

	ISIN	Aufgelegt am	Letzter NIW	Ertrag Q2 2025	Ertrag 2025	Seit Auflegung
Lansdowne Endowment Fund			31.07.2025			p.a.
Anteilsklasse D1 (Seed)	LU1946060875	11. Jun '19	€ 1.435,13	+0,6%	+2,4%	6,1%
Anteilsklasse F - EUR	LU1946062061	29. Okt '19	€ 1.381,00	+0,8%	+2,4%	5,8%
Anteilsklasse Ca-EUR	LU2360079011	17. Sep '24	€ 1.060,49	NA [‡]	NA [‡]	NA [‡]
Anteilsklasse P - EUR	LU1946062574	26. Nov '19	€ 1.317,06	+0,5%	+2,0%	5,0%
Anteilsklasse A - EUR	LU1946059513	12. Okt '21	€ 112,17	+0,3%	+1,8%	3,9%
Anteilsklasse F - CHF	LU1946062145	24. Aug '21	CHF 1.076,22	-0,7%	+1,1%	1,9%
Anteilsklasse P - CHF	LU1946062657	20. Nov '24	CHF 996,78	NA [‡]	NA [‡]	NA [‡]

[‡] Gemäß MiFID2-Vorschriften dürfen in den ersten 12 Monaten der Laufzeit eines Fonds keine Performancezahlen ausgewiesen werden.

Gipfel erreicht?

Liebe InvestorInnen, Geschäftspartner und Freunde,

2025 war ein volatiles Jahr, aber in den letzten Wochen haben sowohl der Fonds als auch globale Aktienmärkte ihren Aufwärtstrend wiedergefunden. Anfang August erreichte der S&P 500 sogar neue Höchststände.

Und dennoch sind viele Anleger – so auch der Verfasser dieses Artikels – weiterhin beunruhigt über die aktuelle Lage. Es zeichnen sich Verwerfungen an den Finanzmärkten ab.

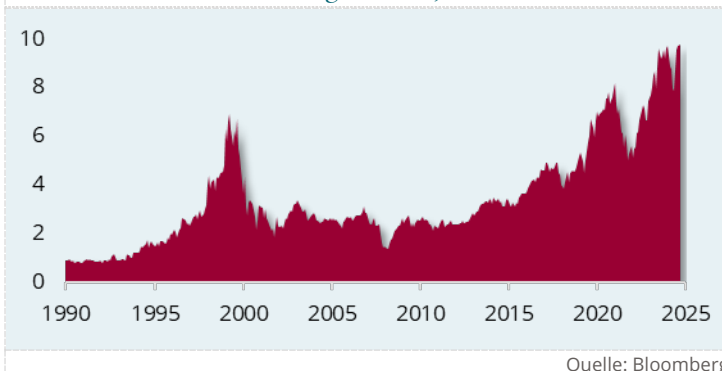
Die makroökonomische Lage weist stagflationäre Merkmale auf, die an die 1970er Jahre erinnern. Frühindikatoren für die Konjunktur hatten sich bereits abgeschwächt, noch bevor die Unsicherheit über die US-Handelspolitik Schockwellen durch die Wirtschaft sandte. Dennoch hält die Federal Reserve an einer straffen Geldpolitik fest, da die Inflation weiterhin über dem Zielwert liegt UND ein weiterer Inflationsschub durch die Wirkung der Zölle erwartet wird. Der politische Druck auf die Fed verkompliziert die Lage zusätzlich und erhöht das Risiko einer verfrühten Lockerung, welche einer nur schwer kontrollierbaren Inflationsdynamik den Weg bereiten könnte.

Der technische Kontext weist eine unangenehme Ähnlichkeit mit der ersten Hälfte des Jahres 2000 auf. Damals wie heute erlebten wir eine IT-getriebene Markteuphorie, zügellose Spekulationen und einen IT-Investitionsboom. Abbildung 1 zeigt, wie extrem die Situation geworden ist. Die Manie über künstliche Intelligenz hat das Kurs-Umsatz-Verhältnis des gesamten Informationstechnologie-Sektors auf ein Niveau von 10 getrieben – höher sogar als auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase.

Es gibt Gründe zu der Annahme, dass die Rallye noch eine Weile anhalten könnte. Das antizyklische quantitative Allokationskonzept des Fonds veranlasst uns jedoch, eine defensive Positionierung beizubehalten. Aktives Management wird in den kommenden Monaten besonders wichtig sein.

