

AURETAS Navigator

Januar 2025

Auf einen Blick

Das Jahr 2024 war ein Jahr der Extreme – sowohl in der absoluten Entwicklung einiger Assetklassen als auch in ihrer Performance im Vergleich. Der US-Aktienmarkt konnte um über 30% (in EUR) zulegen, während der europäische Aktienmarkt lediglich knapp 10% hinzugewann. Anleihemärkte hinkten der Entwicklung an den Aktienmärkten deutlich hinterher. Gold führte überraschenderweise in diesem Umfeld ebenfalls die Rangliste mit an und gewann über 30% hinzu, gestützt durch Käufe der Zentralbanken.

In den USA ist die Sorge um eine anstehende Rezession durch starke Wachstumszahlen verdrängt worden und die Wahl Trumps hat in einem ersten Schritt die Erwartung an die Gewinnentwicklung der Unternehmen noch gestärkt. Europa konnte nicht überzeugen und kämpft weiterhin mit strukturellen und politischen Themen. Allerdings zeigt die Entwicklung des Aktienmarktes, dass die Konjunktur im Heimatland für die global aufgestellten Unternehmen nicht den Ausschlag geben muss. So konnte der Dax auch in diesem Umfeld fast 20% zulegen.

Interessant war es auch zu beobachten, dass trotz des tragischen Konfliktes im Nahen Osten die Energiepreise in 2024 nachgegeben haben. Ein Zeichen dafür, dass sich die Dynamik am Markt durch die strategische Positionierung der USA als Nettoexporteur von Öl- und Erdölprodukten zum Positiven verändert hat.

All diese Marktentwicklungen haben der Aufstellung unserer Strategien in 2024 Recht gegeben.

Für 2025 erwarten wir ein ähnliches Bild. Die Weltwirtschaft sollte weiterhin solide Wachstumsraten von 3% zeigen, getrieben durch die USA in den westlichen Ländern. Das Zinsumfeld dürfte freundlich bleiben

mit weiteren Zinssenkungen der westlichen Zentralbanken. Beides spricht für die Aktienmärkte. Aber auch Anleihemärkte behalten ihre Attraktivität auf dem aktuellen Zinsniveau. Ihr Potenzial wird sich allerdings in erster Linie an der Höhe der laufenden Rendite messen, nicht an möglichen Kurszuwächsen durch fallende Zinsen oder ein weiteres Zusammenlaufen der Zinsspreads. Beides scheint bereits eingepreist.

Wie auch im vergangenen Jahr bleiben uns Risiken erhalten. Für die Entwicklung an den Aktienmärkten sehen wir sie weniger in einer etwas höher als erwarteten Inflation in den USA als vielmehr in negativen Auswirkungen auf das Wachstum vor Ort. Dazu gehört die angekündigte Einwanderungspolitik Trumps, die wir eng verfolgen werden.

Als beste Absicherung auch gegenüber geopolitischen Risiken sehen wir neben Gold weiterhin den USD in unseren Strategien.

Wir blicken konstruktiv auf die Finanzmärkte in 2025 und erwarten ein weiteres Voranschreiten, wenn auch in kleineren Schritten.

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.

Auf den folgenden Seiten gehen wir noch einmal genauer auf einige der für uns entscheidenden Treiber der Finanzmärkte im kommenden Jahr 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

Das 4. Quartal war insbesondere von einer Rallye des US-Aktienmarktes im Nachgang der Präsidentschaftswahlen geprägt. Der US-Dollar profitierte von der steigenden Zinsdifferenz. Die Zinsstrukturkurve hat sich weiter in Richtung einer Normalisierung entwickelt. Trotz einer anhaltend unsicheren geopolitischen Situation, blieb die Marktlage stabil. Sehr robust zeigte sich weiterhin die Entwicklung des Goldpreises.

Unser Blick zurück

Deutliche Outperformance des US-Aktienmarktes

Im 4. Quartal eilte der US-Aktienmarkt von einem Allzeithoch zum nächsten. Die Anleger reagierten positiv auf die Wahl von Donald Trump zum nächsten US-Präsidenten, da sie eine sehr kapitalmarktfreundliche Politik erwarten. Neben dem US-Aktienmarkt konnte davon insbesondere auch der US-Dollar profitieren, der nach einer zuvor monatelangen Seitwärtsbewegung deutliche Aufwärtstendenzen zeigte.

Insgesamt blieb die Stimmung für risiko-affine Anlageklassen damit weiterhin positiv. Wesentlichen Beitrag dazu leisteten sowohl die US-Zentralbank als auch die Europäische Zentralbank, die im abgelaufenen Quartal jeweils die Leitzinsen weiter senkten. Die deutlich gefallenen Inflationsraten ermöglichten den Notenbanken eine Fortführung des im Sommer eingeschlagenen Zinssenkungszyklus. Die Volatilität am Aktienmarkt zeigte sich entsprechend gering.

Im Rückblick des Jahres 2024 bleibt eine erneut herausragende Performance der US Blue Chip-Aktien im Vergleich zu ihren europäischen Pendants festzuhalten. Allein im 4. Quartal beträgt die Outperformance des MSCI USA Index gegenüber dem MSCI Europe Index 13,5% und summiert sich im Gesamtjahr auf 24,1% (33,4% vs. 9,3 %).

Hintergrund dieses Auseinanderdriftens war vor allem die Wahrnehmung der Marktteilnehmer, dass Europa sowohl vor großen politischen als auch

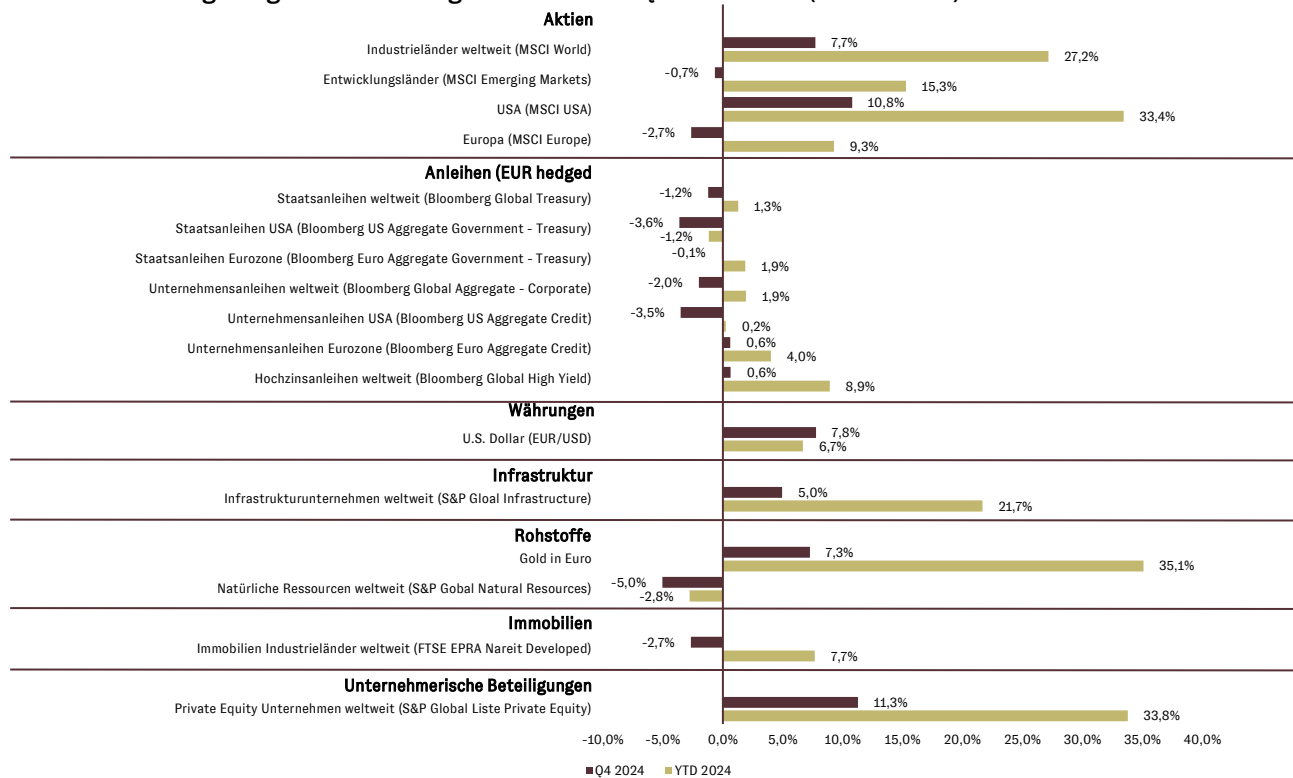
wirtschaftlichen Herausforderungen steht. Mit Frankreich und Deutschland hatten die beiden größten EU-Staaten im 4. Quartal eine kaum handlungsfähige Regierung. Der Wahlsieg Donald Trumps und die damit einhergehenden drohenden Zölle sorgten zusätzlich für ein schwaches Wirtschaftssentiment in Europa.

