf

chinesische Importe, die v.a. aus den USA drohen könnten. Allerdings haben sich die für China relevanten Absatzregionen in den letzten Jahren bereits deutlich verschoben, was sich fortsetzen dürfte. Wie in der folgenden Grafik dargestellt, sank der Anteil aller Exporte von China in die USA sowie nach Deutschland und Japan von 53% im Jahr 2001 auf zuletzt nur noch 30%. Zeitgleich stieg der innerasiatische Exportanteil um gut 10% auf 41%-Punkte. Die Bedeutung der weiteren Schwellenländer außerhalb Asiens verdreifachte sich sogar fast von 6% auf 17%.

Veränderung der prozentualen Anteile der Hauptregionen chinesischer Exporte im Zeitverlauf



Grafik: AURETAS; Quelle: Blackrock, Zollbehörde China, J.P. Morgan per Ende 2023

Interessanterweise zeigen die aggregierten Daten für alle Schwellenländer anhand des MSCI Emerging Markets Index, trotz der noch verhaltenen chinesischen Konjunktur, die gut 20% zum Index beisteuert, eine deutliche Trendwende. Bei den von Analysten erwarteten Unternehmensgewinnen im Vergleich zu denen der westlichen Industrienationen, vor allem in Nordamerika und Europa, liegen die Schwellenländer vorne.

So stiegen im Zeitraum nach der Finanzkrise, d.h. von 2011 bis einschließlich 2023, die Aktiengewinne im MSCI World um jährlich durchschnittlich

8,5%, was nicht zuletzt auch an den massiven Zinssenkungen und Aktienrückkäufen in diesem Zeitraum lag. Die Gewinne der Schwellenländeraktien (MSCI Emerging Markets Index) erreichten in derselben Periode dagegen lediglich ein Mini-Wachstum von gerade einmal durchschnittlich 2,2% pro Jahr.

Schaut man jedoch auf die aktuellen Wachstumserwartungen für die Jahre 2024 und 2025 wendet sich das Blatt. So wird für die Unternehmen im MSCI Emerging Markets Index laut Bloomberg im Schnitt ein Aktiengewinnwachstum von knapp 16%

p.a. erwartet, während die Aktien des MSCI World „nur“ auf 9,8% kommen sollen. Im Ergebnis ergäbe sich erneut eine Wachstumsdifferenz von rund 6%-Punkten pro Jahr – nur diesmal zugunsten der Schwellenländer.

Wie immer sind Prognosen jedoch keine Garantie und zudem von vielen Faktoren beeinflusst. Die

deutlich günstigere Bewertung der Aktienmärkte der Schwellenländer im Aggregat spiegelt diese Unsicherheit wider. Wir blicken angesichts der verbesserten Wachstumsaussichten jedoch weiterhin optimistisch auf unsere bestehende Schwellenländerallokation im Chancensegment.



Anlagestrategie – Unsere Ausrichtung

Wir sehen die Märkte ins 4. Quartal hinein gut durch den Zinssenkungszyklus der westlichen Zentralbanken und eine solide US-Wirtschaft gestützt. Trotz möglicher Volatilität vor den US-Wahlen, sollten sich Investoren zum Jahresende wieder auf die Fundamentaldaten fokussieren. Die breite Diversifikationsstrategie unseres AURETAS Anlagekompasses erlaubt es uns, von Renditechancen verschiedenster Anlageklassen zu profitieren und die Risiken dabei zu streuen.

Anlagestrategie – Unsere Ausrichtung

Unser AURETAS Anlagekompass optimiert Ihr Chance-Risiko-Profil in schnelllebigen Zeiten.

Der jetzt auch von der FED eingeleitete Zinssenkungszyklus sollte in unseren Augen den Finanzmärkten weiter zugutekommen. Die US-Wirtschaft bleibt solide aufgestellt und wird von sinkenden Zinsen unterstützt. In Europa besteht die Hoffnung auf ein Anziehen des Wachstums von niedrigen Niveaus kommend, auch wenn hier strukturelle Nachteile die Euphorie begrenzen. Dennoch, mit einem Blick auf den Dax mit +12% seit Jahresanfang sei festgestellt, dass die europäischen Aktienmärkte nicht zwingend die konjunkturelle Lage in den Heimatländern widerspiegeln.