Martin Friedrich, Portfolio Manager

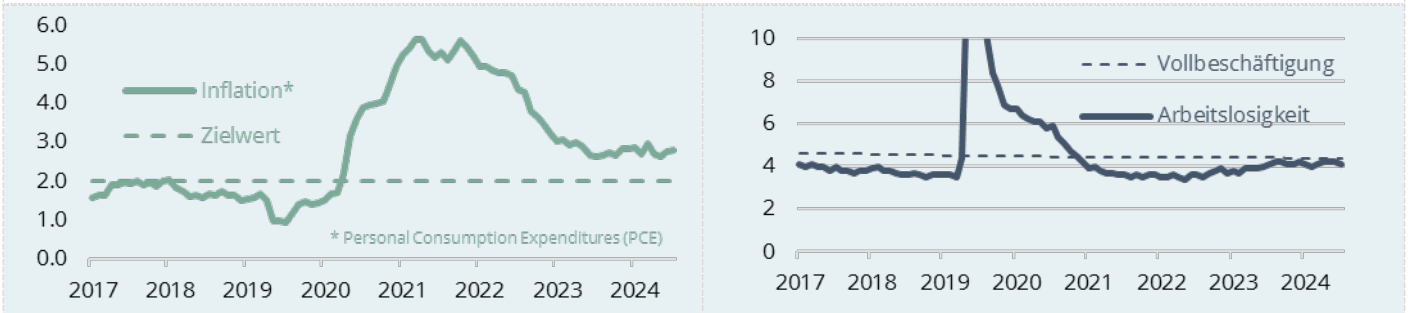
Abb. 1: S&P 500 Technologie-Index, Kurs-Umsatz-Verhältnis



Das Dilemma der Federal Reserve

Wir verstehen die Herausforderung, vor der Jerome Powell steht: Einerseits ist unbestreitbar, dass die US-Wirtschaft einige Anzeichen von Schwäche zeigt. Andererseits ist die US-Zentralbank kraft ihres Mandats an zwei Ziele gebunden: Inflation UND Arbeitslosigkeit. Wir fassen den Fortschritt im Hinblick auf dieses duale Mandat in Abbildung 2 zusammen.:

Abbildung 2: Federal Reserve Erfolgsbilanz – Inflation und Arbeitslosigkeit, versus Zielwerte



Quellen: Bloomberg, Congressional Budget Office, Lansdowne Partners Austria

Ein Blick auf diese Grafiken macht deutlich, dass die Arbeitslosigkeit zwar sehr nahe am angestrebten Niveau (sogar etwas darunter) liegt, die Inflation¹ jedoch bei 2,8% verharret und nicht einmal eine Tendenz zu einem Rückgang in Richtung 2,0% zeigt. Objektiv betrachtet erfordert dieses Bild eine eher restriktive Geldpolitik.

Die Inflationsaussichten werden durch die von den USA verhängten Einfuhrzölle weiter getrübt. Es wird viel darüber geschrieben, dass die Inflation trotz dieser Zölle niedrig bleibt. Dabei wird jedoch ein entscheidender, oft unterschätzter Punkt übersehen: Es gibt eine Verzögerung zwischen den wirtschaftlichen Ursachen und ihren Auswirkungen. Für die Finanzpresse ist dies nicht vermittelbar, da sich ihre Marktberichterstattung fast ausschließlich auf das Hier und Jetzt konzentriert. Längerfristige, komplexe Ursache-Wirkungs-Mechanismen machen keine guten Schlagzeilen. Wirtschaftswissenschaftler jedoch schlagen Alarm und weisen darauf hin, dass sich der Inflationsdruck sehr wohl aufbaut und die Wirkung der Zölle noch bevorsteht, auch wenn sie wahrscheinlich erst 2026 vollends zu spüren sein wird. Leider wird den Experten nicht zugehört.