Allerdings blieben die Kreditspreads in Europa wie auch in den USA auf sehr niedrigem Niveau. Wesentliche Ausfälle wurden folglich von den Marktteilnehmern nicht erwartet.

Langlaufende US-Staatsanleihen konnten ihre freundliche Tendenz des Vorquartals nicht weiter fortsetzen. Die 10-jährige US-Rendite stieg im Laufe des Quartals deutlich an. Diese Entwicklung spiegelte vor allem das robuste wirtschaftliche Umfeld wider. Mit dem Anstieg der langfristigen Renditen und den gleichzeitig durch die Senkungen der Zentralbanken fallenden kurzfristigen Zinsen normalisierte sich die Zinsstrukturkurve in den USA im 4. Quartal und war nach langer Zeit nicht mehr invers.

Sehr robust zeigte sich erneut der Goldpreis. Die hohen Kursgewinne im Jahresverlauf sind vor dem Hintergrund des starken Aktienmarkts außergewöhnlich und vor allem auf Käufe von Zentralbanken zurückzuführen. Das Sentiment blieb auch in dieser Anlageklasse deutlich positiv.

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen im 4. Quartal 2024 (in EUR in %)



AURETAS Grafik; Quelle: FactSet, S&P Global; Stand: 31.12.2024

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



Unser Blick nach vorne

Vor allem die US-Konjunktur und ein weiterhin freundliches Zinsumfeld für die Kapitalmärkte gepaart mit gesundem Gewinnwachstum der Unternehmen lassen uns weiterhin konstruktiv auf Aktien- und Anleihemärkte blicken. Das Jahr 2025 sollte eine Fortsetzung der positiven Entwicklung an den Kapitalmärkten bringen, wenn auch in kleineren Schritten.

Unser Blick nach vorne

AURETAS Kapitalmarktmatrix: Hohes Niveau hat Bestand

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.

Mitte Dezember hat der Scoring-Wert der Kapitalmarktmatrix seinen Höchststand seit Einführung bei AURETAS erreicht und verweilt seitdem nahe seines Rekordwerts. Darin spiegelt sich die in den letzten Wochen sehr positive Wertentwicklung risikoaffiner Vermögensanlagen deutlich wider.

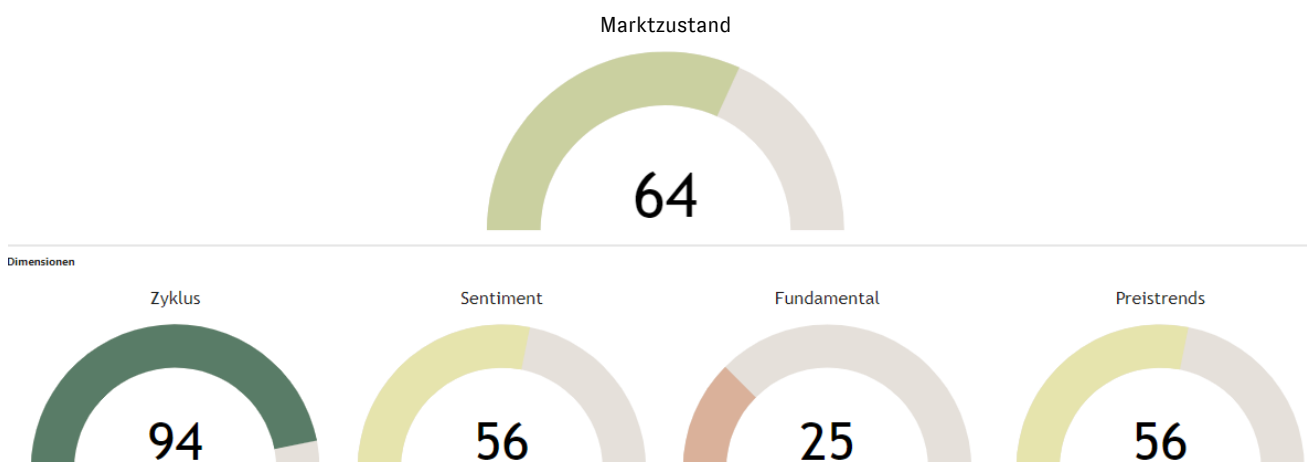
Wie schon im Vorquartal präsentiert sich insbesondere die Dimension *Zyklus* besonders stark. Hierin zeigen sich die weiterhin global steigenden wirtschaftlichen Frühindikatoren sowie die zunehmende Überschussliquidität, die in den Kapitalmarkt fließt, als auch die lockeren Kreditbedingungen für die Wirtschaft.

Der Zustandswert der Dimension *Sentiment* wird weiterhin durch ein geringes Kreditrisiko geprägt. Die Normalisierung der Zinsstrukturkurve sorgt zusätzlich für den hohen Zustandswert in dieser Dimension.

Das positive Momentum der Aktienmärkte sowie die Outperformance der zyklischen Sektoren spiegeln sich in dem hohen Zustandswert der Dimension *Preistrends* wider.

Der relativ niedrige Zustandswert der Dimension *Fundamentaldaten* wird maßgeblich durch die gestiegenen Aktienkurse und die damit einhergehenden hohen Bewertungen auf Indexebene beeinflusst. Es ist jedoch festzustellen, dass die Aktienmärkte zwar auf den ersten Blick teuer wirken, eine genauere Analyse jedoch deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Marktsegmenten aufzeigt. Eine tiefergehende Betrachtung kann hier wertvolle Erkenntnisse liefern.

AURETAS Kapitalmarktmatrix: Die Dimensionen *Zyklus* und *Preistrend* geben den positivsten Ausschlag



AURETAS Grafik; Quelle: Zustandswerte per 31.12.2024, 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.

Inflationsraten auf dem richtigen Weg – Risiken bleiben

Auch in 2025 werden die Inflationsdaten die Kapitalmärkte weiter beschäftigen. In Europa nicht so sehr wie in den USA, da das geringere Wachstumsmomentum einen weiteren Rückgang der Inflation eher begünstigt. In den USA ist der Gegenwind aufgrund einer stärker wachsenden Wirtschaft höher.

Auch die Diskussion um die mögliche Einführung weiterer Zölle auf Importe nährt aktuell die Erwartung der Marktteilnehmer, dass die Inflationsraten langsamer nachgeben könnten als ursprünglich gedacht und damit auch dem Zinssenkungspfad der FED Momentum nehmen. Positiv ist, dass sich die Erwartungen zur Inflation und den Zinssenkungen in 2025 bereits mit der FED Sitzung im Dezember stärker an diese Überlegungen angepasst haben.

Zur Einschätzung der Wirkung möglicher höherer Zölle auf die Inflation sollte man auch die Währungsbewegungen der Handelspartner im Blick behalten. Eine Abwertung z.B. des EUR gegenüber dem USD mindert die mögliche Preissteigerung importierter Güter für den US-Konsumenten.

