

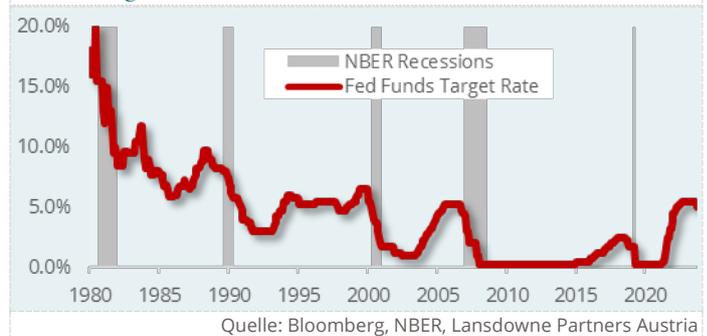
	ISIN	Aufgelegt am	Letzter NIW	Ertrag Q2-2024	Ertrag 2024	Seit Auflegung
Lansdowne Endowment Fund			30.08.2024			p.a.
Anteilsklasse D1 (Seed)	LU1946060875	11. Jun 19	€ 1.338,60	+1,2%	+8,3%	5,7%
Anteilsklasse F - EUR	LU1946062061	29. Okt 19	€ 1.287,95	+1,2%	+8,3%	5,4%
Anteilsklasse P - EUR	LU1946062574	26. Nov 19	€ 1.235,53	+1,0%	+7,8%	4,5%
Anteilsklasse A - EUR	LU1946059513	12. Okt 21	€ 109,28	+0,9%	+7,4%	3,1%
Anteilsklasse F - CHF	LU1946062145	24. Aug 21	CHF 1.022,85	+0,2%	+8,4%	0,8%

Was passiert, wenn die Fed den Zins senkt?

Liebe InvestorInnen, Geschäftspartner und Freunde,

am 18. September 2024 nahm die Federal Reserve ihre erste Zinssenkung seit 4½ Jahren vor. Mit der Senkung des Leitzinses um 0,50% statt 0,25% überraschte sie eine Reihe von Marktteilnehmern. Der S&P500 feierte dies gebührend und verzeichnete in den Tagen nach der Ankündigung stark steigende Kurse. Parallel dazu verkündeten Strategen, Ökonomen und Vermögensverwalter fast unisono in ihren Kommentaren, dass „Zinssenkungen positiv“ für den Markt seien.

Abbildung 1: US-Zentralbankzins und Rezessionen ab 1980



So sehr wir die Reaktion des Marktes auch begrüßen, als Portfoliomanager haben wir auch die Verantwortung, derartige Angaben selbst zu verifizieren. Wir haben daher die Geschichte der Zinssätze seit 1980 untersucht, wie in Abbildung 1 dargestellt. Neben dem Leitzinssatz der Zentralbank - der so genannten „Federal Funds Rate“ - sind in der Grafik auch alle Rezessionsphasen grau hinterlegt. Beginn und Anfang dieser Episoden werden in den USA vom *National Bureau of Economic Research* genau dokumentiert³.

Ausgestattet mit diesem Wissen haben wir die Aktienerträge nach der ersten Zinssenkung¹ von allen oben gezeigten Zyklen untersucht. Wir stellten fest, dass der S&P500 im Durchschnitt auf 3- und 12-Monats-Sicht tatsächlich höher stand. Jedoch zeigte sich bei näherer Betrachtung der Daten, dass dies allein von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängt: Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, haben Zinssenkungszyklen nur dann zu positiven Aktienmarktrenditen geführt, wenn anschließend eine Rezession vermieden wurde.

Tabelle 1: Erträge nach der 1. geldpolitischen¹ Lockerung

	1 Monat	3 Monate	12 Monate
Alle Initial-Lockerungen ¹	-0,0%	+1,5%	+5,8%
... mit folgender Rezession ²	-2,0%	-5,2%	-17,2%
... mit folgender 'weicher Landung'	+1,2%	+5,0%	+14,3%

Quellen: Bloomberg, NBER, Lansdowne Partners Austria

Hinweis: Historische Renditemuster sind kein verlässlicher Hinweis für die Zukunft. Der Fortbestand oben gezeigten Beziehungen ist ungewiss.

Wenn geldpolitische Lockerungen hingegen im Vorfeld von Rezessionen erfolgten, führten sie immer zu negativen Ergebnissen.

