



	ISIN	Aufgelegt am	Letzter NIW	Ertrag Q2 2025	Ertrag 2025	Seit Auflegung
Lansdowne Endowment Fund			30.09.2025			p.a.
Anteilsklasse D1 (Seed)	LU1946060875	11. Jun '19	€ 1.470,77	+4,7%	+5,0%	6,3%
Anteilsklasse F - EUR	LU1946062061	29. Okt '19	€ 1.414,34	+4,6%	+4,9%	6,0%
Anteilsklasse Ca-EUR	LU2360079011	17. Sep '24	€ 1.085,47	+4,5%	+4,4%	8,3%
Anteilsklasse P - EUR	LU1946062574	26. Nov '19	€ 1.348,35	+4,5%	+4,5%	5,2%
Anteilsklasse A - EUR	LU1946059513	12. Okt '21	€ 114,74	+4,4%	+4,1%	4,3%
Anteilsklasse F - CHF	LU1946062145	24. Aug '21	CHF 1.104,55	+4,4%	+3,7%	2,5%
Anteilsklasse P - CHF	LU1946062657	20. Nov '24	CHF 1.039,04	NA [‡]	NA [‡]	NA [‡]

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

Wiedergeburt der Anleihen

Liebe InvestorInnen, Geschäftspartner und Freunde,

Multi-Asset-Investoren sind sich über die Vorteile von Aktienanlagen einig. Die Frage lautet einzig „wie viel“, niemals „ob“ eine Allokation in Aktien gehalten werden sollte. Auf der anderen Seite haben wir in den letzten Jahren hitzige Diskussionen über die Rolle von Anleihen in der strategischen Vermögensallokation erlebt. Die Kontroverse dreht sich häufig um das Ausmaß der Diversifikation, die von dieser Anlageklasse erwartet werden kann.

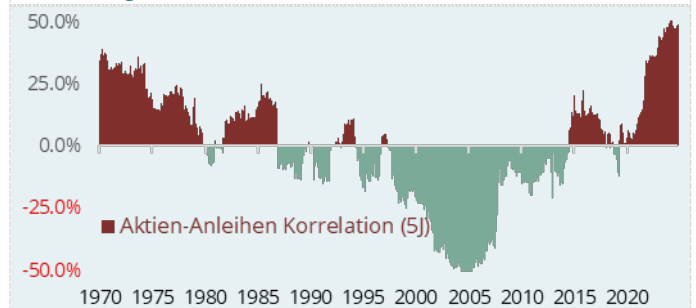
Abbildung 1 zeigt den wesentlichen Streitpunkt der Debatte – die Korrelation zwischen globalen Aktien und Anleihen im zeitlichen Verlauf. Wie zu sehen ist, war ihr Wert über 20 Jahre lang negativ. Für Multi-Asset-Portfolios ist dies eine äußerst wünschenswerte Eigenschaft, denn wenn negativ korrelierte Anlageklassen kombiniert werden, geschieht etwas Wunderbares: Durch die Dämpfung von Schwankungen erzielt das Portfolio im Laufe der Zeit eine höhere risikoadjustierte Rendite als die Summe seiner Teile.

Leider haben wir in den letzten Jahren einen Regimewechsel erlebt. Da sich die Zentralbanken nun wieder auf die Bekämpfung der Inflation konzentrieren, sind Realzinsen positiv geworden. Infolgedessen haben sich Anleihen und Aktien wieder synchronisiert, und ihre Korrelation, die zwei Jahrzehnte lang durchschnittlich bei -30% lag, hat mittlerweile fast 50% erreicht. Dies wirft mehrere Fragen auf:

- Ist das gegenwärtige Regime nachhaltig, oder werden negative Korrelationen zurückkehren?
- Welche Rolle spielen traditionelle festverzinsliche Anlagen in einem modernen Multi-Asset-Portfolio?
- Übersehen Anleger etwas, wenn sie sich zu sehr auf Korrelationen konzentrieren?

Martin Friedrich

Abbildung 1: Korrelation zwischen Aktien und Anleihen¹



Quellen: Bloomberg, GFD Finaeon, Lansdowne Partners Austria

Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft und sollten niemals isoliert betrachtet werden.

¹ Rollierender 5-Jahres-Schnitt monatlicher Erträge, MSCI-Welt (in Euro/DM) und Bloomberg Global Aggregate EUR-Hedged. Vor 1975/1990 werden globale Indizes von GFD Finaeon verwendet.

