



INVESTMENTBERICHT
2022 / 2023



EYB & WALLWITZ

INTELLIGENT INVESTIEREN

Liebe Kunden und Geschäftspartner,

den letztjährigen Investmentbericht hatten wir mit den folgenden Zeilen eröffnet: Nach dem Ausnahmezustand der letzten beiden Jahre sehen wir uns alle wieder nach einem Stückchen „Normalität“ zurück.

Die ersehnte Rückkehr zur Normalität musste einmal mehr aufgeschoben werden. Das Jahr 2022 hat uns schmerzlich vor Augen geführt, dass es eine weitere Steigerungsform der Krise gibt – nämlich die des Krieges. Der schreckliche Angriffskrieg Russlands brachte unermessliches Leid über die Menschen in der Ukraine und markiert eine tiefgreifende Zäsur für die politische Ordnung in Europa. Zudem hat der Krieg hierzulande eine Energiekrise von historischem Ausmaß ausgelöst, gepaart mit einer lange nicht da gewesenen Inflation. Diese Verwerfungen schlugen sich auf den Finanzmärkten in Verlusten in fast allen Anlageklassen nieder.

Rückblickend können wir heute sagen, dass wir in diesem sehr herausfordernden Jahr 2022 mehrheitlich die richtigen Entscheidungen für Sie getroffen haben. Und nach vorne blickend gilt es für uns als Vermögensverwalter mehr denn je, vor allem in Krisenzeiten einen kühlen Kopf zu bewahren, das Geld unserer Kunden zu schützen und auf mittel- bis langfristige Sicht attraktive Renditen zu erwirtschaften.

Wir möchten uns sehr für das entgegengebrachte Vertrauen bedanken und wünschen Ihnen ein gesundes und friedliches Jahr 2023.



Dr. Georg von Wallwitz

Geschäftsführender Gesellschafter
Lead Portfoliomanager



Dr. Ernst Konrad

Geschäftsführender Gesellschafter
Lead Portfoliomanager

INHALT
INVESTMENTBERICHT
2022 / 2023

RÜCKBLICK ab Seite 4



**DAS LEBEN IN DER
SCHWERKRAFT**

Seite 4

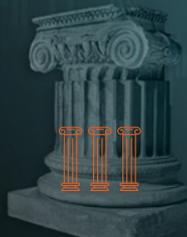
FONDSBERICHTE ab Seite 8

PHAIDROS FUNDS
BALANCED



Seite 8

PHAIDROS FUNDS
CONSERVATIVE



Seite 12

PHAIDROS FUNDS
**SCHUMPETER
AKTIEN**



Seite 16

PHAIDROS FUNDS
**FALLEN
ANGELS**



Seite 20

AUSBLICK ab Seite 24

AUSBLICK I
**MAKRO-
PERSPEKTIVEN**

Seite 24

AUSBLICK II
**DIE ASSET
ALLOKATION**

Seite 30

**GLOSSAR &
ÜBERSICHT DER
VERWENDETEN
CHARTS**

Seite 38 + 39

**IMPRESSUM &
WICHTIGE HINWEISE**

Seite 40

RÜCKBLICK



DAS LEBEN IN DER SCHWERKRAFT

von:

Dr. Georg von Wallwitz

Lead Portfoliomanager

Herr von Wallwitz, hinter uns liegt ein turbulentes Börsenjahr 2022 – wie würden Sie die Ereignisse zusammenfassen?

In der Tat war das vergangene Börsenjahr in den meisten Hinsichten sehr ungewöhnlich. Viele Tendenzen zeigten sich bereits im Frühjahr 2020, als das Wort Lockdown in beinahe jeden lebenden Wortschatz auf dieser Welt Eingang fand und die globale Produktion zum Stillstand kam. Einer tiefen, aber kurzen Rezession folgte 2021 ein dynamischer Wirtschaftsaufschwung. Wenig später breitete sich weltweit eine Inflation aus, auf die die Zentralbanken zunächst zögerlich reagierten. Ende November 2021 äußerte Jerome Powell, der Präsident der amerikanischen Zentralbank, bei einer Anhörung vor dem Kongress, die Zeit der Anleihenkäufe müsse schneller als gedacht zu einem Ende kommen. Was er zu diesem Zeitpunkt eher harmlos formulierte, erscheint im Nachhinein als eine Zeitenwende an den Finanzmärkten. Er warf damit das Regelbuch aus dem Fenster, an das sich die Investoren ein gutes Jahrzehnt gewöhnt und gehalten hatten. Das Zeitalter der Sakulären Stagnation – das sich durch niedriges Wachstum, niedrige Inflationsraten und sehr billiges Geld ausgezeichnet hatte – war plötzlich vorbei und mit den kräftigsten Zinserhöhungen seit den 1980er-Jahren begann ein neues Kapitel (für das wir noch keine Überschrift haben).



„Der Einbruch war nicht besonders tief im historischen Vergleich, aber schmerzhaft, da kaum eine Anlagekategorie verschont blieb.“

Dr. Georg von Wallwitz

Wie äußerte sich dieses neue Kapitel an den Märkten?

Nun, mit dem Anbruch der Zeitenwende begannen Anleihen und Aktien, zu fallen. Powells Andeutung, die Zinssätze müssten deutlich steigen und die Anleihenkäufe (das Sicherheitsnetz der Zentralbanken für die Märkte) zu einem Ende kommen, sorgte für Verkaufsdruck in beinahe jeder Ecke der Märkte. Der Einbruch war nicht besonders tief im historischen Vergleich, aber schmerzhaft, da kaum eine Anlagekategorie verschont blieb. Zinsen wirken in der Wirtschaft wie die Schwerkraft in der Physik. Jahrelang konnte ohne diese Schwerkraft investiert werden, ohne Rücksicht auf die Kosten des Geldes. Auch unprofitable Geschäftsmodelle konnten in diesem Umfeld gut überleben. Ein Jahr später müssen die Anleger immer noch lernen, mit der Realität höherer Zinsen und langfristig niedriger Renditen zurecht zu kommen. Das Leben unter den Bedingungen der Schwerkraft muss neu erlernt werden.

Allein für sich ist das bereits keine einfache Aufgabe. Dazu kam ein unerwarteter geopolitischer Konflikt, der Implikationen am Markt hervorrief...

Richtig. Die andere Zeitenwende, die sich ebenfalls im Winter 2021/22 lange Zeit wenig beachtet anbahnte, war der heraufziehende Krieg Russlands gegen die Ukraine. Die Vorbereitungen liefen vor aller Augen – von der Nicht-Befüllung der deutschen Gasspeicher über die Ausschaltung unabhängiger Medien in Russland bis hin zur Truppenkonzentration an der Grenze – und wurden doch nur von Wenigen begriffen.

Der wirtschaftliche Effekt dieses Überfalls bestand für die westlichen Länder in einer dramatischen Energiepreiserhöhung, welche den ohnehin starken Anstieg der Inflation noch beschleunigte. Waren die Preissteigerungen 2021 noch durch die Nachholeffekte bei der Nachfrage und die gestörten Lieferketten nach dem Ende der Pandemie verursacht, kam nun noch eine Angebotsinflation hinzu, die von den Zentralbanken kaum beeinflussbar war.

Was bedeutete das für Geldanlagen?

Beides zusammen? Ein schwieriges Umfeld, und das für fast alle Geldanlagen. Langfristige US-Staatsanleihen verzeichneten den stärksten Rückgang seit 1788. Die klassische 60/40 Mischung in den Depots aus Aktien und Anleihen verzeichnete die schlechteste Performance seit 1932. Am Tiefpunkt dieses Jahres hatte der breite amerikanische S&P 500 Aktienindex eine Marktkapitalisierung von 11 Billionen US-Dollar verloren: Dies entspricht etwa der gesamten jährlichen Wirtschaftsleistung von Deutschland, Japan und Kanada zusammen. Allein die Technologie-Aktien haben einen Betrag verloren, der der Wirtschaftsleistung von Frankreich oder dem Vereinigten Königreich entspricht. Andererseits haben die in vielen Portfolios kaum vertretenen Öl-Aktien eine Renaissance erlebt, mit der kaum jemand gerechnet hatte.

Diese Kombination aus schwächelnden Aktien und Anleihen machte es für Anleger weitgehend unmöglich, sich zu verstecken. Eine positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist zwar nicht selten, aber normalerweise ist sie ein kurzfristiges Phänomen. In der zweiten Jahreshälfte beruhigte sich der Anstieg der Inflationsraten. Allerdings schienen der Anstieg der Energiepreise in Europa und die Null-COVID-Strategie in China die Wirtschaft abzuwürgen. Entsprechend war das zweite Halbjahr von kräftigen Auf- und Abwärtsbewegungen gekennzeichnet.

Welche Möglichkeiten blieben Anlegern in diesem schwierigen Marktumfeld? Und mit welchen Maßnahmen haben die Zentralbanken reagiert?