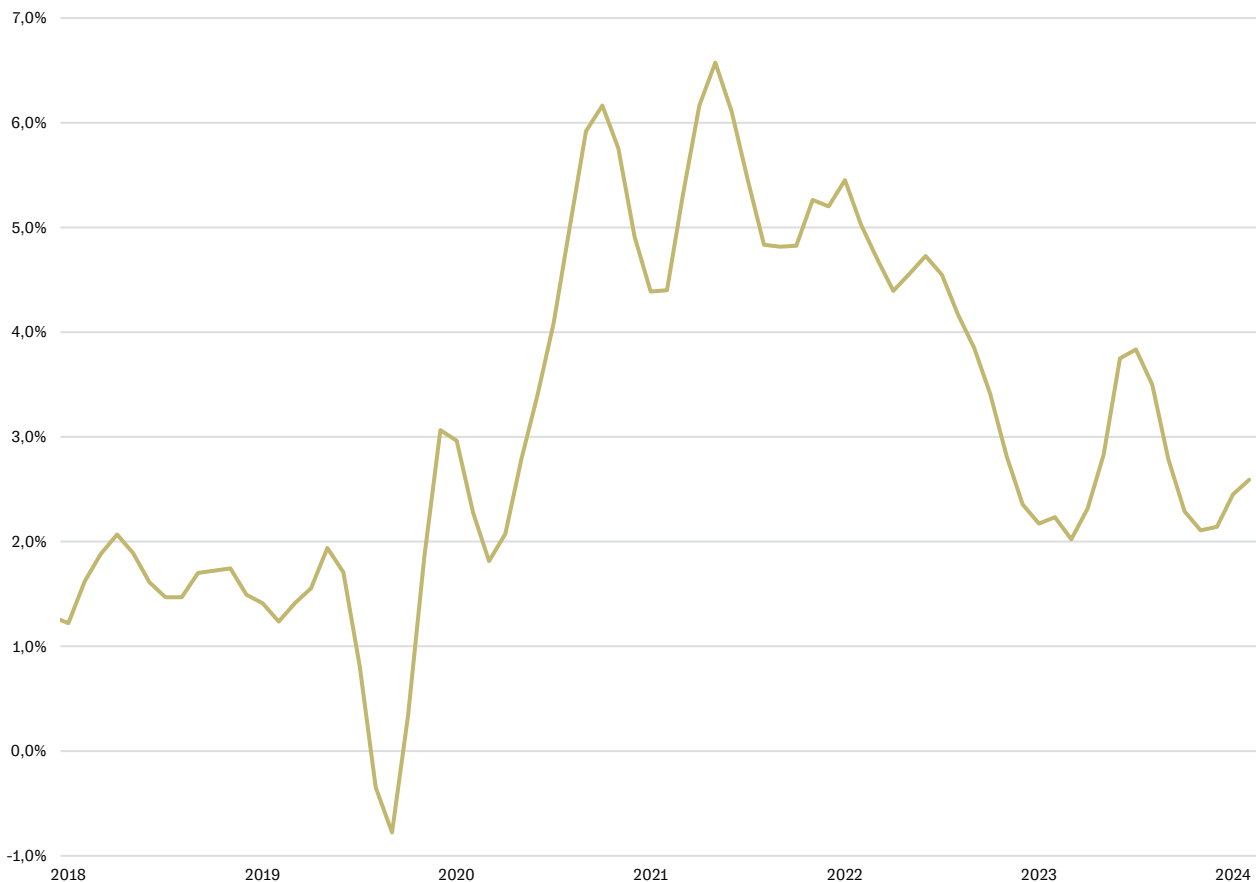
Seit der Wahl Trumps hat der EUR ca. 5% gegenüber dem USD verloren. Zudem könnten Energiepreise durch die Politik Trumps und eine Entspannung der

Situation im Nahen Osten durchaus deflationär wirken.

Sieht man sich die US-Inflationsdaten einmal anhand der Entwicklung der letzten drei Monate im Vergleich zu den vorherigen drei Monaten (auf das Jahr hochgerechnet) an, dann liegt die sogenannten Kerninflationsrate mit aktuell 2,5% bereits sehr nahe ihrem Ziel von 2%. Vor allem liegt sie bereits auf dem Niveau, das der Konsens am Markt für das Ende des nächsten Jahres erwartet. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, ergibt sich keine negative Abweichung von der aktuellen Erwartungslage und damit auch nicht vom aktuell eingepreisten Zinspfad der FED, der die Konjunktur und den Markt unterstützt.

Wir sehen grundsätzlich in einer auf etwas höherem Niveau als 2% verweilenden Inflation nur dann ein nachhaltiges Problem, wenn sie mit schwächeren Wachstumsdaten einhergeht. Ansonsten sollte eine gesunde Wachstumsdynamik in den USA eine etwas höhere Inflation übertrumpfen können. Ein unerwartetes deutliches Wiederaufflammen der Inflationsraten würde unsere Einschätzung zum Negativen ändern, ist aktuell aber nicht zu erkennen.

Entwicklung der Kerninflationsrate in den USA (PCE Core) innerhalb der letzten 3 Monate (annualisiert)



AURETAS Grafik; Quelle: Factset, Stand: 31.12.2024

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

Kann der US-Aktienmarkt seine Überlegenheit weiter ausspielen?

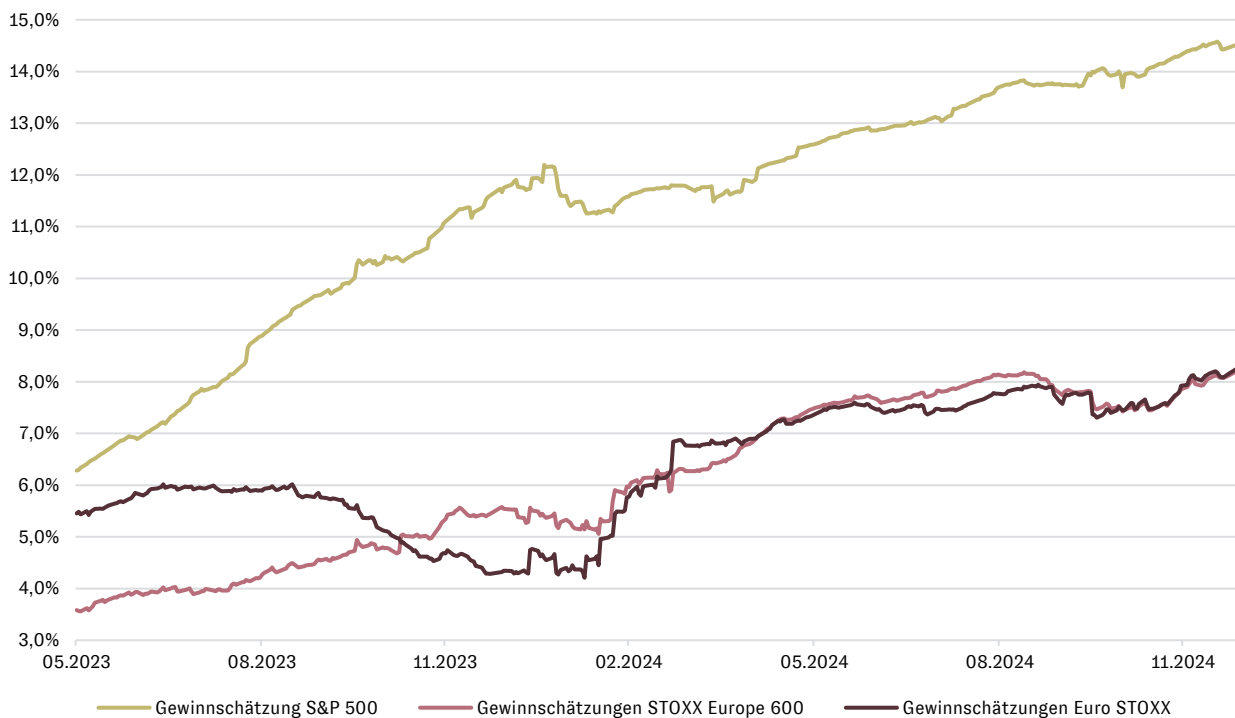
Das Aktienjahr 2024 war gezeichnet durch ein extremes Auseinanderlaufen der Performance am US-Aktienmarkt im Vergleich zu anderen Regionen. Gegenüber Europa hat sich ein Abstand von über 20%-Punkten (in EUR) aufgetan. Gestützt wurde diese Entwicklung durch eine deutlich bessere Gewinnentwicklung der US-Unternehmen, die neben Treibern wie der KI natürlich auch von einem höheren Wirtschaftswachstum als in Europa profitieren konnten.