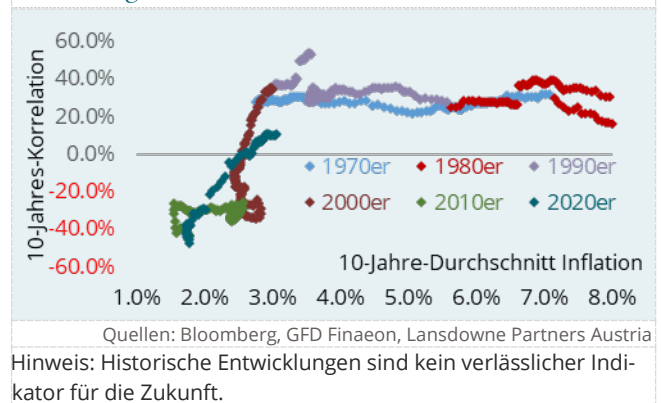
Die Rolle von Anleihen

Bevor wir eine Einschätzung treffen, wollten wir zunächst verstehen, warum die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien schwankt. Es sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen, die bestimmen, ob sich diese beiden Anlageklassen parallel oder gegenläufig entwickeln. Ohne zu sehr zu vereinfachen, lässt sich sagen, dass

- im disinflationären Umfeld Anleihe- und Aktienrenditen negativ korrelieren. In diesem Fall befürchten Anleger bei schwachen Wachstumsaussichten eine Deflationsspirale, die die Unternehmensgewinne schwächen würde. Somit fallen sowohl Zinsen als auch Aktienkurse, was höhere Anleihepreise zur Folge hat. Umgekehrt würden bei einer erneuten Beschleunigung des Wachstums die Aktienkurse steigen, während die Anleihekurse fallen. Die beiden Anlageklassen bewegen sich also in entgegengesetzte Richtungen (negative Korrelation).
- Wenn hingegen Inflation droht, besteht die Gefahr einer Überhitzung, denn: Durch zu hohe Nachfrage entstehen Engpässe auf der Angebotsseite der Wirtschaft. Steigende Preise führen dann zu höheren Zinsen, sodass Anleihen mathematisch gesehen fallen müssen. Gleichzeitig fallen jedoch auch Aktienkurse, da die Inflation das reale Wachstum dämpft UND der Barwert zukünftiger Cashflows mit einem höheren Zinssatz diskontiert werden muss. Infolgedessen bewegen sich Aktien und Anleihen im Gleichschritt. Die Korrelation ist damit positiv.

Abbildung 2 bestätigt die Gültigkeit dieser These: Historisch gesehen war eine negative Korrelation zwischen Anleihen und Aktien nur in Zeiten niedriger Inflation zu beobachten.

Abbildung 2: Inflation versus Korrelation in den USA



Implikationen für Multi-Asset Portfolios

Die Schlußfolgerung lautet, dass unsere Inflationsprognose darüber entscheiden sollte, wie wünschenswert eine Allokation in Anleihen ist. In dieser Hinsicht allerdings steht das Urteil noch aus: Abgesehen von Technologieinvestitionen ist das Wachstum vielerorts eher schwach, aber dennoch lauern Inflations-Gefahren auf der Angebotsseite der Wirtschaft. Einzelheiten hierzu finden Sie in unserem August-Brief – verfügbar [hier](#). Kurz zusammengefasst, wir möchten uns lieber nicht darauf verlassen, dass die Korrelationen bald wieder negativ werden.

Diversifizierung ist jedoch nicht der einzige Grund, Anleihen zu halten. Selbst bei einer positiven Korrelation² mit Aktien empfiehlt unser unvoreingenommener Optimierungsprozess, knapp 8,0% unseres Portfolios in Investment-Grade- und inflationsgebundenen Anleihen zu halten. Dafür gibt es drei Gründe:

(1) Der erste Vorteil von Anleihen ist ihre relative Stabilität. Wie Tabelle 1 zeigt, stieg die Schwankungsneigung am Anleihemarkt in den letzten Jahren zwar, liegt aber immer noch weit unter der Volatilität von Aktien³. Selbst ohne den Vorteil der Diversifikation senkt eine Aufnahme von Anleihen in ein Portfolio daher immer das Gesamtrisiko.

Tabelle 1: Historische Volatilität im Vergleich

	1990-99	2000-09	2010-19	10 Jahre
Aktien Welt	16,7%	16,1%	10,8%	14,0%
Anleihen Investment Grade	4,8%	2,9%	2,6%	4,0%

Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die Zukunft und sollten niemals isoliert betrachtet werden.