2022 bot wirklich kaum eine Möglichkeit, sich zu verstecken. In diesem von Unsicherheit und Inflation gekennzeichneten Umfeld enttäuschten Gold und Kryptowährungen viele Anleger – denn von diesen Anlageformen versprachen sich viele Investoren gerade in diesem Umfeld Stabilität. Aber Gold verlor an Attraktivität, seit die sicheren Häfen der Staatsanleihen wieder Zinsen abwarfen (was Gold bekanntlich nicht kann), und die Kryptowährungen entpuppten sich als ein gefährliches Pflaster, spätestens als viel Anlegergeld bei der Pleite von FTX, einer der großen Kryptobörsen, verloren ging.

Der Euro notierte zeitweilig unter der Parität zum US-Dollar. Die Europäische Zentralbank hatte in den Augen der Anleger deutlich weniger Möglichkeiten, die Inflation zu bekämpfen als ihr amerikanisches Pendant. Die Regierungen des Euro-Raums können sich höhere Zinsen kaum leisten und die Hauptursache der Inflation in Europa, die hohen Energiekosten, lassen sich durch höhere Zentralbankzinsen kaum beeinflussen. Also sahen die Märkte in Europa einen stärkeren Verfall der Kaufkraft voraus und werteten den US-Dollar auf.

Und wie lautet Ihr Resümee? Können Anleger nach diesem turbulenten Jahr wieder auf bessere Zeiten hoffen?

Wir glauben: Ja. Die Zinsen, an deren Abwesenheit sich die Anleger gewöhnt hatten, sind wieder da. Die Bewertungen sind in allen Anlageklassen deutlich zurückgekommen – und teilweise sogar billig. Nach dem Ende des Zeitalters der Stagnation hat damit das klassische 60/40-Portfolio so gute Aussichten wie in den letzten 10 Jahren nicht. In dieser Hinsicht hat uns dieses ungewöhnliche Jahr vielleicht auch nur in den Normalzustand (der Schwerkraft) zurückgebracht. Die Renaissance der Anleihen gepaart mit einer mittel- bis langfristig aussichtsreichen Aktienentwicklung lässt uns durchaus optimistisch in die Zukunft schauen.

„Langfristige US-Staatsanleihen verzeichneten den stärksten Rückgang seit 1788. Die klassische 60/40 Mischung in den Depots aus Aktien und Anleihen verzeichnete die schlechteste Performance seit 1932.“

Dr. Georg von Wallwitz



PHAIDROS FUNDS

BALANCED

von:

Dr. Georg von Wallwitz

Lead Portfoliomanager



Das Jahr 2022 war von vielen tiefgreifenden Ereignissen geprägt – auf der politischen Bühne von dem Überfall Russlands auf die Ukraine und in wirtschaftlicher Hinsicht durch die höchsten Inflationsraten seit eineinhalb Generationen. Beides führte zu erheblichen Bewertungsabschlägen für alle Anlagekategorien. In politischen Krisenzeiten, wenn Aktienkurse fallen, funktionieren normalerweise steigende Anleihenkurse als Puffer. In diesem Jahr fielen aber auch diese, sodass es für unseren Phaidros Funds Balanced als ausgewogenen Mischfonds kaum eine Möglichkeit gab, sich dem Abwärtstrend zu entziehen. Der MSCI World Aktienindex gab allein im ersten Halbjahr bis zu 17,1% ab, während der Deutsche Rentenindex REXP (als Performanceindex), der die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen misst, sein Jahrestief im Oktober bei -12,4% verzeichnete. Der Phaidros Funds Balanced F verlor auf Jahressicht -15,8%. Die 3-Jahres-Performance des Fonds liegt bei +1,3% p.a. und die 5-Jahres-Performance bei +3,9% p.a. Das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 1,3 Milliarden Euro.

Grafik 1

Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS BALANCED F seit Auflage der Anteilsklasse in %



		10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2022
Phaidros Funds Balanced F (LU0996527213)	Performance (%)	*5,9	3,9	1,3	-15,8
	Volatilität (%)	*9,4	11,0	12,9	12,9

* Anteilsklasse B (aufgrund fehlender 10-Jahres-Historie bei Anteilsklasse F)



„Insgesamt hat sich die Wertentwicklung nach einem schwachen Start im Jahresverlauf deutlich verbessert. Das Portfolio des Fonds ist heute sehr viel günstiger bewertet als vor Jahresfrist, was nicht nur mit den teilweise niedrigeren Kursen zu tun hat, sondern auch mit der generell guten Gewinnentwicklung in den Unternehmen.“

Dr. Georg von Wallwitz

Lead Portfoliomanager

Das zurückliegende Jahr zerfiel in zwei Phasen. Die erste Jahreshälfte (Phase 1) war gekennzeichnet von dem Schock über die neuen Verhältnisse. Die steigenden Risikoprämien sorgten insbesondere bei den Favoriten der Vorjahre für erhebliche Verluste. Die Aktien von Technologie-Unternehmen der zweiten Reihe wurden besonders stark verkauft. Hier hat der Fonds insbesondere unter dem Wertverfall bei PayPal, Shopify, Pinterest und Teladoc gelitten. Gleichzeitig stieg die Inflation aufgrund der deutlich erhöhten Energie- und Nahrungsmittelpreise noch einmal an (nachdem sie im Vorjahr schon von den gestörten Lieferketten und der hohen Liquidität bei den Konsumenten angeheizt worden war). Das führte zu steigenden Zinsen und fallenden Kursen in allen Anleiensegmenten. Der Fonds erlitt mit einigen Nachranganleihen, insbesondere von Immobilienunternehmen, deutliche Verluste. Im Juni markierte der Fonds seinen Tiefpunkt für das Jahr.

In dieser ersten Phase reduzierte der Fonds das Gewicht der Technologie-Aktien der zweiten Reihe deutlich – wenn auch, im Nachhinein gesehen, nicht schnell und nicht deutlich genug. Auf der anderen Seite wurden Aktien von Unternehmen gekauft, die mit der Inflation gut umgehen konnten, wie etwa Linde, JP Morgan oder Walmart.

In der zweiten Jahreshälfte (Phase 2) gab es zwar in vielen Märkten noch neue Tiefststände, aber die Verhältnisse wurden ordentlicher und der Fondskurs konnte sich erholen. Der Verkaufsdruck lastete in dieser Phase auf den großen Technologie-Aktien wie Meta Platforms, Amazon, Alphabet (Google) und Apple, deren Kurse nun ebenfalls

erheblich nachgaben. Die Drohungen gegenüber Taiwan und die Null-COVID-Strategie der chinesischen Regierung sorgten in Asien für erheblich niedrigere Kurse – was im Fonds zum Verkauf der letzten China-Aktien führte, denen von AIA. Auch Anleihen notierten noch einmal niedriger und der REXP-Index erreichte am 21. Oktober seinen Tiefpunkt. Der Fonds hielt in dieser Phase über 15% Liquidität, hauptsächlich in Gold und US-Dollar.

Ab dem Ende des dritten Quartals begannen wir mit dem vorsichtigen Abbau der Liquiditätsquote. Zunächst schichteten wir einen Teil der Gold-Quote in US-Staatsanleihen um, die zu diesem Zeitpunkt mit über 4% verzinst waren. Aber auch bei Unternehmensanleihen wurden Positionen aufgebaut, wie etwa bei Zinspapieren der Credit Suisse, Abu Dhabi Ports und Upstart Holdings. Auf der Aktienseite wurden weiterhin einige hoch bewertete Unternehmen verkauft, wie etwa der Flug-

buchungs-Dienstleister Amadeus. Dafür fanden günstig bewertete Unternehmen mit hervorragendem Geschäftsmodell wie die Deutsche Post und der Chip-Hersteller Taiwan Semiconductor (TSMC) Aufnahme in den Fonds.

Insgesamt hat sich die Wertentwicklung nach einem schwachen Start im Jahresverlauf deutlich verbessert. Das Portfolio des Fonds ist heute sehr viel günstiger bewertet als vor Jahresfrist, was nicht nur mit den teilweise niedrigeren Kursen zu tun hat, sondern auch mit der generell guten Gewinnentwicklung in den Unternehmen. Positiv lässt sich abschließend auch festhalten, dass es im herausfordernden Jahr 2022 keinen Anleiheausfall im Portfolio zu verzeichnen gab.

Der Ausblick für den Phaidros Funds Balanced ist damit so gut wie seit Jahren nicht. Er vereinnahmt über seine Anleihen wieder nennenswert Zinsen und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Aktien sind niedrig. Auch wenn wir die Ereignisse (und insbesondere den Kanonendonner) des nächsten Jahres nicht vorhersagen können, haben wir dennoch allen Grund, für die nächsten drei bis fünf Jahre sehr optimistisch auf die Entwicklung des Fonds zu blicken.