Für das Jahr 2025 ergibt sich ein ähnliches Bild, bei dem die Gewinnwachstumserwartungen sogar noch weiter auseinanderfallen als im abgelaufenen Jahr. Die Gewinne am US-Markt könnten fast doppelt so schnell wachsen wie in Europa. Weiterhin bleiben eine dynamischere Konjunktur und höhere Produktivitätszuwächse die Haupttreiber. Natürlich liegt

die Hoffnung auch in positiven Effekten aus den Deregulierungsvorhaben der zukünftigen Trump Regierung gepaart mit Steuersenkungen. Effekte, die sich wahrscheinlich schneller in der Profitabilität der Unternehmen widerspiegeln werden als in der US-Konjunktur. Natürlich hat der US-Aktienmarkt in 2024 auch in der Bewertung zugelegt. Eine Entwicklung, die wir für 2025 nicht mehr sehen. Eher gehen wir von einem leichten Rückgang des Bewertungs-Multiples aus. In der Zusammenschau ergibt sich aber immer noch eine attraktive hoch einstellige Renditeerwartung, die über der für den europäischen Aktienmarkt liegt.

Wir bleiben daher bei unserem Übergewicht in US-Aktien, stellen uns aber etwas breiter im Markt auf als zuvor.

Gewinnwachstumsschätzungen (NTM) für USA, Eurozone und Europa



AURETAS Grafik; Quelle: FactSet, Stand: 31.12.2024
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Auswirkungen von Zöllen auf europäische Unternehmen – übertriebene Sorge?

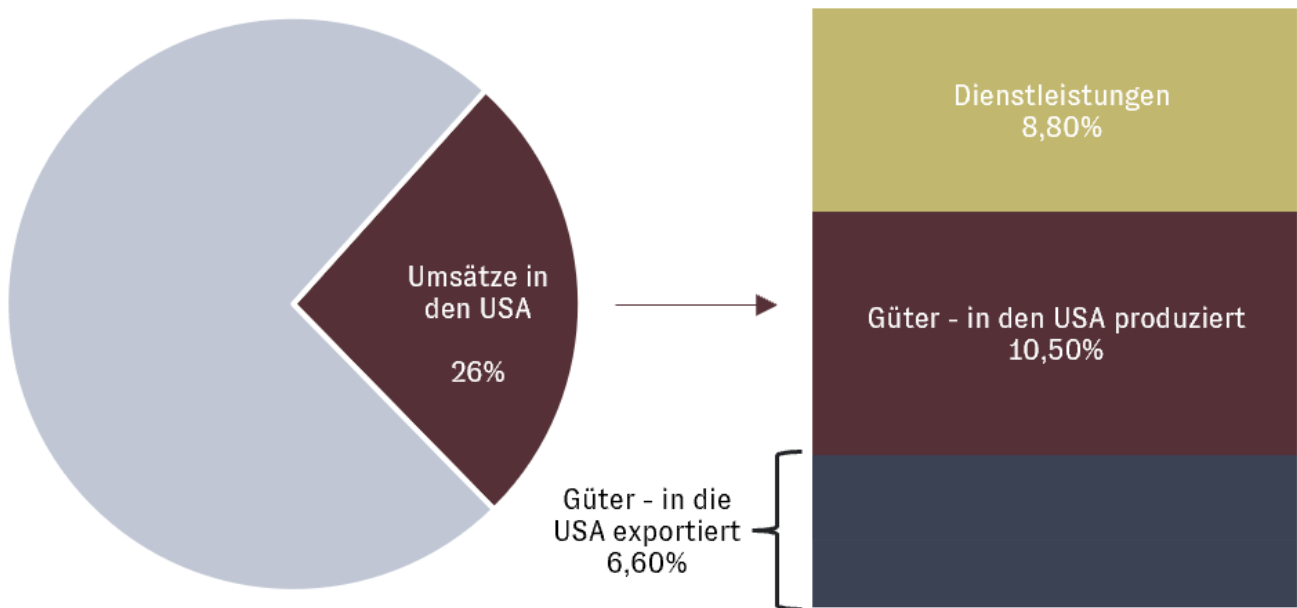
Mit der Wahl Donald Trumps und seinen Aussagen zu anstehenden Zollerhöhungen, rücken die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen einer protektionistischeren Außenpolitik wieder stärker in den Fokus. Ob Trump tatsächlich die Importzölle pauschal auf mindestens 60% für chinesische Importe und 10-20% auf alle anderen Importe anheben wird, bleibt unsicher. Eher erwartet der Markt gezieltere Zölle auf bestimmte Warengruppen.

Dennoch lohnt sich ein genauerer Blick auf die Exportabhängigkeit europäischer Unternehmen. Eine Analyse zeigt, dass sie differenziert betrachtet werden muss. Europäische Unternehmen generieren ungefähr 55% ihrer Umsätze außerhalb Europas, wobei rund 25% auf die USA entfallen. Allerdings können diese Zahlen relativiert werden, denn Umsätze in den USA bedeuten nicht automatisch Exporte in die USA. Und Zölle werden nur auf Güter, nicht auf Serviceleistungen erhoben.

Einfuhrzölle greifen also nur, wenn Güter die Landesgrenzen physisch überschreiten, nicht wenn Produkte lokal – also in den USA – hergestellt und verkauft werden. Da europäische Unternehmen bereits seit der letzten Amtszeit Trumps mit höheren US-Importzöllen konfrontiert sind (auch Biden hat weitestgehend an den von Trump eingeführten Zöllen festgehalten), haben sie in den vergangenen Jahren ihre Investitionen in z.B. Produktionsstätten in den USA kontinuierlich erhöht. Sie produzieren heute deutlich mehr in den USA als noch vor 10 Jahren.

Der Anteil am Umsatz der europäischen Unternehmen (des MSCI Europe Index), der aus dem Export von Waren in die USA stammt, liegt damit mittlerweile bei weniger als 10%. Ein Bild das die möglichen negativen Auswirkungen der Zollpolitik Trumps zumindest deutlich abmildert.

US-Exportanteile europäischer Unternehmen



AURETAS Grafik; Quelle: Morgan Stanley Research, Stand: 31.10.2024

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

Auswirkungen sinkender Private Equity Rückflüsse

Die hohen Zinsen der letzten Jahre reduzierten das Transaktionsvolumen am privaten Beteiligungsmarkt deutlich. Zwar hat sich diese Situation in 2024 angefangen zu entspannen, doch hat sie bislang noch nicht zu einer Erhöhung der Ausschüttungen an Anleger geschlossener Private Equity Fonds geführt.

Die rekordhohen Kapitalzuflüsse in die Private Equity Industrie führten bis Ende 2022 zu hohen aggregierten Portfoliowerten aller Fonds zusammen. Die aktuellen Ausschüttungen, d.h. die Summe von Kapitalrückzahlungen und Gewinnen, fallen im Verhältnis dazu prozentual gering aus und befinden sich auf einem Zehnjahrestief (siehe Grafik).