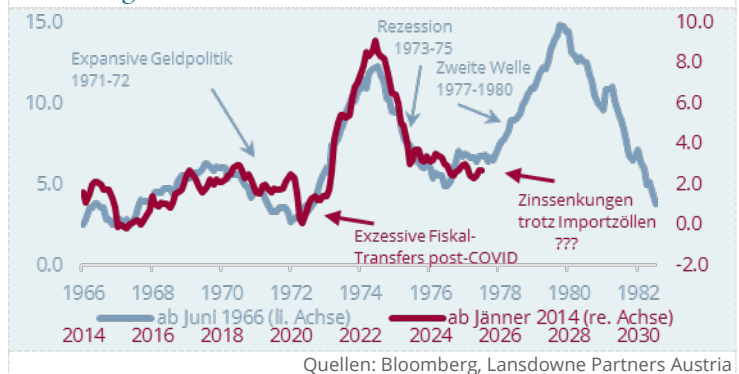
Lektionen aus den 1970er Jahren

Wir erinnern uns an Präsident Nixon, der 1969 Arthur F. Burns, einen loyalen Republikaner, zum Vorsitzenden der Federal Reserve ernannte. Zwei Jahre später, im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen 1972, drängte er Burns, die Wirtschaft durch eine expansive Geldpolitik anzukurbeln, um seine Wiederwahl zu sichern². Heute sind sich Ökonomen einig, dass dies den Grundstein für die beiden verheerenden Inflationswellen zwischen 1973 und 1980 legte (siehe Abbildung 3). Aus diesem Grund kursiert unter Zentralbankern bis heute das Sprichwort „Nur Falken kommen in den Himmel“.

Heute ist die Situation anders, aber ähnlich. Die Inflation ist niedriger als in den 1970er Jahren. Auch die Ursache der ersten Welle war eine andere: Eine Kombination aus übermäßigen fiskalischen Anreizen („Helikoptergeld“) und pandemiebedingten Engpässen auf der Angebotsseite führte 2022 zu einem Inflationsanstieg. Jetzt geraten die Lieferketten erneut unter Druck, und Zölle bieten Unternehmen einen Anlass für Preiserhöhungen – egal, ob gerechtfertigt oder nicht.

Inflation ist wesentlich für die Aussichten für den Aktienmarkt: Wenn hohe Inflation auf hohe Multiplikatoren trifft, sind erhebliche Verluste praktisch vorprogrammiert.

Abbildung 3: Inflation - Echos aus 1973-77



Quellen: Bloomberg, Lansdowne Partners Austria

¹ Dargestellt sind die saisonbereinigten persönlichen Konsumausgaben (PCE), die Zeitreihe, auf die sich die Fed am meisten konzentriert.

² Siehe: Federal Reserve Bank of St. Louis, Burton Abrams, „How Richard Nixon pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes“

Technische Marktanalyse

Unser zweiter historischer Bezugspunkt führt uns ins Jahr 2000. Wir haben Abbildung 4 erstellt, um die Parallelen grafisch darzustellen. Auch im Jahr 2000 gab es eine Frühjahrskorrektur, gefolgt von einer Sommerrallye. Nach einem erneuten Test der Höchststände folgte ein Bärenmarkt, der den S&P 500 zeitweise um 35% fallen ließ. Der Nasdaq 100 – das Epizentrum spekulativer Aktivitäten – verlor sogar über 75% seines Wertes gegenüber dem Höchststand vom 24. März 2000. Viele einst hochfliegende Börsengänge gingen in Konkurs.

Wir sehen eine gute Chance, dass sich unser Diagramm auf der rechten Seite als historisch relevant erweisen könnte. Wie die Bewertung mit dem 10-fachen Umsatz zeigt, wird für den IT-Sektor langfristig hohes Umsatzwachstum erwartet. GQG, ein Vermögensverwalter aus Florida, hat über einen Zeitraum von 30 Jahren jedes Unternehmen im S&P 500 untersucht, das mit dem 10-fachen Umsatz oder mehr gehandelt wurde.³

Sie stellten fest, dass bei Käufen zum 10-fachen des Umsatzes der durchschnittliche Multiplikator in den folgenden fünf Jahren um 60% zurückging.

Wenn, wie wir glauben, ein ähnlicher Bewertungsrückgang wahrscheinlich ist, wird es schwierig sein, eine positive Rendite auf Investitionen zu erzielen, die bei einem Preis-Umsatz-Verhältnis von 10 oder mehr getätigt wurden. Dies ist selbst dann der Fall, wenn die hohen Erwartungen hinsichtlich des Umsatz- und Gewinnwachstums der Unternehmen erfüllt werden. Ab einem gewissen Punkt könnten daher weitere Gewinne schwer zu erzielen sein. Angesichts der Tatsache, dass heute ein Drittel des S&P 500 aus Informationstechnologie besteht, gehen wir davon aus, dass dies auch die Erträge des Gesamtindex bremsen dürfte.