PHAIDROS FUNDS

CONSERVATIVE

von:

Dr. Ernst Konrad

Lead Portfoliomanager



Auch unser defensiver Mischfonds Phaidros Funds Conservative mit einer Aktienquote von maximal 30% konnte sich der schwierigen Situation am Kapitalmarkt nicht entziehen. Aufgrund des starken Zinsanstiegs hat die breitere Diversifikation bei den Anleihen über die Beimischung von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating nicht die erhoffte reduzierende Wirkung auf die Volatilität des Fonds entfalten können. Die Wertentwicklung der Aktien, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen im Portfolio war im Jahr 2022 fast identisch. Die Gold-Position hat ihren Zweck erfüllt und einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung des Fonds geliefert. Der Phaidros Funds Conservative B hat im Jahr 2022 um -15,1% nachgegeben. Die 3-Jahres-Performance des Fonds liegt bei -0,9% p.a. und die 5-Jahres-Performance bei +0,6% p.a. Das Volumen des Fonds betrug zum Jahresende 48 Millionen Euro.

Grafik 2

Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS CONSERVATIVE B seit Auflage der Anteilsklasse in %



— Phaidros Funds Conservative B

		10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2022
Phaidros Funds Conservative B (LU0504448647)	Performance (%)	2,9	0,6	-0,9	-15,1
	Volatilität (%)	8,1	9,7	11,6	11,3



„Nach über zehn Jahren Niedrigzinspolitik führten die schnellen Zinsanhebungen zu einem schmerzhaften Anpassungsprozess am Anleihemarkt.“

Dr. Ernst Konrad
Lead Portfoliomanager

Der Jahresbeginn war noch von einer konjunkturellen Erholung geprägt, die Kapitalmärkte wurden aber bereits im Januar durch einen kräftigen Zinsanstieg durchgeschüttelt. Der russische Einmarsch in der Ukraine heizte die bereits grassierenden Inflations- und Zinsängste dann zusätzlich an. Dies erhöhte den Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) und die Federal Reserve (FED), die mit deutlich schnelleren Zinsanhebungen auf den neuen „Inflationsschock“ reagierte, als erwartet. Nach über zehn Jahren Niedrigzinspolitik führte dies zu einem schmerzhaften Anpassungsprozess am Anleihemarkt. Insbesondere in Europa trübte sich zeitgleich der wirtschaftliche Ausblick merklich ein. In der Industrie war die Unsicherheit groß, einige Unternehmen mussten die Produktion aufgrund zu hoher Energiekosten reduzieren. Erst in der zweiten Jahreshälfte stabilisierten sich die Zinsen und der Markt für Unternehmensanleihen. Die Aktienmärkte hatten im September zwar zwischenzeitlich neue Tiefststände erreicht, vor allem die europäischen Indizes konnten sich jedoch im zweiten Halbjahr, mit kräftigem Rückenwind durch die Abwertung des Euro, wieder erholen.

In Folge des Kriegsausbruchs haben wir das Portfolio defensiver aufgestellt. Auf der Aktienseite legten wir den Fokus auf Qualitätsaktien mit stabilem Geschäftsmodell – vor allem aus den Sektoren Basiskonsum sowie Industrie. Zu nennen sind hier Aktien von Walmart, McCormick, L’Oreal und Linde, die wir neu in das Portfolio aufgenommen haben. Zum Jahresende hin nahmen wir mit Salesforce und Palo Alto Networks wieder zwei bekannte Namen aus dem Technologiesektor in den Fonds auf und mit dem Chip-Hersteller Taiwan Semiconductor (TSMC) zusätzlich ein führendes Unternehmen aus der Halbleiterindustrie.

Im Anleihenbereich haben wir die Duration im Laufe des Jahres schrittweise durch die Beimischung von weiteren Anleihen aus dem hohen Investment Grade Bereich mit längerer Restlaufzeit erhöht. Hier sind Anleihen von Microsoft und Stryker zu nennen, sowie US-Staatsanleihen und Bundesanleihen. Analog zum Phaidros Funds Balanced konnten wir auch im Phaidros Funds Conservative in diesem schwierigen Jahr Anleiheausfälle vermeiden.

Einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung leisteten mit Ely Lilly und Novartis die Aktien aus dem Gesundheitswesen. Auch LVMH, Walmart und Linde trugen positiv zur Wertentwicklung bei. Am unteren Ende der Ertragsbeiträge finden sich die Aktien von Amazon, Alphabet (Google), PayPal und Meta Platforms. Die Aktien von Meta Platforms haben wir verkauft, bei Amazon und Alphabet erscheint die Bewertung nach der Korrektur nun wieder attraktiv. Auch Aktien von PayPal sind wieder im Bestand, nachdem das Unternehmen erste Erfolge bei der zu Jahresbeginn kommunizierten strategischen Neuausrichtung zu höherer Profitabilität vorweisen konnte.

Bei den Anleihen haben nur unterjährig gekaufte Titel sowie die fällig gewordenen Anleihen einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung geleistet. Negativ entwickelten sich vor allem die Nachranganleihen im Portfolio, insbesondere die Anleihen der Immobilienunternehmen. Die Sorge der Investoren vor einer Bewertungskorrektur am Immobilienmarkt in Kombination mit der schlechten Liquidität am Markt sorgten für Kursverluste. Der Zinsanstieg bedeutet einen kräftigen Gegenwind für den Immobilienmarkt. Die Mietrenditen stiegen in der Vergangenheit jedoch nicht eins zu eins mit dem Zinsniveau und in Anbetracht der bereits herrschenden Angebotsknappheit in vielen Ballungsräumen, dem Rückgang der Bautätigkeit und dem Baukostenanstieg sollte die mittelfristige Perspektive für die Immobilienpreisentwicklung nicht zu negativ beurteilt werden. Der aktuelle Bewertungsabschlag für die Schulden dieser Unternehmen erscheint uns daher überzogen. Wir sind noch in Anleihen von Unibail, Aroundtown, Citycon und SBB investiert.

Fazit: Das vergangene Jahr war schmerzhaft – die Renditeaussichten für die nächsten Jahre haben sich damit jedoch deutlich verbessert. Viele Unternehmen handeln wieder zu attraktiven Bewertungen und die über lange Jahre aufgeschobene Anpassung des Zinsniveaus ist weitgehend erfolgt. Die Anleihen im Portfolio haben teils noch kräftiges Aufholpotenzial und die laufende Portfoliorendite ist so hoch wie seit Jahren nicht mehr. Das Umfeld wird zwar auch in den nächsten Monaten noch von erhöhter Unsicherheit geprägt sein, das Fundament für eine mittelfristige Erholung ist aber gelegt.