Für Investoren geschlossener Fonds kann dies zu ernststen Problemen beim Liquiditätsmanagement sowie bei der Abwägung neuer Fondszeichnungen führen. Die Unklarheit über die Zeitpunkte und die Höhe von Kapitalabrufen und -ausschüttungen der einzelnen geschlossenen Fonds war stets nicht ganz einfach zu managen. Kritisch wird es allerdings, wenn de facto die gesamte Private Equity Industrie in der Breite – wie jetzt – weniger ausschüttet, gleichzeitig aber die von Investoren bei jüngeren Fonds zugesagten Gelder weiterhin in der üblichen Geschwindigkeit von ca. 20-25% der Zeichnungssummen pro Jahr abruft.

Die daraus resultierenden Cashflow-Lücken lassen sich beim Einsatz geschlossener Fonds nicht trivial lösen.

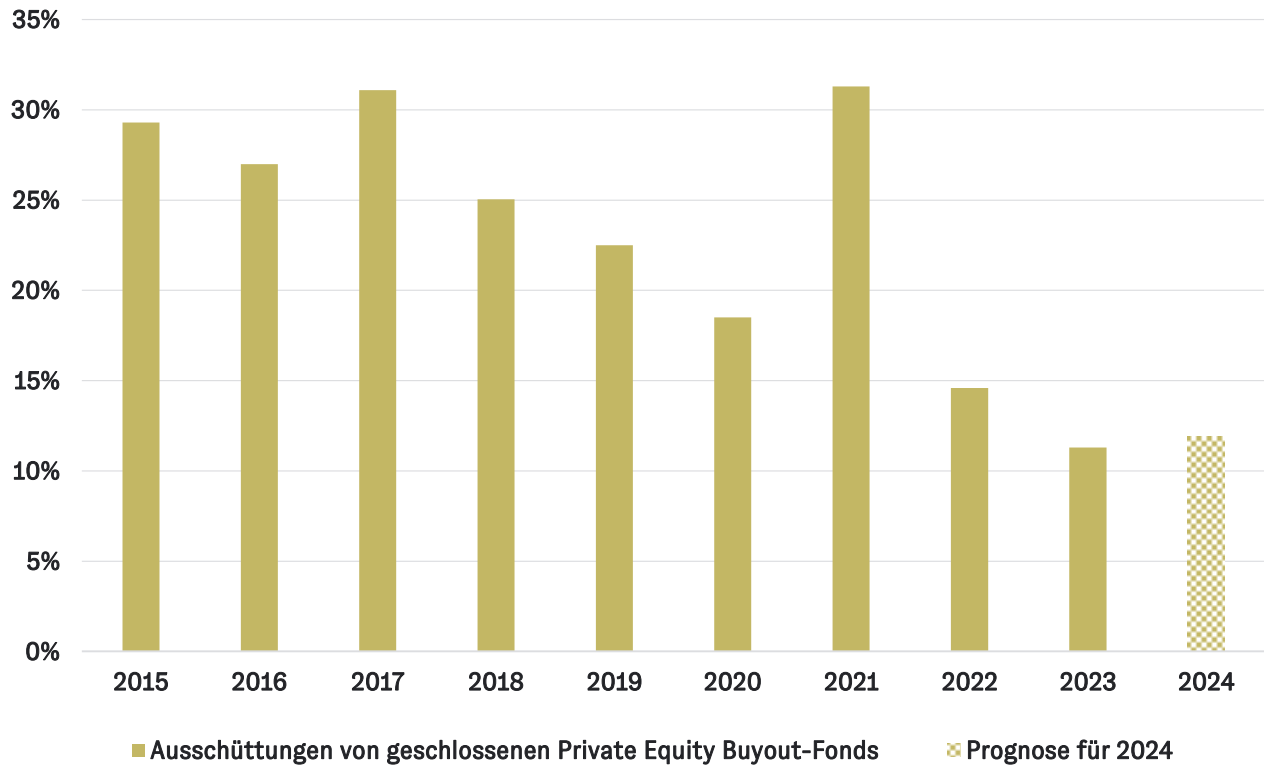
Laut Datenanbieter Pitchbook haben alle Private Market Fonds (also nicht nur Private Equity Fonds) seit 2018 weniger Geld ausgeschüttet, als parallel abgerufen und neu investiert wurde. Diese Daten stellen Durchschnittswerte für den Gesamtmarkt dar, d.h. die Differenzen dürften in der Praxis bei einzelnen Anlegern mit konzentrierteren Portfolios noch wesentlich gravierender ausfallen.

Investoren in semiliquiden Private Equity Investments, d.h. börsennotierten Beteiligungsunternehmen, haben dieses Problem dagegen nicht.

Aufgrund der Börsennotiz besteht die Möglichkeit – ad hoc und zu minimalen Handelskosten – Adjustierungen des Portfolios vorzunehmen oder direkt Liquidität zu schaffen, wann immer es sinnvoll oder nötig erscheint.

Diese Flexibilität, als Endinvestor auf exogene Veränderungen reagieren zu können, war und ist für uns eines der Hauptargumente für semiliquide Private Equity Investments, die wir bei AURETAS seit nunmehr vielen Jahren erfolgreich einsetzen.

Starker Rückgang der jährlichen Kapital-/Gewinnrückflüsse von Private Equity Buyout-Fonds (in % vom Fonds-Jahresanfangswert)



AURETAS Grafik; Quelle: Hamilton Lane Data (Cobalt) via Chairman of Global Private Equity Practice bei Bain & Company. Globaler Durchschnitts-Prozentsatz der Ausschüttungen von geschlossenen Private Equity Buyout-Fonds, relativ zum Wert der Fonds am jeweiligen Jahresanfang. Daten für 2024 sind auf Basis der Q1 und Q2 Daten als Schätzung für das Gesamtjahr hochgerechnet worden. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Globaler Infrastrukturbedarf steigt weiter an und bietet Opportunities

Stillgelegte Brücken, renovierungsbedürftige Schulen oder der Sanierungsstau bei Straßen und Schienen sind nicht nur ein Problem in Deutschland, sondern in weiten Teilen der Welt. Diese sogenannten Ersatzinvestitionen machen historisch einen Großteil des Kapitalbedarfs im globalen Infrastrukturmarkt aus.

In den letzten Jahren kamen jedoch viele neue Faktoren hinzu, die in ihrem Umfang und ihrer zeitlichen Parallelität eine bislang unbekannte Größenordnung des Bedarfs an zusätzlichen Neuinvestitionen ausgelöst haben. Hierzu zählen z.B. technologische Durchbrüche in der KI- und Chipindustrie, die einen entsprechenden Bedarf an Rechenzentren und komplexen Fabriken mit sich bringen, immer kürzere Entwicklungszyklen und skalierungsbedingt stark fallende Preise bei Produkten wie z.B. Solarpanelen.

Hinzu kommen die generell anhaltende Urbanisierung, der migrationsbedingte Bedarf an sozialer Infrastruktur sowie der fortgesetzte Anstieg der Weltbevölkerung, der den Neuaufbau von Ver- und Entsorgungsnetzen sowie entsprechender Transportinfrastruktur notwendig macht.

In Summe erfordern diese Erhaltungs- und Erneuerungsinvestitionen global gewaltige finanzielle Ressourcen. Laut der G20 Initiative „Global Infrastructure Outlook“ wurden allein im Jahr 2024 weltweit rund 2.900 Mrd. USD im Infrastrukturbereich investiert, wobei der Bedarf rund 500 Mrd. USD höher liegt.