Wir gehen davon aus, dass die Aktienmärkte stärker von dem Zinssenkungszyklus profitieren können als die Anleihemärkte, da sie auch konjunkturelle Entwicklungen reflektieren, nicht nur den abnehmenden Bewertungsdruck. Fallende Zinsen können jetzt auch Aktiensegmenten mehr Luft nach oben geben, die bislang vor allem unter der Sorge um die Zinslast gelitten haben, unter anderem Mid-Caps, aber sehr selektiv. Die breitere Marktentwicklung der letzten Monate am Aktienmarkt sollte sich also fortsetzen. Wir bleiben aufgrund des weiterhin auch strukturell bedingten höheren Gewinnwachstums in US-Aktien Übergewichtet.

Auch Anleihen profitieren per Definition von fallenden Zinsen, umso länger die Duration, umso mehr. Allerdings sehen wir den Raum für Zinssenkungen über die bereits bestehende Erwartungshaltung am Markt hinaus als begrenzt an. Wir blicken also in erster Linie auf die laufende Rendite zur Beurteilung unserer Anleihe-Investments und bleiben daher in höherverzinslichen Unternehmensanleihen und ausgewählten Hochzinsanleihen Übergewichtet. Staatsanleihen sehen wir im Untergewicht und

bleiben in unserem Anleiheportfolio bei einer Duration zwischen 3 und 5 Jahren.

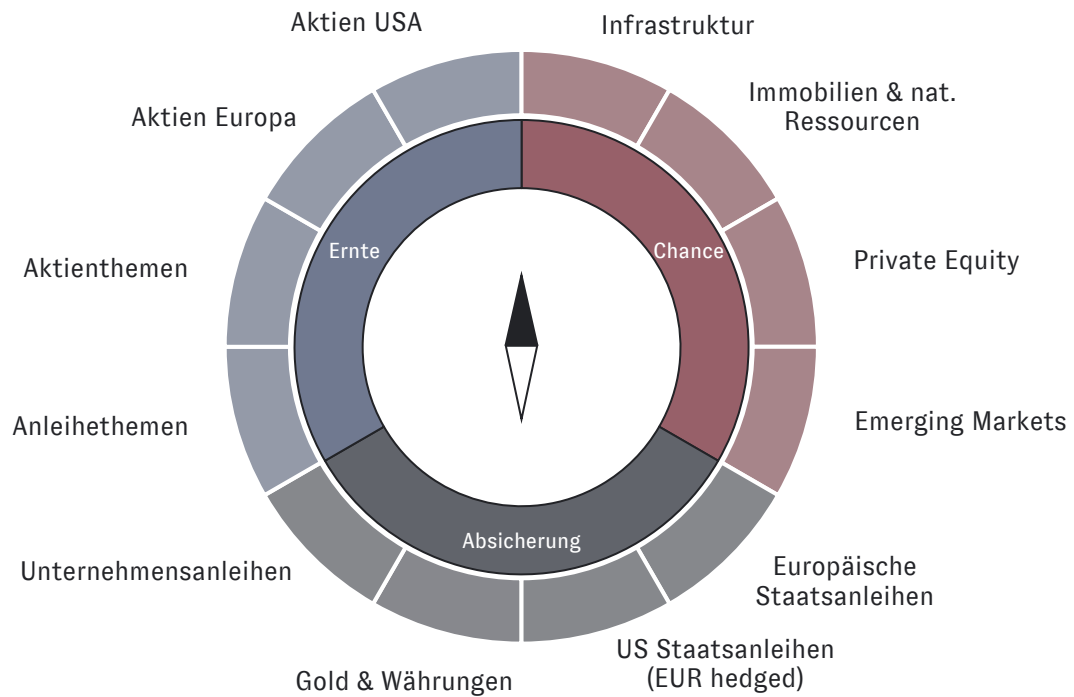
Die Ausweitung der positiven Marktbewegung in Richtung zinssensitiverer Anlageklassen wie Infrastruktur- und Immobilienwerte hat sich bereits in den letzten Monaten abgezeichnet. Seit Juli konnten beide Assetklassen den globalen Aktienmarkt deutlich outperformen. Wir sehen weiteres Nachholpotenzial, da die Bewertung die strukturellen Treiber beider Anlageklassen nicht ausreichend widerspiegelt. Trotz bereits sehr starker Performance seit Jahresanfang sollten auch Private Equity Unternehmen, aufgrund ihrer langfristigen Anlagestrategie und anziehender Transaktionsvolumina, weiter zulegen können.