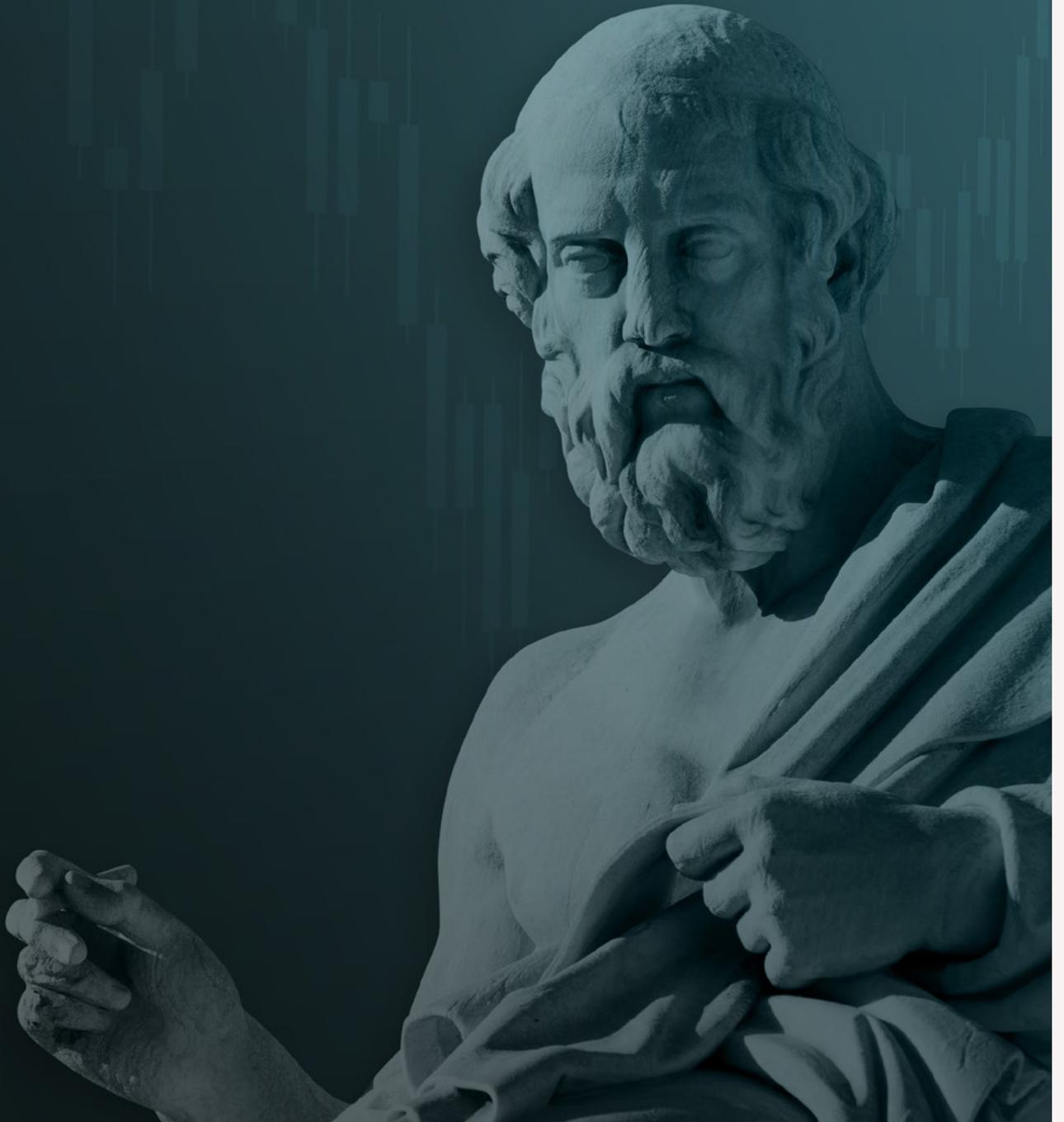


PHAIDROS FUNDS

SCHUMPETER AKTIEN

von:

Dr. Georg von Wallwitz
Lead Portfoliomanager



Als „Schwarzer Schwan“ gilt in der Investmentwelt ein Ereignis, dessen Eintreten als äußerst unwahrscheinlich eingeschätzt wird, aber für den Fall, dass es geschieht, deutlich negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte hat. Charakteristisch ist auch, dass selbst bei ersten Anzeichen für jenes Ereignis die Auswirkungen kolossal unterschätzt werden. Zu Beginn 2022 kehrten wir dem schwarzen Schwan „Pandemie“ nach zwei Jahren den Rücken zu und rechneten mit einem Erholungsjahr. Unverhofft sah sich die Börse stattdessen mit zwei weiteren Ereignissen konfrontiert: Dem rasantesten Zinssteigerungszyklus der Geschichte in den USA und dem Energiepreisschock durch den russischen Angriffskrieg, der insbesondere die Inflation in Europa auf ein zweistelliges Niveau trieb. In dem folgenden Bärenmarkt kam es zu extremen Verwerfungen zwischen den einzelnen Sektoren. So legte der STOXX Europe 600 Energy bis zum Jahresende um +24% zu, während der STOXX Europe 600 Immobilien und Einzelhandel über -40% respektive -32% tiefer notierten. Der Phaidros Funds Schumpeter Aktien E verlor in diesem volatilen Umfeld auf Jahresfrist -24,2% an Wert. Die 3-Jahres-Performance des Fonds liegt bei +2,2% pro Jahr und das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 87 Millionen Euro.

Grafik 3

Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS SCHUMPETER AKTIEN E seit Auflage der Anteilsklasse in %



		3J p.a.	2022
Phaidros Funds Schumpeter Aktien E (LU1877914561)	Performance (%)	2,2	-24,2
	Volatilität (%)	16,7	19,5

Als sich Anfang des Jahres die ersten Zinserhöhungen in den USA für den März abzeichneten (noch wenige Monate zuvor erwartete der Konsens keine Zinserhöhungen vor 2023), beobachteten wir die neue Entwicklung sehr genau, waren aber noch nicht alarmiert. Zwar war dies der Startschuss für die lang erwartete Zinswende, aber diese würde nach einhelligen Annahmen wahrscheinlich graduell und langsam verlaufen, denn schließlich erholte sich die Weltwirtschaft gerade erst von zwei Jahren Pandemie. So verkauften wir erste Positionen zinssensitiver Aktien, sogenannte „long-duration assets“ wie Outset Medical und Zendesk.



„Und so blicken wir einmal mehr verhalten optimistisch in das kommende Jahr. Und sollte sich ein schwarzer Schwan zeigen, werden wir ihn höflich aber bestimmt darauf hinweisen, dass der Teich für dieses Jahrzehnt bereits voll ist.“

Dr. Georg von Wallwitz
Lead Portfoliomanager

Gleichzeitig kauften wir aber Schwergewichte wie PayPal oder MercadoLibre nach, die sich seit den Höchstständen im Sommer 2021 im Wert etwa halbiert hatten und parallel solide Quartalszahlen berichteten. Wie sich herausstellen sollte, tätigten wir diese Käufe zu früh. Anders als bei der Krim-Annexion im Jahr 2014 wurde dieses Mal schnell deutlich, dass es sich beim Angriffskrieg Russlands um intensive und langandauernde militärische Auseinandersetzungen mit all seinen tragischen Konsequenzen handeln würde. Der Konflikt vervielfachte den bereits bestehenden Inflationsdruck durch stark steigende Rohstoff- und Energiepreise. Die Börse kippte in einen ausgewachsenen Bärenmarkt um, was auch temporäre Rallies Ende März oder der Zeitraum Juni bis August nicht nachhaltig heilen konnten. Wir beschleunigten den Portfolioumbau und tauschten schwankungsintensive Aktien wie Trade Desk, Pinterest und Meta Platforms in konservative Werte wie Walmart und Linde.

Wir wurden im Laufe des Jahres immer wieder von unseren Investoren gefragt, ob dies nun ein grundsätzlicher Strategiewechsel des Phaidros Funds Schumpeter Aktien wäre. Dem ist nicht so. An den Kern-Wachstumswerten wie Apple, Microsoft, Amazon und MercadoLibre hielten wir fest und kauften gelegentlich nach. Auch Werte wie Shopify, PayPal und Teladoc werden in der Zeit nach dem Bärenmarkt – und bis jetzt hatte jeder Bärenmarkt auch ein Ende – wieder erfreuliche Renditen erzielen.

Über den Sommer hinweg blieben die Märkte zwischen Hoffen und Bangen auf den baldigen Zenit in der Inflationsentwicklung und der damit einhergehenden Zinsentwicklung gefangen. Die im November veröffentlichten Inflationszahlen zeichnen einen leichten Rückgang der Kerninflation in den USA ab. Auch in Europa sank der Wert erstmalig, was einer Verschnaufpause für die

Börsen gleichkam. Wir nutzten die inzwischen teilweise günstigen Bewertungen und nahmen die Deutsche Post, Taiwan Semiconductor (TSMC) und Salesforce neu in den Fonds auf.

Zum Jahresende dominierten die Themen Rezession und mögliche Gewinnrückgänge im Jahr 2023. Wie stark wird die Realwirtschaft von den Zinsanstiegen in Mitleidenschaft gezogen werden? Bleibt es bei einer milden Rezession oder kommt ein „Hard Landing“? Gleichzeitig ist der Arbeitsmarkt stabil, Zinssteigerungen am Markt sind eingepreist und die Bewertungen nicht wirklich teuer.

Und so blicken wir einmal mehr verhalten optimistisch in das kommende Jahr. Und sollte sich ein schwarzer Schwan zeigen, werden wir ihn höflich aber bestimmt darauf hinweisen, dass der Teich für dieses Jahrzehnt bereits voll ist.



PHAIDROS FUNDS

FALLEN



ANGELS

von:

Andreas Fitzner

Portfoliomanager



Der Phaidros Funds Fallen Angels hat das schwierigste Kalenderjahr seit Auflage durchlebt. Die Kombination aus Zinsanstieg und Risikoaversion sorgte für starke Kursverluste bei allen Anleihearten. Die europäischen Rentenindizes für Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen verzeichneten im Jahr 2022 Verluste von über 10%. Der Phaidros Funds Fallen Angels E hat im Jahr 2022 um -16,4% nachgegeben. Die 3-Jahres-Performance des Fonds liegt bei -4,7% p.a und die 5-Jahres-Performance bei -2,1% p.a. Das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 29 Millionen Euro.

Grafik 4

Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS FALLEN ANGELS E seit Auflage der Anteilsklasse in %



		5J p.a.	3J p.a.	2022
Phaidros Funds Fallen Angels E (LU1640794902)	Performance (%)	-2,1	-4,7	-16,4
	Volatilität (%)	10,5	13,0	14,1

In Erwartung eines sanften Zinsanhebungszyklus hatte das Portfolio zu Jahresbeginn eine unterdurchschnittliche Zinsduration und war aufgrund des damals positiven Wirtschaftsausblicks weitgehend in Hochzinsanleihen investiert. Der Kriegsausbruch und anhängige erste Sanktionen betrafen dann direkt zwei russische Anleihen im Bestand (Gazprom und Credit Bank of Moscow). Beide Unternehmen erfüllten jedoch bislang ihre finanziellen Verpflichtungen im Ausland, soweit



„Vor dem Hintergrund, dass die Mietrenditen in der Vergangenheit jedoch nicht eins zu eins mit dem Zinsniveau stiegen und in Anbetracht der bereits herrschenden Angebotsknappheit in vielen Ballungsräumen, dem Rückgang der Bautätigkeit und dem Baukostenanstieg, ist die mittelfristige Perspektive für die Immobilienpreise unseres Erachtens nach nicht so negativ zu beurteilen.“

Andreas Fitzner
Portfoliomanager

dies trotz der Sanktionen rechtlich und technisch möglich war, und konnten sich so zuletzt wieder etwas von ihren großen Kursabschlägen erholen. Wir warten hierzu jeweils die weitere Entwicklung ab, bevor wir einen etwaigen Verkauf anstreben.