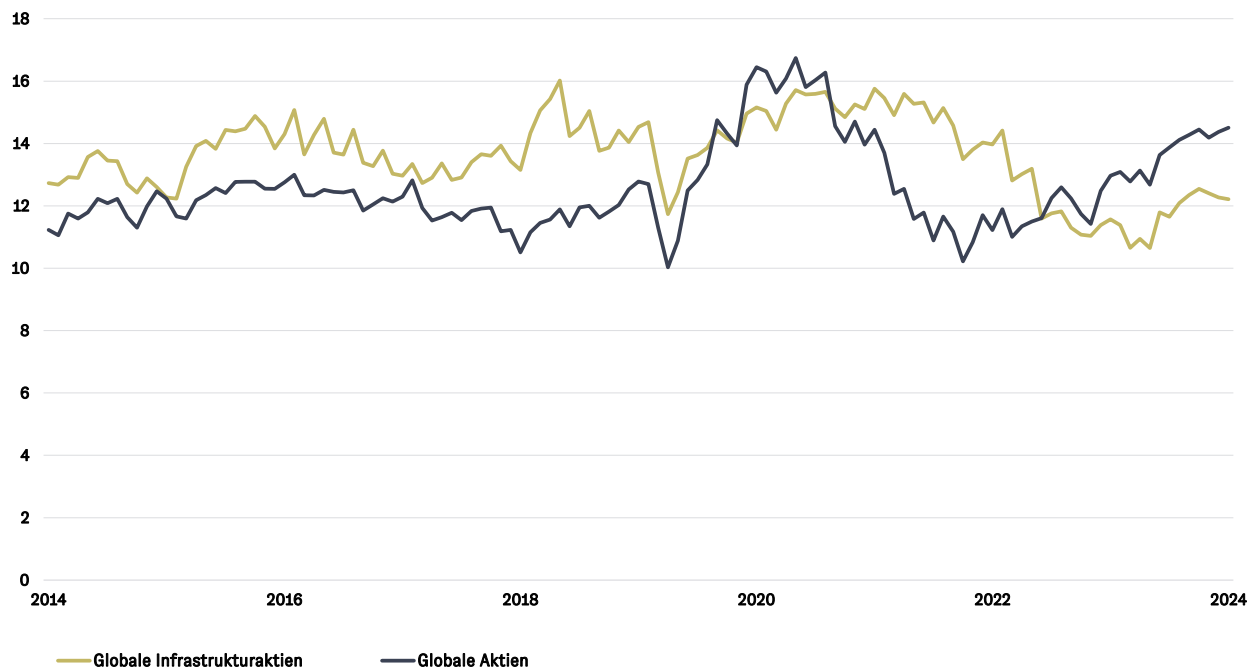
Es wird zudem erwartet, dass diese Unterinvestition in den kommenden 15 Jahren kontinuierlich in Richtung 800 Mrd. USD p.a. ansteigen wird.

Angesichts weltweit angespannter Staatsfinanzen wird privates Kapital eine wichtige Rolle beim Füllen dieser Finanzierungslücke spielen. Allerdings liegt das von privaten Infrastrukturfonds in den letzten Jahren global eingeworbene Kapital lediglich in einer durchschnittlichen Spanne von rund 100-200 Mrd. USD p.a. und damit substantiell unterhalb des tatsächlichen Finanzierungsbedarfs.

Privaten Infrastrukturinvestoren sollte es daher angesichts vieler kapitalsuchender Projekte, denen deutlich weniger Finanzressourcen gegenüberstehen, auf absehbare Zeit möglich sein, bei der Auswahl der attraktivsten Transaktionen sehr selektiv vorzugehen. Dies wiederum bietet Anlegern, die sich für die besonderen Eigenschaften der Anlageklasse Infrastruktur – wie relativ stabile Cashflows und einen hohen Substanzcharakter – interessieren, eine Vielzahl aussichtsreicher Opportunities.

Zu diesem strukturellen Rückenwind, der vermutlich viele Jahre anhalten dürfte, kommt hinzu, dass börsennotierte Infrastrukturunternehmen, wie wir sie bei AURETAS zur Abdeckung der Anlageklasse einsetzen, aktuell sogar günstiger bewertet sind als der Durchschnitt des Weltaktienindex MSCI World, was historisch betrachtet eher selten der Fall gewesen ist (siehe Grafik).

Infrastrukturaktien im Vergleich zu globalen Aktien derzeit günstiger bewertet
(Enterprise Value/EBITDA Multiples ausgewählter Indizes im Zeitverlauf)



Grafik: AURETAS; Quelle: Bloomberg, FactSet; Stand: 06.12.24. Globale Infrastrukturaktien = Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index. Globale Aktien = MSCI World Index.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



Anlagestrategie – Unsere Ausrichtung

Wir sehen die Märkte in 2025 weiter voranschreiten, wenn auch in kleineren Schritten. Ein solides Wachstumsumfeld in den USA mit weiterhin gesundem Gewinnwachstum der Unternehmen in einem freundlichen Zinsumfeld prägen das Gesamtbild für Aktien als auch Anleihen. 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.

Wir sehen die Kapitalmärkte in 2025 weiter voranschreiten, wenn auch in kleineren Schritten. Die Weltwirtschaft sollte mit ca. 3% wachsen und das Zinsumfeld mit weiteren Zinssenkungen in den entwickelten Ländern USA und Europa freundlich und unterstützend für die Kapitalmärkte bleiben.

Das Wachstum in den USA ist dabei weiterhin treibende Kraft. Die im Grunde Pro-Wachstumspolitik Trumps unterstützt diese Annahme. Als größtes Risiko hierfür sehen wir nicht die Inflation, sondern eine Verschlechterung des Arbeitsmarktes durch die von Trump verfolgte Einwanderungspolitik an. Denn die Wachstumsraten ergeben sich aus dem Zuwachs an Arbeitskräften und der erzielten Produktivitätssteigerung.

In Europa besteht die Hoffnung auf ein Anziehen der Konjunktur von niedrigen Niveaus aus kommend, getrieben v.a. durch einen Konsumenten mit steigendem Realeinkommen. Allerdings begrenzen strukturelle Nachteile die Euphorie. Politische Änderungen und die zunehmende Forderung nach weniger Regulierung und mehr Wachstumsimpulsen, sowie eine mögliche positive Entwicklung im Nahostkonflikt und die Schwächung Russlands durch den Machtwechsel in Syrien werden wir eng verfolgen.

Gesunde Wachstumsraten in einem Umfeld weiterer Zinssenkungen sprechen weiterhin für unsere Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen. Nach einer sehr starken Performance der Aktienmärkte gegenüber den Anleihemärkten in 2024, nahmen wir zum Jahresende lediglich Gewinne mit, bleiben jedoch weiterhin in Aktien übergewichtet.

Dabei bleibt auch unsere stärkere Allokation in US-Aktien bestehen. Ihr überlegenes Gewinnwachstum ist weiterhin durch die Konjunktdynamik und produktivitätssteigernde Einflüsse wie die der KI gestützt. Die höhere Bewertung des Marktes steht einer überdurchschnittlichen Performance nicht