(2) Zweitens sind Erträge aus Anleihen besser vorhersehbar als Aktien. Dies lässt sich durch Vergleich unserer eigenen Prognosen mit nachfolgend realisierten Erträgen bestätigen. Eine grafische Darstellung der relativen Zuverlässigkeit unserer Prognosemodelle finden Sie in den Abbildungen 5 und 6 im Anhang. Das Fazit lautet, dass durch Hinzufügen von Anleihen in ein Portfolio seine längerfristigen Ergebnisse nicht nur stabiler, sondern auch etwas besser vorhersehbar werden.

² Tatsächlich liegt unsere Annahme für die 7-Jahres-Korrelation auf aggregierter Ebene bei 22,7%.

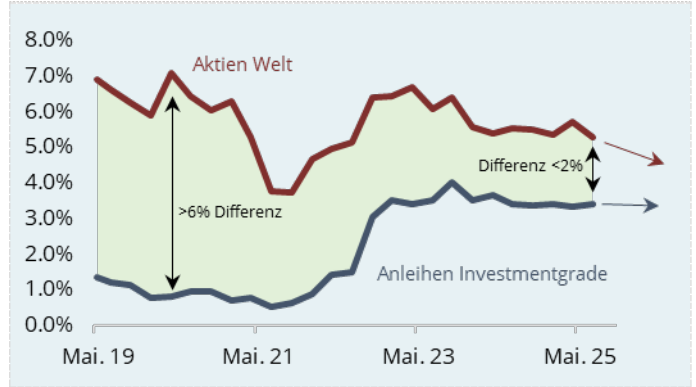
³ Die Volatilität festverzinslicher Wertpapiere lag über alle Zeiträume hinweg im Durchschnitt bei etwa 25% der Aktienvolatilität

(3) Drittens - und dieser Punkt ist am wichtigsten - werden Anleger heute viel besser für das Zinsrisiko entschädigt, nachdem die Rendite auf Endfälligkeit für den globalen Referenzindex im Jahr 2022 extrem stark gestiegen ist⁵. Unsere Projektion für die Gesamtrendite globaler Anleihen ist in Folge von 0,5% im Jahr 2020 auf heute rund 3,4% gestiegen. Wenn dies annähernd der Realität entspricht – woran wir, wie wir erläutert haben, zumindest teilweise glauben –, dann hat unsere Allokation in festverzinsliche Wertpapiere das Potenzial, die Performance-Führerschaft von Aktien in den kommenden Jahren herauszufordern.

Wir veranschaulichen dies in Abbildung 3, die zeigt, wie sich unsere bereits erwähnten 7-Jahres-Prognosen für globale Aktien im Vergleich zu Anleihen in den sechs Jahren seit Auflegung des Fonds entwickelt haben. Zum Zeitpunkt der letzten Aktualisierung im August hatte sich die Differenz der erwarteten Erträge auf 1,9% verringert, eine Entwicklung, die sich in den jüngsten Wochen fortgesetzt haben dürfte.

Da wir es mit zukunftsorientierten Projektionen zu tun haben, unterliegen alle hier vorgestellten Schätzungen einer erheblichen Unsicherheit. Die tatsächlichen Ergebnisse könnten sowohl niedriger als auch höher ausfallen. Es könnte sogar vorkommen, dass Anleihen eine bessere Rendite erzielen als Aktien. Das ist zwar nicht unser Basisszenario, aber es scheint heute wahrscheinlicher als jemals zuvor seit der Auflegung Fonds.

Abbildung 3: Erwartete Erträge⁴ im zeitlichen Verlauf



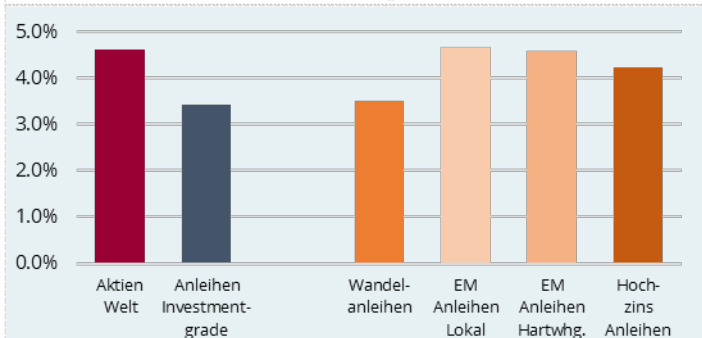
Quelle: Lansdowne Partners Austria

Die gezeigten Projektionen, die auf der Kapitalmarkttheorie basieren, sind nur über längere Zeiträume (>5 Jahre) relevant. Kapitalmarktprognosen sind niemals ein verlässlicher Indikator für die Zukunft. Ihre Verwendung schließt das Risiko von Verlusten nicht aus.