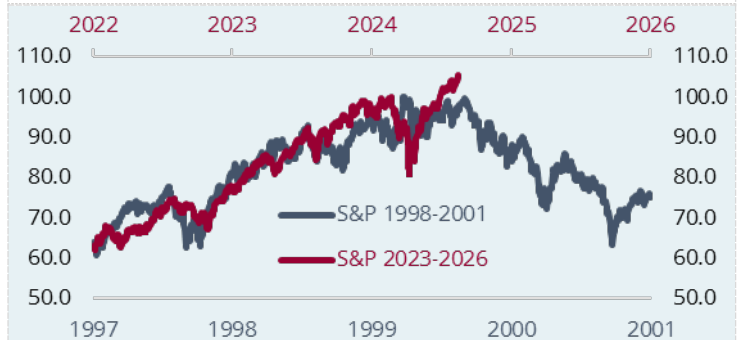
Aktives Management zur Rettung

Angesichts der oben skizzierten Ausgangslage liegt es nahe, die Frage „Was wäre, wenn?“ zu stellen. Wir weisen unsere Anleger auf drei Eigenschaften des Lansdowne Endowment Funds hin, die den Einfluss allfälliger Schwankungen am US-Markt abmildern können:

1. Diversifikation. Gemäß seiner Systematik investiert der Endowment Fund in 17 globale Anlageklassen und hat indirekt Zugang zu rund 150 Ländern. Aktien aus Industrieländern sind nur eine dieser 17 Anlageklassen.
2. Wie wir in unserem letzten Schreiben dargelegt haben, werden rund 45 % des Fondsvermögens in Aktien aller Art angelegt. Davon entfällt allerdings nur etwa die Hälfte (55%) auf die gängigen entwickelten Märkte. Innerhalb dieser Allokation kann der Fonds zusätzlich seine taktische Allokation in US-Aktien variieren und hat die Möglichkeit, deutlich weniger als die derzeit von MSCI ausgewiesenen 72% zu halten.
3. Aktives Management. Die Allokation in US-Aktien entspricht keineswegs dem Index. Wir beschäftigen die kompetentesten, erfahrensten und differenziertesten Manager, die wir finden können. Sie haben die Rallye auf dem Weg nach oben nicht zu 100% mitgemacht, aber wir gehen davon aus, dass sie Ihr Kapital im Falle einer Korrektur schützen werden.

Angesichts der Beliebtheit von Indexanlagen unterschätzen die meisten Anleger heute wahrscheinlich das Potenzial aktiver Manager, eine wirklich deutliche Outperformance zu erzielen, sobald die derzeitige Manie ihren Lauf genommen hat. Wir erinnern unsere LeserInnen daran, dass in der Zeit nach dem Höhepunkt der Dotcom-Rallye im Jahr 2000 ein gleichgewichteter Index aller Aktien im S&P 500 den technologielastigen Nasdaq deutlich übertraf, wie in Abbildung 5

Abbildung 4: S&P 500 – Haussen 2000/2025 im Vergleich



Hinweis: Die Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Erträge

Quellen: Bloomberg, Lansdowne Partners Austria

³ Siehe <https://gqg.com/insights/playing-with-fire/>

dargestellt ist⁴. Nasdaq-Verlusten von bis zu 75 % stand über 2 Jahre ein positives Anlageergebnis gegenüber.

Wir zeigen in der Graphik rechts den gleichgewichteten S&P500 aus einem Grund: Durch die gleiche Gewichtung aller Anlagechancen im Universum sind derartig aufgebaute Indices ein gutes Modell für die Art und Weise, wie aktive Manager ihre Portfolios aufbauen. Unsere Hypothese wird durch die Tatsache bestätigt, dass viele aktive Manager in diesem Zeitraum tatsächlich hervorragende Ergebnisse erzielt haben.

Geringe Ähnlichkeit mit dem S&P 500

Wir weisen darauf hin, dass sich die Aktien-Allokation des Fonds im Lauf der Jahre immer weiter von seinem ursprünglichen Fokus auf den MSCI World entfernt hat. Dies ist in Abbildung 6 dargestellt. Seit Auflegung des Fonds ist so die Allokation in Schwellenländer um ein Drittel gestiegen und der Anteil an börsennotierten Private-Equity-Titeln hat um etwa 80 % zugenommen. Frontier Markets und börsennotierte Infrastruktur haben sich jeweils mehr als verdoppelt.