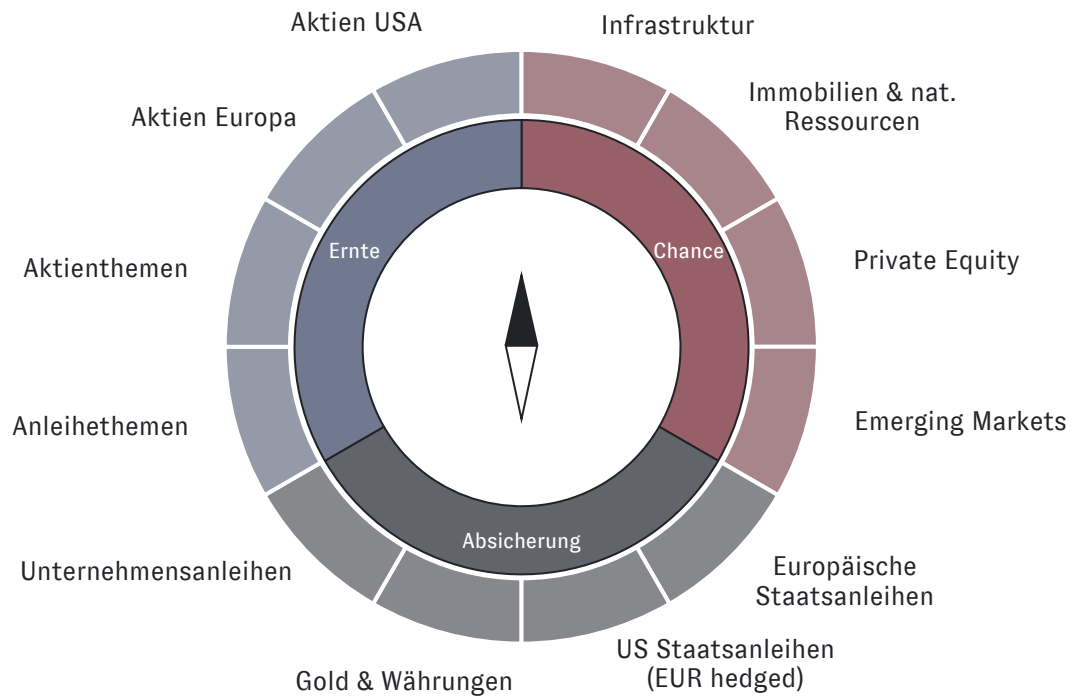
entgegen, bremst nur ihr Ausmaß. Allerdings wählen wir eine breitere Aufstellung, die z.B. auch von Investments in Technologiewerte neben den Magnificent 7 profitieren sollte.

Am Anleihemarkt scheinen die weitere Zinsentwicklung und die wirtschaftlich soliden Daten bereits weitestgehend eingepreist. Die sogenannten Spreads, d.h. die Zinsabstände zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen, befinden sich in den meisten Fällen auf Tiefstständen. Wir blicken daher in erster Linie auf die laufende Rendite zur Beurteilung unserer Anleihe-Investments und sind in Unternehmensanleihen hoher Bonität und ausgewählten Hochzinsanleihen übergewichtet. Staatsanleihen sehen wir im Untergewicht als Absicherungsfunktion und bevorzugen wegen des geringeren Inflationsrisikos EU-Staatsanleihen gegenüber den US-Treasuries. In unserer Duration bleiben wir zwischen 3 und 5 Jahren positioniert.

Attraktiv finden wir auch weiterhin Anlagen in den Bereichen Private Equity und Infrastruktur, v.a. in der von uns gewählten liquiden Umsetzungsform. Private Equity sollte u.a. von weiter anziehenden Transaktionsvolumina auch durch eine gelockerte Regulierung unter Trump profitieren. Infrastrukturwerte sind u.a. entscheidend für den Ausbau von Netzen für den steigenden Energiebedarf getrieben durch KI-Anwendungen. Zudem ist ihre Bewertung, die trotz gesunder operativer Entwicklung unter der Zinserhöhung der Vergangenheit gelitten hat, aktuell günstig im eigenen historischen Kontext und gegenüber den globalen Aktienmärkten.

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

Gold erneut mit herausragender Performance, Kreditrisiken bleiben gering

Auch im 4. Quartal konnte die Absicherungsfunktion einen positiven Performancebeitrag zum AURETAS Anlagekompass beisteuern. Allerdings war die Entwicklung der einzelnen Bausteine sehr divergent. Insbesondere die langlaufenden US-Staatsanleihen, die als sicherer Hafen weiterhin fester Bestandteil der Absicherungsfunktion sind, litten unter den steigenden Renditen am langen Laufzeitende. Sie mussten im 4. Quartal einen Wertrückgang von 3,6% hinnehmen und gaben damit sämtliche Zugewinne aus den ersten drei Quartalen wieder ab.

Anders gestaltete sich die Wertentwicklung bei den europäischen Staatsanleihen. Aufgrund der deutlich herausfordernderen wirtschaftlichen Situation und der damit einhergehenden rückläufigen langlaufenden Rendite, tendierten diese nahezu unverändert (-0,1%). Im Gesamtjahr konnte hier eine positive Wertentwicklung von 1,9% erzielt werden.

Im Rückblick auf das Jahr 2024 lässt sich sagen, dass sich der Wert der langlaufenden Staatsanleihen innerhalb eines Portfolios während der turbulenten und schwankungsreichen Tage Anfang August verdeutlicht hat. Somit fühlen wir uns mit diesen Anlagen und unserer Gewichtung in einer Absicherungsfunktion auch für das Jahr 2025 gut aufgestellt.

Europäische Unternehmensanleihen hoher Bonität konnten mit einer positiven Performance von 0,6% erneut überzeugen. Die Kreditrisiken wurden bei den bonitätsstarken Anleihen im gesamten Jahresverlauf 2024 als gering eingestuft und somit konnten wir ihre attraktiven Kupons in Höhe von 3,2% unter geringen Kursschwankungen vereinnahmen.

Gold konnte im Quartalsverlauf ein neues Allzeithoch erzielen und unser Investment im Jahresverlauf um beeindruckende 35,1% zulegen.

Diese Entwicklung ist aus unserer Sicht bemerkenswert, da sie in einem Jahr stattfand, in dem risikoaffine Investments ebenfalls deutliche Kurszuwächse verzeichnen konnten. Als fundamentale Begründung für diese Bewegung können neben sinkenden kurzfristigen Zinsen insbesondere die Goldkäufe von Zentralbanken weltweit angeführt werden.

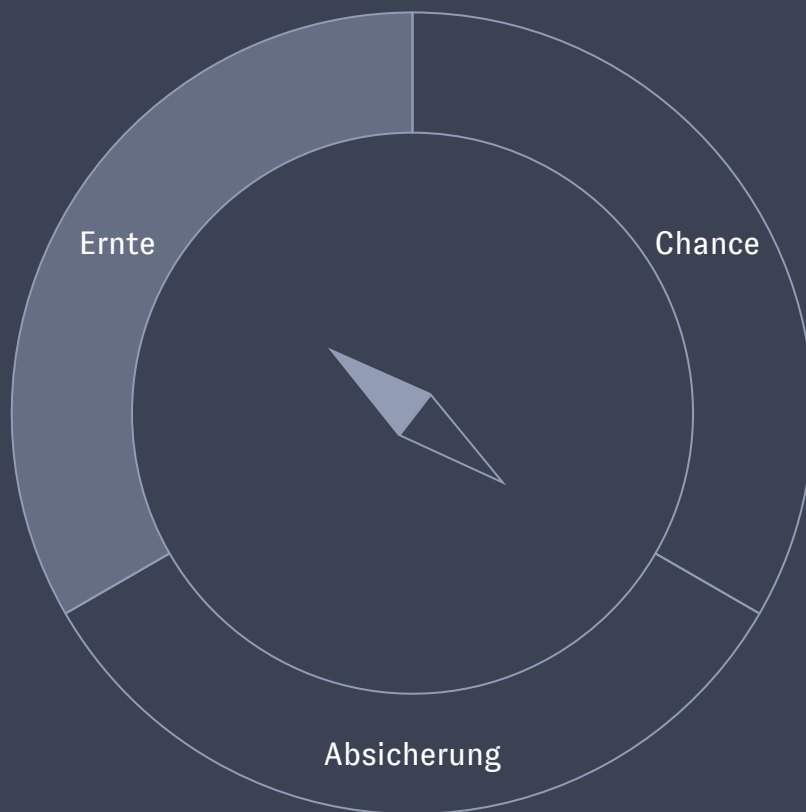
Im 4. Quartal konnte auch unser US-Dollarinvestment, das wir über währungsungesicherte kurzfristige US-Staatsanleihen im Portfolio darstellen, mit einem Kurszuwachs von 8,5% überzeugen.

Damit kann die Absicherungsfunktion im Jahresverlauf eine positive Wertentwicklung von 5,5% aufweisen. Lediglich die US-Staatsanleihen konnten keinen positiven Performancebeitrag im Jahr 2024 liefern.