Ein erwartetes höheres Gewinnwachstum in den Emerging Markets gegenüber den entwickelten Ländern in Verbindung mit ihrer günstigen Bewertung lässt sie attraktiv erscheinen. In unserem Baustein Emerging Markets investieren wir breit, über die großen Märkte wie Indien hinaus, auch in Frontiermärkte.

Wir können uns durchaus eine erhöhte Volatilität an den Märkten mit Blick auf die US-Wahlen vorstellen, sehen aber im Anschluss einer Entscheidung den Fokus der Investoren wieder auf die Fundamentaldaten zurückkehren und erwarten insgesamt ein positives 4. Quartal.

Grundsätzlich bietet unser sehr breit diversifizierter AURETAS Anlagekompass die richtige Aufstellung, um von den vielfältigen Renditechancen am Markt profitieren und gleichzeitig die Risiken streuen zu können.

Der AURETAS Anlagekompass



Absicherung

Zur Abmilderung von Krisenzeiten



Absicherung

Staatsanleihen wieder der sichere Hafen, Kreditrisiken bleiben gering

Die hohe Volatilität der Aktienmärkte im Rahmen des kurzfristigen Einbruchs der japanischen Aktienindizes Anfang August, brachte zum ersten Mal seit vielen Monaten wieder die Absicherungsfunktion der europäischen und US-Staatsanleihen zutage. Nachdem diese Anlageklasse zuvor noch leicht negativ tendierte, zeigte sie nun eine deutlich positive Kursreaktion. Damit verdeutlichte sich der Wert dieser Investments im Portfolio im Rahmen einer Absicherungsstrategie. Langlaufende Staatsanleihen konnten auch erheblich von dem Beginn des Zinssenkungszyklus profitieren. Am Ende des 3. Quartals notieren europäische Staatsanleihen mit einem Kurszuwachs von +1,8% und US-Staatsanleihen mit +2,5% auch im Jahresverlauf positiv.

Da weitere Zinssenkungen sowohl in Europa als auch in den USA erwartet werden, fühlen wir uns mit diesen zinssensitiven Anlagen in einer Absicherungsfunktion gut aufgestellt.

Unternehmensanleihen hoher Bonität konnten auch im 3. Quartal mit einer positiven Performance von +3,6% überzeugen. Da wir hier im kurzen Laufzeitenbereich investiert sind, fiel der Kursanstieg allerdings etwas geringer aus als bei den langlaufenden Staatsanleihen. Unverändert gilt, dass sich im kurzfristigen Laufzeitenbereich weiterhin attraktive Renditen von ca. 3,5% erzielen lassen. Die Kreditrisiken werden bei den bonitätsstarken Anleihen als gering eingestuft.

Ein Highlight war im 3. Quartal erneut die Preisentwicklung unseres Goldinvestments (+9,2%). Das Edelmetall konnte ein neues Allzeithoch erreichen. Im bisherigen Jahresverlauf summiert sich das Kursplus inzwischen auf 26,8%.

Aus unserer Sicht zumindest bemerkenswert in einem Jahr, in dem risiko-affine Investments ebenfalls deutliche Kurszuwächse verzeichnen konnten. Als fundamentale Begründung für diese Bewegung werden die Goldkäufe von Zentralbanken sowie der Beginn des Zinssenkungszyklus herangezogen.