¹ Senkungen der Leitzinsen ausgehend von einem Niveau, welches gleich oder höher war als 12 Monate davor

² Initial-Lockerungen auf die innerhalb von 12 Monaten eine NBER-Rezession folgte - ausgenommen die Zinssenkungen vor der COVID-Rezession (eine Episode, die wir nicht als repräsentativ für einen typischen Wirtschaftszyklus ansehen).

³ Das NBER ist ein überparteiliches Wirtschaftsforschungsinstitut, welches 1920 gegründet wurde. Siehe <https://www.nber.org/>

Schlussfolgerung

Fakt ist: Seit 1980 erfolgte vor jeder Rezession eine Zinssenkung, aber nicht auf jede Zinssenkung folgte eine Rezession. Im Durchschnitt ist der Aktienmarkt nach Zinssenkungen tatsächlich gestiegen, wenn - und NUR wenn - eine Rezession vermieden wurde. Der vorherrschende positive Narrativ hängt also von einer zweiten Annahme ab, nämlich dass die US-Wirtschaft eine „weiche Landung“ erleben wird. Angesichts der zweifellos hohen Bewertungskennzahlen des S&P 500 glauben wir sogar, dass dieses positive Szenario von den Anlegern heute generell antizipiert wird – jedenfalls deuten Abbildungen 2 und 3 auf der folgenden Seite darauf hin.

Wie wir bereits in unserem Schreiben vom Juni dargestellt hatten⁴, sind wir zum jetzigen Zeitpunkt nicht davon überzeugt, dass eine Rezession tatsächlich vermieden werden kann. Grundsätzlich bewegen wir uns in einem spätzyklischen Umfeld, in dem verschiedene Märkte augenscheinlich gegensätzliche Entwicklungen signalisieren. Zur Erläuterung:

- Der Zinsmarkt sagt eindeutig eine Rezession voraus, wir verweisen auf die Inversion der Zinsstruktur (Abbildung 4).
- Auch der Arbeitsmarkt hat sich abgeschwächt. Es wurde nicht nur die Sahm-Regel ausgelöst, sondern wir sehen auch andere Anzeichen, die auf eine drohende Rezession hindeuten (Abbildung 5).
- Aktien hingegen sind ein weiterer Frühindikator für die Wirtschaftstätigkeit. Sie haben zuletzt neue Höchststände markiert. Betrachtet man das Verhalten von Aktien in früheren Zyklen, so hat der S&P500 in der Regel etwa 5 Monate vor dem Beginn einer Rezession seinen Höchststand erreicht (siehe Tabelle 2).

Unsere Interpretation lautet, dass es zu früh sein könnte, Risikoanlagen aggressiv unterzugewichten, solange Aktien noch steigen. Die Botschaft lautet: „Es droht eine Rezession, sie hat aber noch nicht begonnen“. Gleichzeitig ist heute - angesichts der gelben und roten Flaggen auf dem Zins- und Arbeitsmarkt, begleitet von einer überschwenglichen Stimmungslage und hohen Bewertungen – wohl nicht der beste Zeitpunkt für neue Aktien-Engagements. Wie immer stützen wir uns bei der endgültigen Entscheidung auf unsere bewährten taktischen Indikatoren. Per Ende September 2024 ist der Endowment Fund in Aktien leicht untergewichtet, in versicherungsgebundenen Anleihen übergewichtet, und in allen anderen Anlageklassen ungefähr neutral positioniert.

Martin Friedrich, Portfolio Manager

Tabelle 2: S&P500 Höchststände vor Rezessionen

Rezession	S&P500 Höchst-stand	Beginn der Rezession	Zeitlicher Vorlauf
Nov 1973 - Mrz 1975	11. Januar '73	30. November '73	10 Monate
Jun 1981 - Nov 1982	20. November '80	30. Juni '81	7 Monate
Jul 1990 - Mrz 1991	16. Juli '90	31. Juli '90	0 Monate
Mrz 2001 - Nov 2001	24. März '00	31. März '01	12 Monate
Dez 2007 - Jun 2009	17. Oktober '07	31. Dezember '07	2 Monate
Mrz 2020 - Apr 2020	19. Februar '20	29. Februar '20	0 Monate
Durchschnittlicher Vorlauf			≈ 5 Monate

Quellen: Bloomberg, NBER

⁴ Unsere historischen Kommentare stehen hier zum Download bereit: <https://www.lansdownepartners.com/vienna/endowment-strategy/>