Für das Jahr 2025 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. Hier legen wir wegen eines geringeren Inflationsrisikos das Gewicht auf EU-Staatsanleihen. Das in diesem Jahr durch die herausragende Performance hervorsteckende Goldinvestment sehen wir weiterhin als wichtiges Element der Absicherungsfunktion.

Ernte

Zur Vereinnahmung traditioneller
Risikoprämien



Ernte

US-Aktien mit herausragender Wertentwicklung

Im Anschluss an die US-Präsidentenwahlen brachte das 4. Quartal eine herausragende Wertentwicklung der US-Aktien (in EUR) mit sich. So konnten unsere Investments in diesem Baustein im 4. Quartal um 15,2% zulegen. Unsere Sektorübergewichte in Finanzwerten (+15,8%), zyklischen Konsumwerten (+25,2%) sowie den technologienahen Telekommunikationswerten (+19,5%) haben in besonderem Maße von der Entwicklung profitiert. Erfreulicherweise konnten damit unsere Investments in US-Aktien mit 38,0% die bemerkenswerte Wertentwicklung des Benchmarkindex auch im Gesamtjahr übertreffen. Zum Jahresende haben wir leichte Anpassungen im Baustein Aktien USA vorgenommen. Als Resultat ergibt sich ein moderates Untergewicht in hochkapitalisierten – und aus unserer Sicht durchaus ambitioniert bewerteten – Indexgewichten. Stattdessen sind wir etwas breiter aufgestellt.

Zwar konnten der europäische Leitindex mit +9,3% im Gesamtjahr 2024 auch deutlich hinzugewinnen, performte aber gerade im 4. Quartal (-2,7%) ausgesprochen schwach im Vergleich zu seinem US-Pendant. Das im Vergleich zu den USA deutlich schwächere wirtschaftliche Umfeld sowie die hohen innenpolitischen wie auch geopolitischen Unsicherheiten zeigten hier ihre Wirkung. Unsere Investments in diesem Baustein konnten auch hier eine höhere Wertentwicklung erzielen als der europäische Markt. Insbesondere das Sektorübergewicht in europäischen Finanzwerten (+2,2%) zahlte sich aus. Auch im Baustein der europäischen Aktien haben wir im Dezember moderate Anpassungen vorgenommen. Insbesondere wurden das Gewicht des IT-Sektors verstärkt sowie nuanciert in den Financial Services-Sektor anstatt in den breiter aufgestellten Finanzsektor investiert. Zudem wurde ein Übergewicht im Telekommunikationssektor aufgebaut.

Unsere Aktienthemen (+7,9%) konnten die Entwicklung des MSCI World Index im 4. Quartal nahezu

nachvollziehen. Unsere Investments in diesem Baustein profitieren davon, dass der Kursaufschwung am Aktienmarkt über die letzten Monate nicht mehr nur von einigen wenigen hochkapitalisierten US-Technologieunternehmen getragen wird, sondern auf breiteren Füßen steht. Das kommt unserer diversifizierten Aktienstrategie zugute. Unser Fokus in diesem Baustein liegt auf profitablen Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wachstumsprofil, unabhängig von deren Marktkapitalisierung. Im Gesamtjahr musste allerdings gegenüber dem Weltaktienindex eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung hingenommen werden. Der herausragende Kursanstieg einiger weniger hochkapitalisierter US-Technologieunternehmen im 1. Halbjahr war maßgeblich für diese Underperformance verantwortlich.

Unser Baustein der Anleihethemen (-0,3%) musste im 4. Quartal zwar einen leichten Kursrückgang hinnehmen, konnte den breiten globalen Unternehmensanleiheindex jedoch deutlich übertreffen. Kreditrisiken bleiben weiterhin gering, sodass u.a. auch Hochzinsanleihen in diesem Baustein eine überzeugende Wertentwicklung aufweisen konnten. Wir bleiben hier weiterhin übergewichtet. Im Laufe des Quartals haben wir sogenannte Katastrophenanleihen neu ins Portfolio mit aufgenommen. Diese bieten neben einer hohen laufenden Rendite von über 10% den Vorteil einer sehr geringen Korrelation zum Rest des Anleiheportfolios. Dagegen haben wir die Position in Wandelanleihen reduziert, da hier die Ertragserwartungen im aktuellen Anlageumfeld weniger attraktiv erscheinen. Die laufende Rendite der Anleihethemen liegt weiterhin bei attraktiven 4,8% p.a.

Die Erntefunktion konnte insgesamt im abgelaufenen Quartal mit +7,7% eine deutlich positive Wertentwicklung erzielen.

Chance

Zur Partizipation an zusätzlichen Renditemöglichkeiten



Chance

Erneute Kursgewinne in der Breite

Die in der Funktion Chance zusammengefassten Bausteine Private Equity, Infrastruktur, Immobilien & natürliche Ressourcen sowie Aktien der Schwellenländer erlebten in Summe ein erfreuliches Gesamtjahr, wobei auch im 4. Quartal Private Equity- und Infrastrukturwerte die Performance anführten. Die schon im Vorquartal beobachteten positiven Effekte aus sinkenden Zinsen, in Verbindung mit einer zumindest in den USA und weiten Teilen Asiens robusten Konjunktur, sorgten gerade in diesen beiden US-lastigen Bereichen für ein positives Umfeld.

Im Infrastrukturbereich haben wir – wie schon im Vorquartal – in den letzten Monaten des Jahres weitere Einzelpositionen neu in die Strategie integriert. Mit diesem Schritt wollen wir noch besser als zuvor die Länder- und Sektorenallokation innerhalb dieses Bausteins steuern, insbesondere da sich der Markt der börsennotierten Infrastrukturunternehmen und -substrategien weiter verbreitert hat.

Von den zunächst erzielten Gewinnen im Jahresverlauf 2024 mussten Immobilienaktien im 4. Quartal etwas abgeben, was auch an der nach wie vor zu beobachtenden deutlichen Spreizung zwischen den verschiedenen Segmenten (wie Büro-, Wohn- oder Logistikimmobilien) lag.

Im Bereich der natürlichen Ressourcen sorgte im Schlussquartal vor allem die Titelselektion der hier eingesetzten Fonds für eine bessere Performance gegenüber dem zur Schwäche tendierenden Markt für Rohstoffaktien.

Interessante Entwicklungen fanden auch im Bereich der Schwellen- und Entwicklungsländer statt,

die das Gesamtjahr 2024 per Saldo ebenfalls sehr positiv beenden konnten. Wir schätzen das Potenzial dieser Märkte weiterhin als interessant ein, gerade auch im Kontext der Bewertung der dortigen Aktien einerseits sowie der künftigen Wachstumsaussichten andererseits. Im besonders wichtigen Markt China hat die dortige Regierung angesichts einer zähen Immobilienkrise und eines Wirtschaftswachstums, das unterhalb der Zielmarke von 5% p.a. lag, zuletzt eine Reihe von Stimulierungsmaßnahmen ergriffen. Die konkreten Ergebnisse dieser Eingriffe werden sich naturgemäß erst in einigen Quartalen anhand der veränderten Fundamentaldaten messen lassen. Gleichwohl ist das Bündel der Einzelmaßnahmen per Saldo positiv vom Kapitalmarkt aufgenommen worden und wir erwarten, dass der zuvor zur Schwäche neigende Aktienmarkt dadurch einen Boden gefunden haben dürfte.

Generell abzuwarten bleiben jedoch die (Zoll-)Maßnahmen der Trump-Regierung, die auf einzelne Länder und Sektoren sehr unterschiedlich wirken können und zudem Reaktionen der betroffenen Staaten erwarten lassen.

Umso wichtiger bleibt vor diesem Hintergrund ein hoher Grad an Flexibilität bei der Positionierung der Portfolios, was angesichts unseres semiliquiden Investmentansatzes und der Börsennotiz der Investments im Chancenbereich – anders als bei geschlossenen Fonds – möglich ist und entsprechenden Anpassungsspielraum eröffnet.

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



Daniela Haseley



+49 89 360703-45

haseley@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.