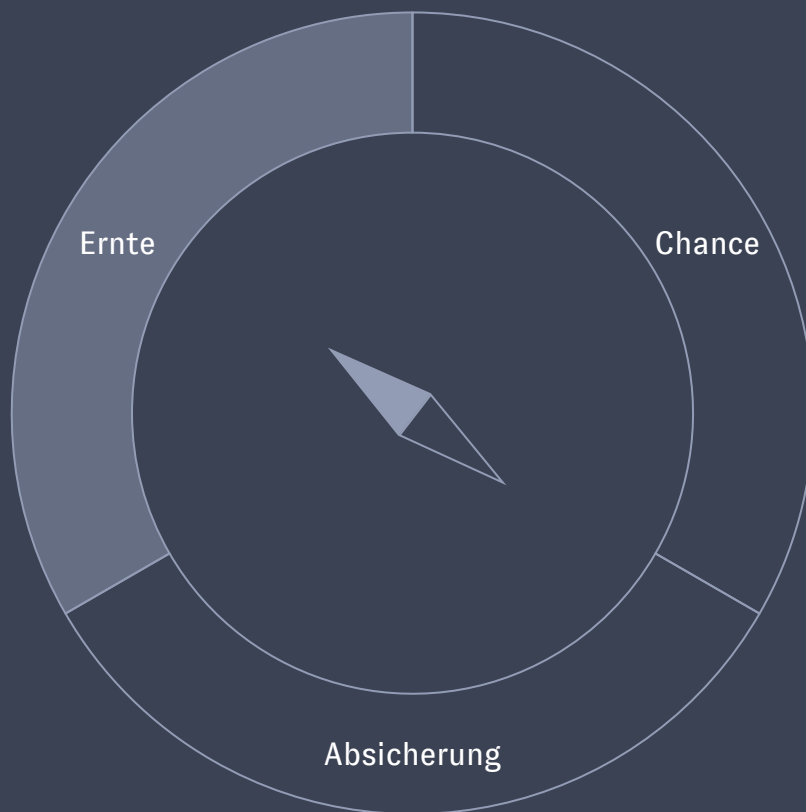
Das Investment mit der schwächsten Kursentwicklung war unser US-Dollarinvestment, welches wir über währungsungesicherte kurzfristige US-Staatsanleihen im Portfolio darstellen. Diese Anlageklasse musste im 3. Quartal einen Kursrückgang von 2,9% hinnehmen, da der US-Dollar gegenüber dem Euro moderat abwertete. Im bisherigen Jahresverlauf kann das Investment jedoch aufgrund des Zinsertrags immer noch eine positive Wertentwicklung von 2,8% erzielen.

Für das anstehende 4. Quartal sind wir von der Konzeption unserer Absicherungsfunktion weiterhin überzeugt. Unternehmensanleihen hoher Bonität machen weiterhin das höchste Gewicht in der Absicherung aus. Hier möchten wir uns das immer noch attraktive Zinsniveau zunutze machen. Langlaufende Staatsanleihen bleiben aufgrund ihrer anerkannten Historie als sicherer Hafen in unsicheren Zeiten fester Bestandteil des Portfolios. Das in diesem Jahr durch die herausragende Performance hervorstechende Goldinvestment sehen wir weiterhin als wichtiges Element der Absicherungsfunktion.

Bemerkenswerterweise lässt sich feststellen, dass die Absicherungsfunktion im bisherigen Jahresverlauf eine positive Wertentwicklung von +4,7% aufweisen kann. Sämtliche Investments haben einen positiven Wertbeitrag erzielt.

Ernte

Zur Vereinnahmung traditioneller
Risikoprämien



Ernte

Erneute Kursgewinne – bei allerdings steigender Volatilität

Die erfreuliche Kursentwicklung des 1. Halbjahres setzte sich bei den risikoaffinen Anlageklassen im 3. Quartal nahtlos fort. Allerdings erhöhte sich die Schwankungsbreite an den Aktienmärkten und der Einbruch am japanischen Aktienmarkt Anfang August führte den Anlegern die am Markt grundsätzlich vorhandenen Risiken wieder einmal vor Augen. Zum Abschluss des 3. Quartals hat das insbesondere in den USA vorherrschende robuste Wachstumsumfeld bei gleichzeitiger Aussicht auf Zinssenkungen dennoch für eine gute Stimmung am Aktienmarkt sorgen können. In diesem Zuge haben erneut zahlreiche Indizes ein neues Allzeithoch erreicht.