Schlussfolgerung

Obwohl Korrelationsanalysen immer sinnvoll sind, sollte darüber das Wesentliche nicht vergessen werden: Mit dem jüngsten Anstieg der Aktienbewertungen werden selbst traditionelle Investment-Grade-Anleihen zu einer ernstzunehmenden Konkurrenz für Aktien – nicht nur auf risikobereinigter Basis, sondern auch auf Basis der erwarteten absoluten Renditen.

Abbildung 4: Erwartete Erträge⁴ per Juli 2025



Quelle: Lansdowne Partners Austria

Die gezeigten Projektionen, die auf der Kapitalmarkttheorie basieren, sind nur über längere Zeiträume (>5 Jahre) relevant. Kapitalmarktprognosen sind niemals ein verlässlicher Indikator für die Zukunft. Ihre Verwendung schließt das Risiko von Verlusten nicht aus.

Warum, könnten Sie fragen, hält der Fonds nur 7,8% dieser Gattung, wenn Anleihen so attraktiv sind? Die Antwort ist einfach: In der aktuellen Marktlage stehen Multi-Asset-Anlegern noch andere, ähnlich vielversprechende Optionen zur Verfügung. In Abbildung 4 sind unsere Erwartungen für vier weitere, verwandte aber eigenständige Anlageklassen aufgeführt, die der Fonds hält und die ähnlich attraktive Renditeerwartungen bieten.

Wir werden diese sogenannten „hybriden Anlagen“ (in orangefarbenen Tönen dargestellt) in unserem nächsten Monatskommentar näher erläutern.

⁴ Kapitalmarkt-Projektionen der nächsten 7 Jahre zur Verwendung in der strategischen Asset-Allokation

⁵ Rendite-auf-Fälligkeit des Bloomberg Global Aggregate hatte sich 2022 knapp verdreifacht (von 1,3% auf 3,7%)

Appendix

Die Abbildungen 5 und 6 zeigen unsere bewertungs-basierten Modelle, welche einer von vier Bausteinen für die Erstellung unserer Kapitalmarktprognosen sind. Die Grafiken zeigen, dass die Prognosen zwar nicht exakt erfüllt wurden, aber dennoch eine starke Korrelation zwischen den historisch erwarteten und den später erzielten Renditen besteht⁶.

Vergleich erwartete versus später realisierte 7-Jahres-Erträge (annualisiert)

Abbildung 5: Investment Grade Anleihen

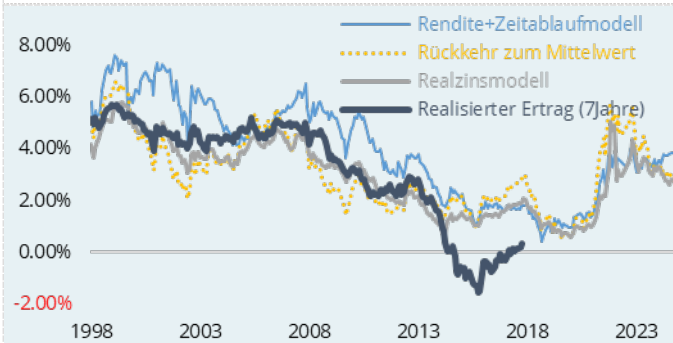
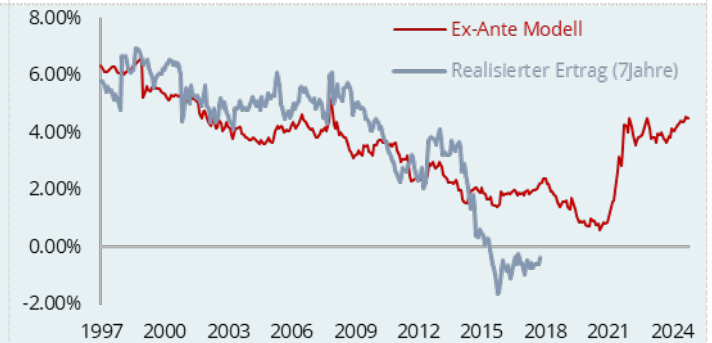


Abbildung 6: Inflationsgebundene Anleihen



Source: Lansdowne Partners Austria

Die gezeigten Projektionen, die auf der Kapitalmarkttheorie basieren, sind nur über längere Zeiträume (>5 Jahre) relevant. Kapitalmarktprognosen sind niemals ein verlässlicher Indikator für die Zukunft. Ihre Verwendung schließt das Risiko von Verlusten nicht aus.

⁶ Der durchschnittliche absolute Prognosefehler aller Modelle ist vergleichsweise gering. Er betrug 1,04% für inflationsgebundene und 1,20% für Investment-Grade-Anleihen.

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: infolpa@lansdownepartners.com