Auch die Anleihen der Automobilzulieferer, zu nennen an dieser Stelle ZF, Mahle, Gestamp Automocion und Faurecia, wurden durch den Kriegsausbruch stark in Mitleidenschaft gezogen. Fehlende Lieferungen aus Russland und der Ukraine sorgten für Produktionsausfälle bei deutschen Automobilkonzernen, was den Ausblick für die Zuliefererindustrie insgesamt belastet. Im zweiten Halbjahr erholten sich diese Anleihen ebenfalls, trugen jedoch über das gesamte Jahr 2022 unterdurchschnittlich zur Wertentwicklung des Fonds bei.

Den größten negativen Beitrag zur Wertentwicklung des Portfolios lieferten die Nachranganleihen. Nachranganleihen haben in der Regel keine feste Fälligkeit, sondern optionale Rückzahlungstermine. Oftmals werden Nachranganleihen von Unternehmen mit Investment Grade Rating begeben, die Kreditrisiken sind daher niedriger als bei klassischen Hochzinsanleihen. Aufgrund der Ausweitung der Risikoprämien in diesem Jahr ist eine Rückzahlung zum ersten Termin für die Emittenten aktuell ökonomisch nicht sinnvoll. Dadurch verlängert sich die erwartete Laufzeit der Anleihen, was zu stärkeren Kursverlusten geführt hat. Sobald sich die Risikoprämien wieder reduzieren, verkürzt sich die erwartete Laufzeit. Daher sehen wir bei diesen Anleihen noch gutes Erholungspotenzial für das kommende Jahr.

Wie beim Phaidros Funds Conservative waren durch den Zinsanstieg auch im Phaidros Funds Fallen Angels die Anleihen von Immobilienunternehmen besonders betroffen. Vor dem Hintergrund, dass die Mietrenditen in der Vergangenheit jedoch nicht eins zu eins mit dem Zinsniveau stiegen und in Anbetracht der bereits herrschenden Angebotsknappheit in vielen Ballungsräumen, dem Rückgang der Bautätigkeit und dem Baukostenanstieg, ist die mittelfristige Perspektive für die Immobilienpreise unseres Erachtens nach nicht so negativ zu beurteilen. Die Qualität der Immobilien ist das Entscheidende, der aktuelle Bewertungsabschlag für die Schulden dieser Unternehmen erscheint uns daher überzogen. Wir sind noch in Anleihen von Unibail, Heimstaden, Citycon und SBB investiert.

Die Anleihen im Portfolio haben teils noch kräftiges Aufholpotenzial und die laufende Portfoliorendite ist so hoch wie seit Jahren nicht mehr. Das Umfeld wird zwar auch in den nächsten Monaten noch von erhöhter Unsicherheit geprägt sein, das Fundament für eine mittelfristige Erholung ist aber gelegt.





AUSBLICK I

MAKRO- PERSPEKTIVEN

von:

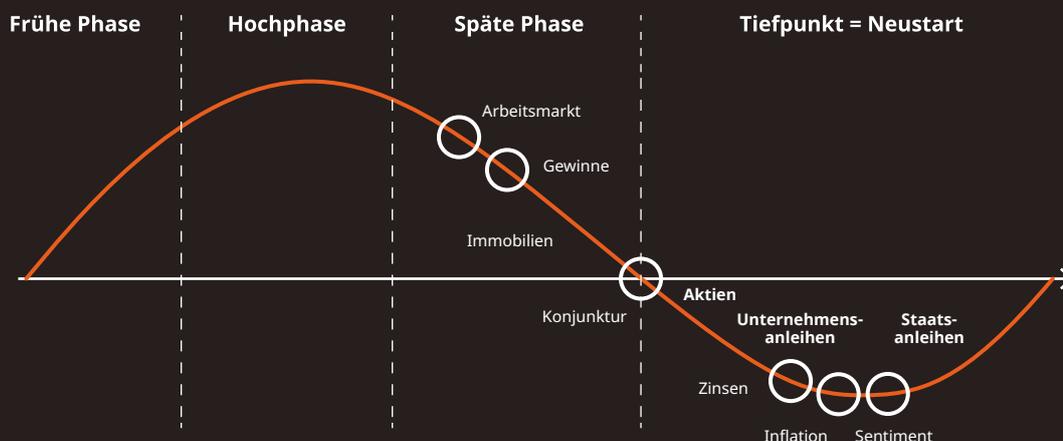
Dr. Johannes Mayr

Chefvolkswirt

Die kontrollierte Rezession

Selten waren sich Analysten so einig. Das kommende Jahr bringt eine Rezession. Argumente dafür gibt es viele. In den USA die starke Straffung der Geldpolitik. In Europa der Kaufkraftentzug durch die hohen Energiepreise und die Probleme im Außenhandel. In China die Krise am Immobilienmarkt und das COVID-Desaster. Und in den übrigen Schwellenländern die Kollateralschäden der US-Dollarstärke. All das spiegelt sich in der starken Inversion der Zinskurven. Auch wir erwarten 2023 eine konjunkturelle Schwächephase und sind für Europa skeptischer als für die USA. Die Rezession dürfte aber global relativ mild ausfallen. Denn wenn die Risiken bekannt sind, dann sind Wirtschaftssysteme in der Lage, damit umzugehen und sich – auch ohne tiefe Rezession – anzupassen. Und gerade auf der Angebotsseite hat sich die Situation bereits spürbar entspannt. Unmittelbare Zinssenkungen erwarten wir deshalb nicht. Klar ist aber auch: Dieser Pfad zum „Soft Landing“ ist schmal und die Absturzrisiken erheblich. Für Investoren lohnt eine Orientierung am Stand im Zyklus, sowohl für das Makro-Bild als auch die Asset Allokation.

Grafik 5
Orientierung am Zyklus





„ Auch wir erwarten 2023 eine konjunkturelle Schwächephase und sind für Europa skeptischer als für die USA. Die Rezession dürfte aber global relativ mild ausfallen.“

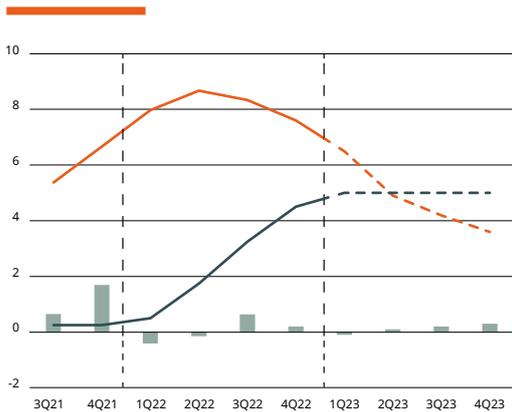
Dr. Johannes Mayr
Chefvolkswirt

Wendepunkte bei Konjunktur und Inflation, kein Absturz

Die Abschwächung der Konjunktur dürfte 2023 in den USA kontrollierter ablaufen als im Rest der Welt. Das liegt in erster Linie an den Treibern der Inflation. In den USA ist der Inflationsschub zu etwa 2/3 durch die Nachfrage getrieben, worauf die Federal Reserve (FED) direkten Zugriff hat und die Straffung der Geldpolitik relativ zielgenau steuern kann. Die Wirkung zeigt sich bereits. Die US-Konjunktur kühlt sich ab, der Inflationsgipfel ist überschritten und wir erwarten 2023 einen schrittweisen Rückgang der Teuerung in Richtung 4%. Hierzu dürfte ein Zinsniveau von etwa 5% ausreichend sein, welches die FED im Frühjahr erreichen wird. Von der Fiskalpolitik sind durch die zu erwartenden politischen Blockaden im Kongress dabei weder ernstzunehmende Impulse noch störende Bremsmanöver zu erwarten. In Europa wird die Inflation im Frühjahr 2023 dagegen noch sehr hoch bleiben und erst im weiteren Jahresverlauf sinken, dann aber deutlicher. Denn die Inflation ist zu etwa 2/3 angebotsgetrieben, weshalb die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen wohl weiter über das natürliche Niveau anheben muss, um ausreichend Abwärtsdruck auszulösen. Bei einem Leitzins von 3 bis 3,5% wird in Europa wohl aber Schluss sein. Die konjunkturellen Bremsspuren werden dennoch stärker ausfallen. Daran wird auch die expansiver ausgerichtete Fiskalpolitik nichts ändern. Denn der Multiplikator der Entlastungspakete dürfte gering ausfallen. Nachdem das

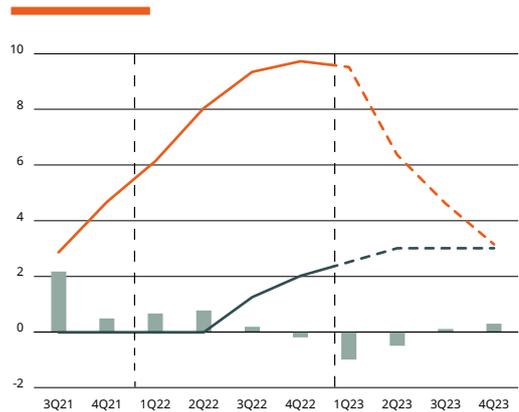
Wachstum in Europa 2022 noch deutlich höher als in den USA ausgefallen ist, wird 2023 wieder die US-Wirtschaft die Nase vorn haben.