Trotz eines im Vergleich zu den USA deutlich schwächeren wirtschaftlichen Umfelds sowie hohen innerpolitischen wie auch geopolitischen Unsicherheiten konnte der europäische Leitindex erfreulicherweise hinzugewinnen (+2,4%).

Der US-Aktienindex legte mit +1,7% weniger zu als in den Vorquartalen, was aufgrund der hohen Kurszuwächse im 1. Halbjahr jedoch keine große Überraschung darstellt. Schließlich gilt das 3. Quartal tendenziell als das saisonal schwächste Quartal. Übergeordnet dennoch erneut ein freundliches Quartal am Aktienmarkt.

Unsere Aktienthemen konnten die Entwicklung des MSCI World Index im 3. Quartal leicht übertreffen (+2,6%). Der Kursaufschwung am Aktienmarkt wird inzwischen nicht mehr nur von einigen wenigen hochkapitalisierten US-Technologieunternehmen getragen, sondern steht auf wesentlich breiteren Füßen. Das kommt unserer diversifizierten Aktienstrategie zugute. Unser Fokus in diesem Baustein liegt auf profitablen Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wachstumsprofil, unabhängig von deren Marktkapitalisierung.

Überzeugen konnte im 3. Quartal auch die Wertentwicklung unseres Bausteins der Anleihethemen (+3,1%). Hierbei spielten die Zinssenkungen der Zentralbanken eine wesentliche Rolle, auf die die Kurse vor allem der länger laufenden Anleihen stark reagierten. Kreditrisiken bleiben weiterhin gering, sodass u.a. auch Hochzinsanleihen in diesem Baustein eine überzeugende Wertentwicklung aufweisen konnten. Wir bleiben hier weiterhin übergewichtet. Die laufende Rendite der Anleihethemen liegt weiterhin bei attraktiven 4,6% p.a.

Damit zeigten sämtliche Bausteine der Erntefunktion im abgelaufenen Quartal erneut eine positive Wertentwicklung.

Chance

Zur Partizipation an zusätzlichen Renditemöglichkeiten



Chance

Zinssenkungen sorgen für Rückenwind

Das 3. Quartal war am Kapitalmarkt geprägt von den ersten Zinssenkungen in Europa und den USA seit mehreren Jahren. Diese Entwicklung löste die von uns erwartete Wende zum Positiven bei den besonders zinssensitiven Aktiensegmenten Immobilien und Infrastruktur aus.

Zusammen mit den weiter gestiegenen Aktienkursen der Beteiligungsgesellschaften aus dem Private Equity Sektor konnte der gesamte Chancenbereich an die Wertzuwächse des 1. und 2. Quartals anknüpfen und im 3. Quartal neue Jahreshöchststände erreichen.

Die Kurszuwächse in den vorgenannten drei Anlageklassen waren so stark ausgeprägt, dass sich selbst in Kombination mit den etwas zur Schwäche neigenden Aktien aus dem Rohstoffsektor ein positives Quartalsergebnis im Chancenbereich oberhalb des globalen Aktienmarktindex (MSCI World) ergab.

Die Positionierung der einzelnen Bausteine des Chancenbereichs blieb im 3. Quartal in seiner Grundstruktur weitgehend stabil. So liegt generell der Fokus bei der Auswahl der Zielinvestments auf der Qualität der Manager, soliden Bilanzen und einem guten Gewinnwachstum.

Innerhalb des Infrastrukturbereichs haben wir in den letzten Wochen mehrere neue Investments

geprüft und abschließend in die Portfolien integriert. Der sektorale Schwerpunkt dieser neuen Zielinvestments liegt auf dem Transportbereich, der bislang unterrepräsentiert war. Gerade der Infrastrukturbereich hat sich in den letzten Jahren inhaltlich ausdifferenziert und Themen wie Kommunikationsinfrastruktur ebenso wie Investments im Kontext der globalen Energietransformation gewinnen an Bedeutung und bieten vielfältige Opportunities, die wir wahrnehmen wollen.