Diese Vermögensstruktur hat tiefgreifende Auswirkungen auf die Bewertung der Fondsbestände. Je nach Wahl der in Tabelle 1 aufgeführten Bewertungskennzahlen ist das resultierende Portfolio zwischen 17 % und 34 % günstiger als der MSCI World. Im Vergleich zum S&P 500 bietet es einen Abschlag zwischen 28 % und 52 %.

Zusätzlich zu berücksichtigen ist, dass alle diese Allokationen im Rahmen aktiver Mandate umgesetzt werden, wodurch sich die Möglichkeit bietet, das Risiko-Ertrags-Verhältnis weiter zu verbessern. Mehrere unserer US-Manager halten beispielsweise derzeit das niedrigste Engagement im Bereich Informationstechnologie in der Geschichte ihrer jeweiligen Fonds.

Abbildung 6: Struktur der Aktien-Allokation 2019-25

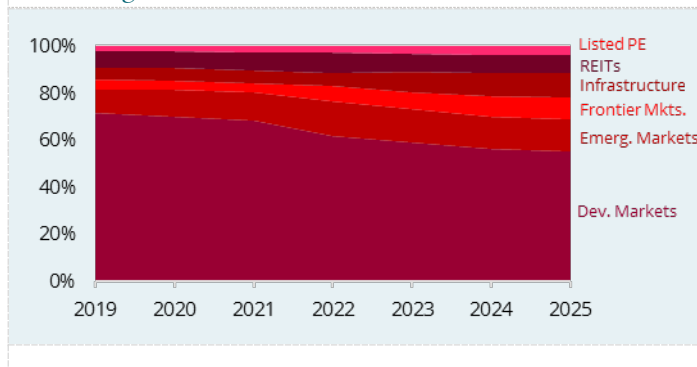


Tabelle 1: Ausgewählte Bewertungsrelationen

	Shiller-KGV	Kurs-Buch	Dividenden Rendite
Aktien Industrieländer	31,0	3,7	1,7%
Aktien Schwellenländer	20,6	2,0	2,7%
Aktien Frontierländer	13,4	1,9	4,8%
Infrastruktur (börsennotiert)	21,4	2,4	3,8%
Immobilien (börsennotiert)	23,2	1,5	4,0%
Private Equity (börsennotiert)	14,8	1,7	4,4%
Aggregat Aktien gesamt	25,7	2,9	2,7%

Quellen: Bloomberg, Lansdowne Partners Austria

⁴ Kumulative relative Performance über die gezeigten 24 Monate errechnet sich zu 236 % (Preisindizes)

Schlussfolgerung

Wir haben keine Anhaltspunkte dafür, dass eine Korrektur bei Aktien unmittelbar bevorsteht. Wie das Sprichwort sagt, reimt sich die Geschichte oft, aber sie wiederholt sich nicht, und ist sicherlich kein verlässlicher Indikator. Alan Greenspans berühmte Warnung aus dem Jahr 1996 vor der „irrationalen Überschwänglichkeit“ des Aktienmarktes⁵ wurde prompt mit weiteren Spekulationen und einer Rallye beantwortet, die weitere zwei Jahre anhielt. Ebenso könnte sich unser Unbehagen gegenüber den aktuellen Bewertungen als verfrüht erweisen.

Sollte es dennoch zu einer Korrektur kommen, tröstet uns die Tatsache, dass sich die Bestände des Fonds erheblich von jenen unseres Referenzindex unterscheiden – sowohl hinsichtlich der gehaltenen Anlageklassen als auch hinsichtlich der zugrunde liegenden Wertpapiere, die in den jeweiligen Universen gehalten werden.

Der Endowment Fund agiert als langfristiger Investor und hat im besten Interesse seiner Anteilseigner antizyklische Allokationsstrategien umgesetzt. Infolgedessen implementiert der Fonds im Rahmen seiner taktischen Vermögensallokation aktuell eine moderate Untergewichtung von etwa 1,5% gegenüber Aktien. Darüber hinaus wurde das Overlay-Portfolio um eine kleine Position in Put-Optionen ergänzt, welche die defensive Neigung des Vermögens weiter verstärkt.

⁵ Bezieht sich auf eine Rede des damaligen Vorsitzenden der US-Notenbank, Alan Greenspan, im Dezember 1996 vor dem American Enterprise Institute. Der Satz war als Warnung gedacht, dass der Aktienmarkt möglicherweise überbewertet sei.

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument stellt eine Marketingmitteilung dar. 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").

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 KID 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 momentanen Datenstand (siehe Datum des Informationsdokuments) 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