Grafik 6
USA: FED gelingt Soft Landing



US-BIP zum Vq., Inflation zum Vj. und EZB-Einlagezins, in %, Quartalsdurchschnitte, ab Q4: Prognosen; Quelle: Bloomberg, Eyb&Wallwitz, November 2022

Grafik 7
Euro-Raum: Stärkere Bremsspuren



Euro-BIP zum Vq., Inflation zum Vj. und EZB-Einlagezins, in %, Quartalsdurchschnitte, ab Q4: Prognosen

Shifting Baselines: Vom Konsum- zum Investitionszyklus

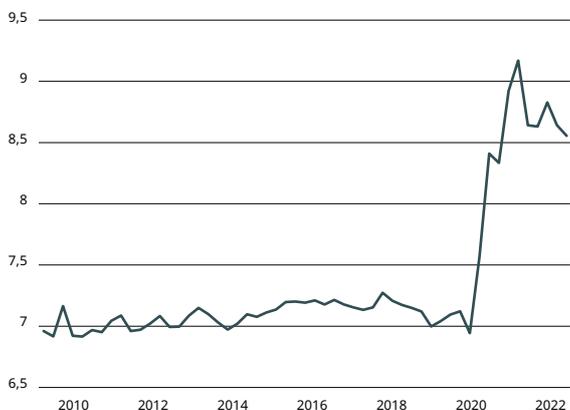
Unter der BIP-Oberfläche deuten sich für 2023 Verschiebungen an, die für Investoren wichtiger sind als die reine Wachstumszahl. Der Konsumboom der vergangenen Jahre neigt sich seinem Ende zu. Denn zentrale Treiber verlieren an Schubkraft. Die verfügbaren Einkommen werden durch die Eintrübung am Arbeitsmarkt gebremst und die Lohndynamik kann den Kaufkraftverlust durch die Inflation nicht ausgleichen. Zudem sind die für den Konsum besonders relevanten Finanzvermögen bereits um rund 30% geschmolzen und eine ähnliche Entwicklung ist für die Sachvermögen zu erwarten. Die COVID-Überschussersparnis ist zu einem großen Teil aufgebraucht. Und die gestiegenen Zinsen werden die Kreditfinanzierung schrittweise dämpfen. Die Konsumlust hat bereits nachgelassen, vor allem im Bereich dauerhafter Konsumgüter. Denn hier haben die Haushalte während der Pandemie übermäßig stark zugegriffen und werden bei geringeren finanziellen Spielräumen weiterhin den Rotstift ansetzen. Dienstleistungen und Basismaterialien werden davon weniger betroffen sein. Der Shift von Gütern zu Dienstleistungen wird sich also fortsetzen. Dies gilt für die USA in besonderem Maße, wird sich aber auch in anderen Regionen zeigen.

„Unter der BIP-Oberfläche deuten sich für 2023 Verschiebungen an, die für Investoren wichtiger sind als die reine Wachstumszahl. Der Konsumboom der vergangenen Jahre neigt sich seinem Ende zu.“

Dr. Johannes Mayr

Grafik 8

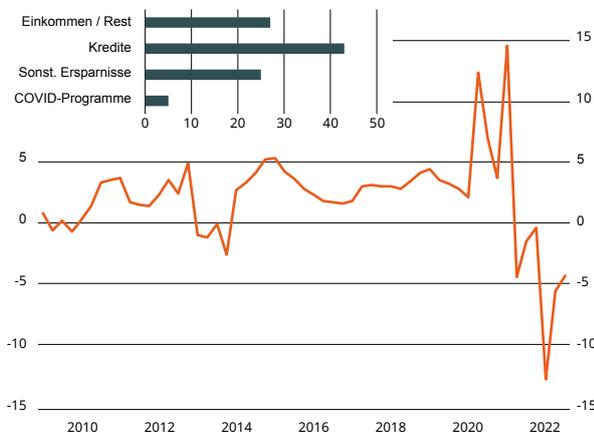
Zuviel des Guten – Konsumblase wird Luft verlieren



Private Konsumausgaben für Dauerhafte Güter in den USA, Anteil am BIP in %
Quelle: Refinitiv, Eyb&Wallwitz, November 2022

Grafik 9

Auch da Haushalten schrittweise das Pulver ausgeht



Verfügbares Einkommen in den USA, real, Veränderungen zum Vorjahr in % und Anteil der Mittelherkunft für Konsumausgaben in %

Und auch auf der Investitionsseite verschieben sich die Treiber. Die Korrektur am Immobilienmarkt – vor allem im privaten Wohnungsbau – wird sich im Zuge des Zinsanstiegs fortsetzen. Ausrüstungsinvestitionen gewinnen dagegen an Bedeutung. Denn die Auslastung bleibt hoch. Gleichzeitig ist der Kapitalstock in vielen Bereichen veraltet und die gestiegenen Lohnkosten und die Aussicht auf anhaltende Knappheiten von Arbeitskräften erhöhen die Opportunitätskosten und damit den Anreiz für die Unternehmen. Der Zinsanstieg wird die Investitionspläne dabei kaum

„ Von einem neuen Investitionszyklus werden Geschäftsmodelle aus den Megatrends Dekarbonisierung und Digitalisierung sowie Infrastruktur also besonders profitieren.“

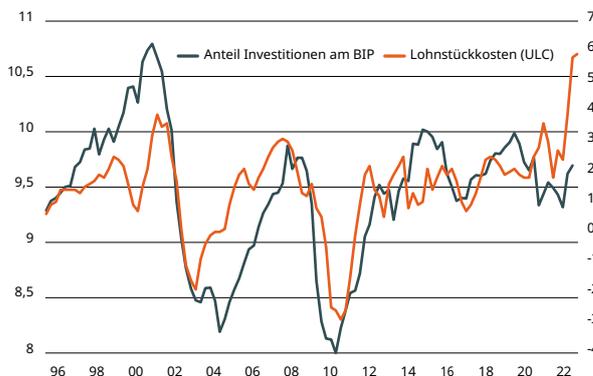
Dr. Johannes Mayr

ausbremsen. Denn die Unternehmen haben ausreichend Polster aus der COVID-Zeit, der Ersparnisüberhang lag 2022 bei etwa 1% am BIP beziehungsweise rund 10% der aktuellen Ausrüstungsinvestitionen. Und schließlich stellt in vielen Bereichen die öffentliche Hand Co-Finanzierungen und Investitionsanreize bereit, in den USA beispielsweise allein 400 Milliarden US-Dollar im Rahmen des sogenannten „Inflation Reduction Act“ zum Umbau der US-Volkswirtschaft in Richtung Klimaneutralität. Im Fokus stehen dabei die Energieinfrastruktur sowie das Re-Shoring von Produktion kritischer (Vor-)Produkte etwa im Bereich der Halbleiter- und Batterieproduktion. Von einem neuen Investitionszyklus werden Geschäftsmodelle aus den Megatrends Dekarbonisierung und Digitalisierung sowie Infrastruktur also besonders profitieren. Die

Volatilität der Konjunktur wird durch den Zykluswechsel von Konsum zu Investitionen zwar steigen. Und eine überbordende Skepsis der Unternehmen kann den Investitionsschub kurzfristig unterbrechen. Mittelfristig wirkt die Verschiebung aber positiv auf das Wachstumspotenzial, da die Produktivität – die zuletzt deutlich abgesackt ist – einen neuen Schub erhalten sollte.