Im Immobilienbaustein wurden kontinentaleuropäische Unternehmen zugekauft, bedingt vor allem durch die ersten Zinssenkungen und einer Bodenbildung am Markt für Immobilientransaktionen.

Auch der Private Equity Baustein wurde durch den Zukauf weiterer Opportunities arrondiert. Ähnlich dem Immobilienmarkt erwarten wir auch für diese Anlageklasse mit Blick auf das Jahresende und die folgenden Quartale eine sukzessive Zunahme an Transaktionen.

Insgesamt fühlen wir uns mit der aktuellen Ausrichtung des Chancenbereichs gut aufgestellt, um von den strukturellen Wachstumstreibern in seinen Anlageklassen und weiteren Zinssenkungen zu profitieren. Wir erwarten auch für das kommende Quartal solide Ergebnisse der Zielinvestments.

Fragen zu unserer Ausrichtung?



Sprechen Sie uns gerne an unter info@auretas.de, +49 40 8090779-0 oder direkt Ihren persönlichen Relationship Manager.



„Unser AURETAS Anlagekompass bietet über verschiedene attraktive Marktsegmente hinweg ein optimal diversifiziertes Anlagekonzept.“

Britta Weidenbach
Managing Partner
CIO, Head of Asset Management

Lassen Sie uns gemeinsam über Ihre individuelle Anlageausrichtung sprechen.



Franziska Denkel



+49 40 8090779 - 20

denkel@auretas.de



Randolph Kempcke



+49 40 8090779 - 12

kempcke@auretas.de



Lukas Kothrade



+49 40 8090779 - 52

kothrade@auretas.de



Konstantin Marquardt



+49 89 360703 - 47

marquardt@auretas.de



Peer Otten



+49 40 8090779 - 44

otten@auretas.de



Pia Söder



+49 89 360703 - 46

soeder@auretas.de



Britta Weidenbach



+49 40 8090779 - 18

weidenbach@auretas.de

Herausgeber

AURETAS family trust GmbH

www.auretas.de

info@auretas.de

Überseeallee 10

20457 Hamburg

+49 40 8090779 - 0

Osterwaldstraße 10

80805 München

+49 89 360703 - 0

Geschäftsführung: Randolph Kempcke, Peer Otten, Britta Weidenbach

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Hanns Ostmeier

HRB 94463 – Amtsgericht Hamburg

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Marie-Curie-Str. 24–28

60439 Frankfurt

Disclaimer / rechtliche Hinweise

Alle hier dargestellten Ausarbeitungen oder Einschätzungen zu Finanzinstrumenten werden unseren Mandanten und interessierten Personen lediglich als Information zugänglich gemacht und dürfen weder ganz noch teilweise vervielfältigt an andere Personen weiterverteilt noch veröffentlicht werden.

Hiervon ausgenommen ist die Nutzung zum persönlichen, nicht kommerziellen Gebrauch. Sämtliche Angaben wurden von AURETAS family trust GmbH sorgfältig recherchiert und geben den aktuellen Stand zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Eine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts und vollständige Auflistung aller wesentlichen Gesichtspunkte kann nicht übernommen werden. Die Inhalte stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung noch eine Einladung zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder sonstigen Anlagen dar und ersetzen nicht eine anleger- und anlagegerechte Beratung. Alleinige Grundlage für den Kauf von Wertpapieren sind die Verkaufsunterlagen (der aktuelle Verkaufsprospekt, der aktuelle Rechenschaftsbericht und, falls dieser älter als acht Monate ist, der aktuelle Halbjahresbericht) zu dem jeweiligen Investmentfonds, welche kostenlos bei uns erhältlich sind. Die genannten Vergleichsindizes sind nicht Bestandteil der Verkaufsprospekte und wurden von uns frei gewählt und weder von den Verwaltungsgesellschaften noch den Depotbanken überprüft, so dass diese für die Richtigkeit der Berechnung und Darstellung keinerlei Verantwortung übernehmen können. Ferner weisen wir darauf hin, dass die Verfasser dieses Berichts und die Mandanten der AURETAS family trust GmbH Anteile an den in diesem Bericht erwähnten Fonds und Wertpapieren besitzen.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.