Abbildung 2: S&P500 Shiller-KGV, seit 1990



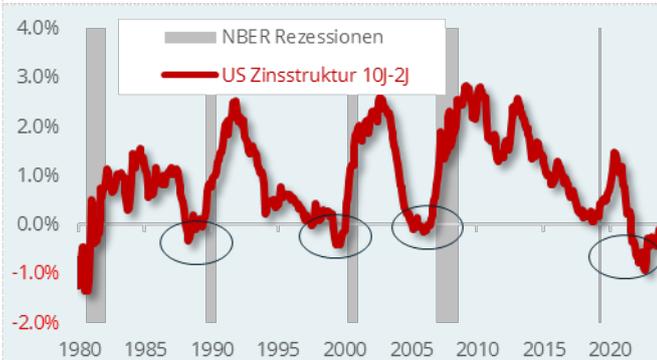
Quelle: Bloomberg, Lansdowne Partners Austria

Abbildung 3: S&P500 Kurs/Umsatz, seit 1990



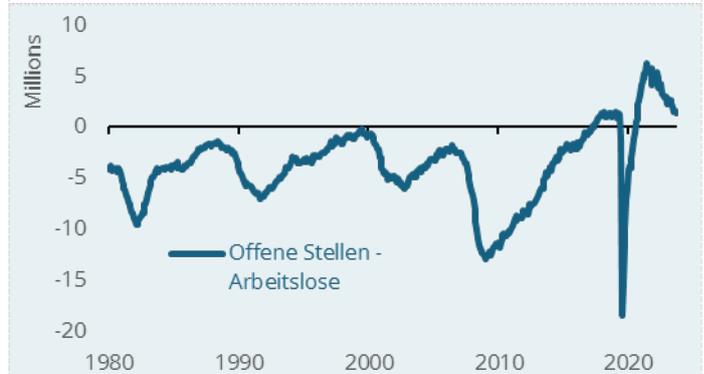
Quelle: Bloomberg

Abbildung 4: US-Zinsstruktur und Rezessionen



Quellen: Bloomberg, NBER

Abbildung 5: USA Offene Stellen minus Arbeitslose⁵



Quellen: Bloomberg, BLS, Conference Board, JOLTS Umfrage

* 2 Monate verzögert

⁵ Effektive Differenz zwischen Nachfrage und Angebot am Arbeitsmarkt. Positive Zahlen signalisieren einen Nachfrage-Überhang, bei negativen Zahlen herrscht Rezessionsgefahr.

Rechtliche Hinweise

Diese Marketingmitteilung wurde nicht in Übereinstimmung mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Das Dokument, die darin enthaltenen Informationen und alle mündlichen oder sonstigen schriftlichen Informationen, die offengelegt oder zur Verfügung gestellt werden, sind streng vertraulich und dürfen ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Lansdowne Partners Austria GmbH („Lansdowne“) weder an andere Personen oder Einrichtungen weitergegeben noch kopiert, vervielfältigt oder in irgendeiner Form, ganz oder teilweise, weitergegeben werden. Dieses Dokument bezieht sich auf den Multiflex SICAV - Lansdowne Endowment Fund, bei dem Lansdowne Partners Austria der Investmentmanager ist (der „Endowment Fund“). Die diesem Finanzprodukt zugrunde liegenden Investitionen berücksichtigen nicht die EU-Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten.

Dieses Dokument wird von Lansdowne herausgegeben. Lansdowne ist von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) zugelassen und wird von der FMA beaufsichtigt.