Grafik 10

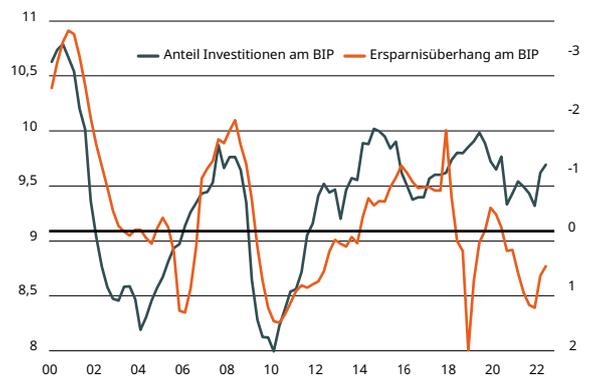
Hohe Lohnkosten bringen starken Anreiz für Investitionen



US-Ausrüstungsinvestitionen, Anteil am BIP in % (IS) und Lohnstückkosten (ULC). Veränderungen zum Vorjahr in % (rS); Quelle: Refinitiv, Eyb&Wallwitz, November 2022

Grafik 11

Und Ersparnisüberhang bietet Spielraum



US-Ausrüstungsinvestitionen, Anteil am BIP in % (IS) und Differenz von Ersparnis und Ausrüstungsinvestitionen relativ zum BIP in % (rS)

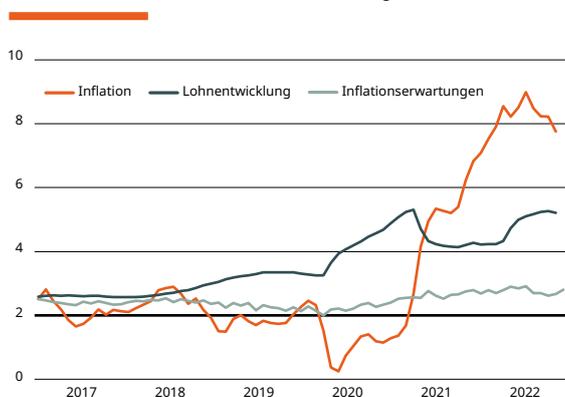
Relevante Risiken in der Geld- und Fiskalpolitik, in China und am Immobilienmarkt

Die Liste der Risiken für unser Szenario eines „Soft Landings“ und eines Zykluswechsels von Konsum zu Investitionen ist naturgemäß lang. Historisch enden wirtschaftspolitische Bremsmanöver meist in einer Rezession. Das größte Risiko liegt eindeutig in einem Wiederaufflammen der Inflationssorgen, was zuerst den Kurs der Notenbanken und die Finanzmärkte und dann die Konjunktur hart treffen würde. Ein kritischer Punkt wartet in der zweiten Jahreshälfte. Denn dann dürften sich die Inflationsraten in den USA auf niedrigerem Niveau stabilisieren, aber eben doch deutlich über dem 2% Ziel der FED liegen. Die „letzten Meter“ des Weges könnten dann un-

gleich anspruchsvoller werden. Denn um wieder auf das alte Inflationsziel zu gelangen, könnte die FED gezwungen sein, die Anker der Inflation anzugehen, und vor allem die von der Auslastung am Arbeitsmarkt dominierte Lohndynamik und die Inflationserwartungen der Haushalte weiter zu drücken. Das würde wohl eine neue Runde von Straffungsschritten notwendig machen, was dann doch in einer tieferen Rezession münden könnten. Wir gehen aber davon aus, dass dies nicht notwendig sein wird, beziehungsweise dass die FED ihre Reaktionsfunktion anpassen, temporär eine Inflation im Bereich von 3 bis 4% akzeptieren und ihre Mission als erfüllt bewerten wird. Auf globaler Ebene stellt die simultane quantitative Straffung der großen Notenbanken ein weiteres Risiko dar. Ein etwaiger stärkerer Abbau der Notenbankbilanzen und damit der Liquidität könnte die Finanzierungskonditionen deutlich stärker als unterstellt unter Aufwärtsdruck setzen und am Finanzmarkt erhebliche Spuren hinterlassen. Wie es die englische Regierung kürzlich gezeigt hat, können Fehler der Fiskalpolitik leicht als Brandbeschleuniger wirken.

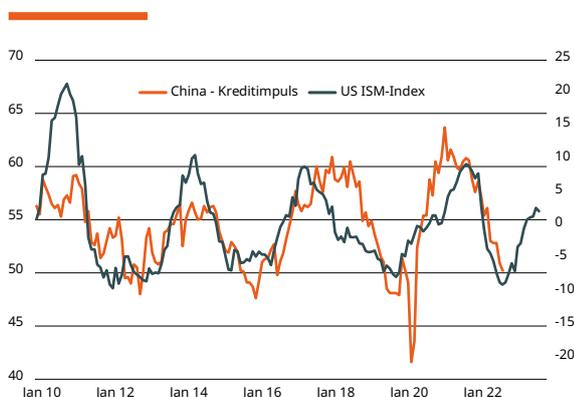
Auch die Entwicklung in China stellt ein zentrales Prognoserisiko dar. Wir unterstellen, dass die Regierung die COVID-Restriktionen wie bereits eingeleitet schrittweise lockern und so eine ernstzunehmende politische Krise eindämmen wird. Auch erwarten wir weitere moderate Lockerungen von Geld- und Fiskalpolitik, welche den Kreditimpuls und damit die chinesische Konjunktur wieder etwas anschieben sollten. Ein Scheitern der Administration in diesen Bereichen hat das Potenzial, die globale Wirtschaft in eine tiefe Rezession zu stürzen. Gleiches gilt für eine starke Abwärtsdynamik am Immobilienmarkt. Zwar scheint die fundamentale Lage vor allem in den USA stabiler als 2007. Angesichts der Dominanz des Immobilienmarktes für Wirtschaft und Gesellschaft und der ungewöhnlich langen Niedrigzinsphase sind krisenhafte Zuspitzungen im Zuge der laufenden Trendwende aber nicht ausgeschlossen. Das gilt für China, die USA und Europa in ähnlicher Weise. Ein relevantes Aufwärtsrisiko für unser Bild liegt dagegen in einem Zwischenspur der Konjunktur in Europa, da ein Teil der COVID Re-Opening Rally noch in der Pipeline steckt und vor allem im Fall deutlich sinkender Energiepreise zur Entfaltung kommen könnte. Gleiches gilt für das Re-Opening in China, vor allem im Fall der Zulassung eines westlichen Impfstoffs. Der chinesische Kreditimpuls wird einmal mehr ein zentraler Kompass für die globale Konjunktur sein.

Grafik 12
Abwärtsrisiko: Inflationsanker bleiben hartnäckig zu hoch



US-Verbraucherpreise, Arbeitskosten und Inflationserwartungen, in % zum Vorjahr
Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2022

Grafik 13
Aufwärtsrisiko: China schiebt stärker an



Chinesischer Kreditimpuls, Veränderung zum Vj. in % (rS) und ISM-Index für die US-Industrie (IS)



AUSBLICK II

DIE ASSET ALLOKATION

von:

Dr. Ernst Konrad

Lead Portfoliomanager

Von Investment Grade Anleihen über High Yield zu Aktien

Nachdem im Jahr 2022 fast jede Assetklasse mit Verlusten abschnitt, besteht für das Jahr 2023 begründete Hoffnung auf eine Erholung. Wenngleich wir an den Finanzmärkten keinen V-förmigen Raketenstart, sondern vielmehr den Beginn einer langsamen, aber dafür nachhaltigen Erholung sehen dürften, bieten im ersten Schritt Anleihen mit guter Bonität bereits wieder attraktive Chance-Risiko-Verhältnisse.

Trotz der zuvor beschriebenen Divergenz des makroökonomischen Ausblicks zwischen den USA und Europa gilt für das Jahr 2023 die zyklische Allokations-Reihenfolge in beiden Wirtschaftsräumen: Investment Grade Anleihen vor Hochzinsanleihen vor Aktien.



„Wenngleich wir an den Finanzmärkten keinen V-förmigen Raketentart sehen dürften, bieten im ersten Schritt Anleihen mit guter Bonität bereits wieder attraktive Chance-Risiko-Verhältnisse.“

Dr. Ernst Konrad
Lead Portfoliomanager

1. Notwendige Bedingung Investment Grade Anleihen: FED-Pivot

Für das kommende Jahr gibt es einige Argumente, weshalb Anleihen von bonitätsstarken Emittenten als Portfoliostabilisierung und Einkommensquelle in einem Mischportfolio wieder sinnvoll erscheinen. Denn die notwendige Bedingung für eine Stabilisierung der Kurse ist mit dem Näherrücken des Zinsgipfels wohl fast erfüllt.

Die Inflation in den USA ist im Zyklus bereits am weitesten fortgeschritten und hat ein Plateau erreicht. „Peak Hawkishness“ der Federal Reserve (FED) ist bereits in Sichtweite, weshalb sich die Stabilisierung der Kurse von US-Staatsanleihen, vor allem mit längeren Laufzeiten, fortsetzen dürfte. Die Inversion der Zinsstruktur wird damit jedoch anhalten. Auch wenn die Realrenditen noch eine Zeit lang niedrig bleiben werden, stellen sowohl aus Diversifikationsgesichtspunkten als Absicherung gegen ein „Hard Landing“-Szenario als auch aus Renditegesichtspunkten (langlaufende) US-Staatsanleihen eine attraktive Portfolio-Beimischung dar.

Für Europa ergibt sich aufgrund des späteren Makro-Zyklus ein verzögertes Bild. Da die Inflationsdynamik aufgrund der exogenen Ursache und dem Entgegenwirken der Fiskalpolitik noch bis in das Frühjahr 2023 sehr hoch bleiben dürfte, führen die damit weiter einhergehenden Straffungsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) zunächst zu weiteren Renditeanstiegen.