Die Inhalte des Dokuments stellen keine Finanz-, Anlage-, Steuer-, Rechts- oder sonstige Beratung dar, und die Empfänger des Dokuments („Empfänger“) dürfen sich nicht darauf verlassen, dass es irgendeine Form der Beratung darstellt. Empfänger, die eine Investition in den Endowment Fund in Erwägung ziehen, sollten ihre eigene unabhängige Beratung in Anspruch nehmen. Lansdowne erbringt weder eine Anlageberatung für Empfänger des Dokuments, noch nimmt es Aufträge von diesen Empfängern entgegen und leitet diese weiter, noch führt es andere Aktivitäten mit oder für diese Empfänger durch, die „MiFID- oder gleichwertige Drittlandgeschäfte“ darstellen.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung, ein Angebot zur Ausgabe oder zum Verkauf oder eine Aufforderung zur Beteiligung an einer Anlagetätigkeit (einschließlich des Kaufs oder der Anlage in Anteile oder Beteiligungen an einem Fonds) oder ein Angebot oder eine Platzierung von Anteilen an einem Fonds dar, noch ist es oder die Tatsache seiner Verteilung Grundlage eines Vertrages oder darf im Zusammenhang mit einem solchen Vertrag herangezogen werden. Weitere Informationen über den Endowment Fund, einschließlich einer Erörterung der Risiken einer Anlage in den Endowment Fund, sind im Verkaufsprospekt und im KIID des Endowment Fund enthalten. Die Empfänger sollten diese Dokumente, die auf der Website der Verwaltungsgesellschaft (Carne Global Fund Managers (Luxembourg) S.A.) kostenlos zugänglich sind, bei der Entscheidung über eine Anlage in den Endowment Fund berücksichtigen. Die in diesem Dokument angegebenen Finanzkennzahlen spiegeln die aktuellsten Daten zum Zeitpunkt der Ausgabe wider. Solche Parameter können sich – u. a. aufgrund von Preisanpassungen oder dem Erhalt genauerer Daten – jederzeit ändern. Bei den geäußerten Meinungen handelt es sich ausschließlich um die gegenwärtige Interpretation von Lansdowne, welche die vorherrschenden Marktbedingungen und bestimmte Annahmen (die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen) widerspiegeln. Daher sind die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen unverbindlich und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Empfänger sollten sich darüber im Klaren sein, dass der Wert einer Anlage und die Erträge daraus sowohl steigen als auch fallen können, und dass das Kapital eines Anlegers in den Endowment Fund einem Risiko unterliegt und dass der Anleger bei Rückgabe oder Entnahme seiner Anlage möglicherweise nicht den vollen von ihm investierten Betrag zurückerhält. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse und stellt keine Garantie dafür dar. Darüber hinaus kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursschwankungen steigen oder fallen.

Der Endowment Fund wird nicht an einer Börse gehandelt, so dass es für einen Anleger schwierig sein kann, über diese Anlage anders als durch Rückgabe von Anteilen zu verfügen oder verlässliche Informationen über das Ausmaß der Risiken zu erhalten, denen seine Anlage ausgesetzt ist.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die Lansdowne für zuverlässig hält, die aber nicht unabhängig überprüft wurden. Soweit gesetzlich zulässig und gemäß den Regeln und Leitlinien der FMA in der jeweils gültigen Fassung wird festgehalten:

(i) Weder Lansdowne, noch der Endowment Fund, noch die mit Lansdowne und/oder dem Endowment Fund verbundenen Unternehmen, Direktoren, Partner, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter (zusammen „Relevante Personen“) geben eine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit des Inhalts dieses Dokuments; und (ii) keine Relevante Person übernimmt irgendeine Verantwortung oder Haftung für entgangenen Gewinn, indirekte oder sonstige Folgeschäden oder sonstige wirtschaftliche Verluste, die einer Person aus dem Vertrauen auf eine in diesem Dokument enthaltene Information, Aussage oder Meinung entstehen (unabhängig davon, ob solche Verluste durch die Fahrlässigkeit der Relevanten Person oder anderweitig verursacht wurden). Alle Informationen in diesem Dokument entsprechen dem momentan Datenstand und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung oder sonstige Veröffentlichung solcher Änderungen geändert werden. Jede Relevante Person kann Beteiligungen am Endowment Fund haben oder gehabt haben und kann jederzeit Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Beauftragter tätigen oder Unternehmensfinanzierungs- und/oder andere Beratungs- oder Finanzdienstleistungen für den Endowment Fund erbringen oder erbracht haben.

Dieses Dokument ist vertraulich und ausschließlich für die Verwendung durch die Person, Personen oder Körperschaften bestimmt, die die Staatsangehörigkeit eines Staates oder Landes besitzen bzw. ihren Wohnsitz, Sitz oder eingetragenen Firmensitz in einem Staat oder Land haben, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Verwendung des Dokuments nicht gegen Gesetze oder andere Vorschriften verstößt. Es richtet sich an Anleger/beauftragte Vermittler, die über das Wissen und die finanziellen Kenntnisse verfügen, um die mit den beschriebenen Anlagen verbundenen Risiken zu verstehen und zu tragen.

Lansdowne Partners Austria GmbH
Wallnerstrasse 3 / 21
1010 Vienna, Austria

Telephone: +43 1 22 789 0
Fax: +43 1 22 789 8601
E-mail: info@lansdownepartners.com