Das größte Risiko für Anleihen bleibt eine erneut notwendige Straffung der Geldpolitik im zweiten Halbjahr, sollten die Anker der Inflation für eine Rückkehr zum 2%-Inflationsziel angegangen werden müssen. Die zu erwartende Abwertung des US-Dollars ist als Euro-Investor ein weiteres nicht zu vernachlässigendes Abwärtsrisiko bei Investitionen in US-Anleihen. Ein noch schwer abzuschätzendes Risiko stellen die Implikationen der quantitativen Straffung (Quantitative Tightening – „QT“) der Notenbanken auf die Finanzmärkte sowohl in den USA als auch Europa dar. Aufgrund fehlender historischer Präzedenzfälle ist bislang auch unklar, wer die Anleihen kaufen wird, sobald sich die Zentralbanken zurückziehen oder sogar selbst als Verkäufer am Markt auftreten. Erstmals könnten wieder Liquiditätsengpässe zu Stresssituationen auf den Rentenmärkten führen. Auch hier schätzen wir das Risiko für Europa als größer ein.

2. Notwendige Bedingung Unternehmensanleihen: Soft Landing

Für eine Stabilisierung der Kreditrisikoprämien muss ein „Soft Landing“ der Wirtschaftsleistung trotz restriktiver Geldpolitik der Zentralbanken als weitere notwendige Bedingung für die Finanzmärkte gelingen. Sobald dies in Aussicht ist, kommt es zu einer Abnahme der Risikoprämien bei Unternehmensanleihen. Obwohl das Risiko

einer Energierationierung im Euro-Raum schwindet und sogenannte Tail-Risiken abnehmen, wird eine mittlere Rezession in Europa Emittenten mit schwächeren Bilanzen unter Druck setzen und zu einem Anstieg der Zahlungsausfälle führen. Ein moderater Anstieg der Ausfallraten ist in den aktuellen Bewertungen bereits eingepreist. Aktuell favorisieren wir aus diesen Gründen noch Durationsrisiken gegenüber Kreditrisiken. Wenn die konjunkturellen Abwärtsrisiken in den nächsten Monaten weiter abnehmen, werden auch Hochzinsanleihen wieder gefragt sein.

3. Notwendige Bedingung Aktien: Bewertungsausdehnung und Gewinnaussichten

Wir gehen davon aus, dass die Märkte in den nächsten Monaten volatil bleiben werden. Ein neuer Aktienzyklus wird erst dann beginnen, wenn als weitere notwendige Bedingung neben der „Peak Hawkishness“ der FED und einem „Soft Landing“ auch attraktive Bewertungsniveaus und lohnende Gewinnaussichten für das Jahr 2024 erreicht sind.

Die Aktienrisikoprämie zeigt die relative Attraktivität von Aktien gegenüber Staatsanleihen innerhalb eines Landes. Eine Aktienrisikoprämie über dem historischen Durchschnitt impliziert demnach eine Präferenz von Aktien gegenüber Staatsanleihen. In den USA liegt die Aktienrisikoprämie unter dem langfristigen Durchschnitt, weshalb wir im aktuellen volatilen Marktumfeld Staatsanleihen und Anleihen von bonitätsstarken Emittenten relativ betrachtet günstiger als Aktien ansehen. Europäische Unternehmen sind in der Regel dividendenfreudiger als amerikanische Unternehmen. Zudem sind die Staatsanleihen-Renditen deutlich geringer als in den USA. Dies führt zu einer historisch höheren Aktienrisikoprämie. Gemäß unserer Argumentation im Ausblick Makroperspektiven zeigt die nachfolgende Grafik, dass die Kurse von Staatsanleihen in Europa vorerst weiter nachgeben müssen, damit diese relativ betrachtet günstig sind. Jedoch sind wir bei Euro-Aktien aufgrund unseres makroökonomischen Bildes noch zurückhaltend. Eine Konvergenz in Richtung historischem Durchschnitt erfolgt vor allem in Europa durch weitere negative Gewinnrevisionen. Die Tendenz zugunsten von Staatsanleihen hat in diesem Jahr jedoch erstmals wieder eine Dynamik angenommen, welche wir auch für 2023 erwarten.

„ In den USA liegt die Aktienrisikoprämie unter dem langfristigen Durchschnitt, weshalb wir im aktuellen volatilen Marktumfeld Staatsanleihen und Anleihen von bonitätsstarken Emittenten relativ betrachtet günstiger als Aktien ansehen. “

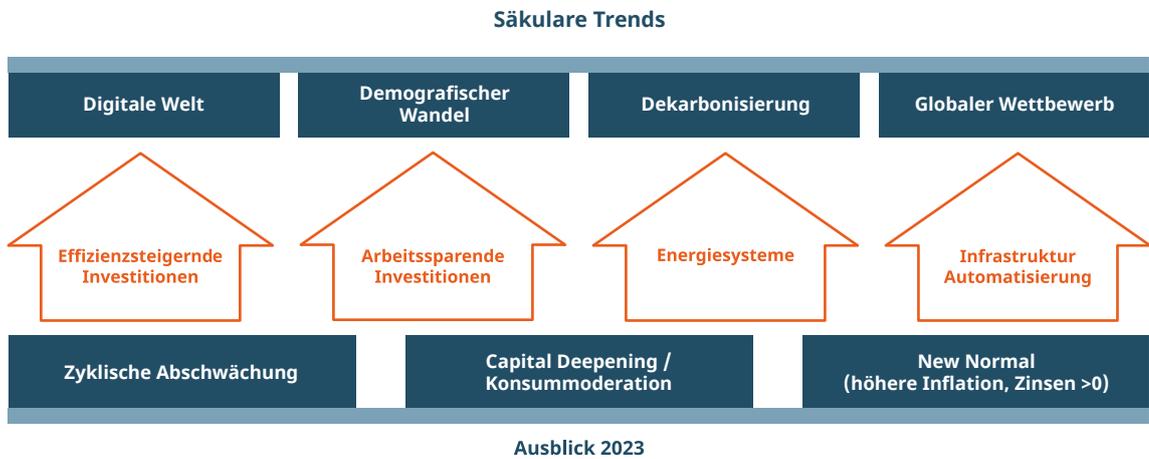
Dr. Ernst Konrad

Grafik 14
Aktien Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen



Während das makroökonomische Umfeld und die Bewertungsrückgänge aus dem Jahr 2022 eine taktische Rotation zurück in Richtung Wachstumsaktien begünstigen, sind vor allem die längerfristigen Aussichten für Qualitätsaktien ermutigend. Ein gewisser Grad an Kapitalknappheit wird bei Investoren wahrscheinlich auch im Jahr 2023 ein Thema bleiben, sodass Aktien mit einer gesunden Free Cash Flow Rendite gefragt sein werden. Zudem wird der Shift vom Konsum- in den Investitionszyklus der Unternehmen neben effizienzsteigernden Technologieunternehmen auch Aktien aus den Bereichen Infrastruktur, Netzausbau und „Smart Energy“ stärkeren Rückenwind geben.

Grafik 15
Auswirkung auf die strategische Allokation



Nachdem in den USA Wachstumsaktien 2022 die schlechteste relative Performance seit 2000 erzielt haben, sollten diese aufgrund der sinkenden Inflation und niedrigeren Anleiherenditen zu einer taktischen, jedoch weniger strukturellen Erholung führen. Da die Renditen aber nur mäßig fallen werden, bevorzugen wir generell einen GARP-Ansatz (Growth At a Reasonable Price), also preiswerte Aktien mit nachhaltigem Wachstumspotential gegenüber Aktien mit sehr langer Duration. Hier erscheinen Unternehmen aus dem Bereich Medizintechnik, Automatisierungssoftware oder der Halbleiterindustrie interessant. Doch nicht nur Technologie-Aktien profitieren vom Shift vom Konsum- in den Investitionszyklus. Wir bleiben auch bei Luxusgütern positiv gestimmt, da diese wachstumsorientiert und in den Schwellenländern engagiert sind, welche aufgrund der Öffnung Chinas im ersten Halbjahr 2023 und dem abwertenden US-Dollar Rückenwind bekommen sollten.

Der ISM-Einkaufsmanagerindex kann als Indikator für das erwartete Gewinnwachstum in den USA herangezogen werden. Nachfolgend zeigt sich exemplarisch für den S&P 500, dass bereits ein Gewinnrückgang eingepreist wurde, jedoch weiteres Korrekturpotential besteht.

Grafik 16
ISM-Einkaufsmanagerindex zu Gewinnwachstum



Unterstellt man ein klassisches Dividend-Discount Modell (Gordon Growth-Modell), so zeigt sich dies auch numerisch für den S&P 500.

Die EPS (Earnings per Share) im Jahr 2022 in Höhe von 220 implizieren somit einen eingepreisten Gewinnrückgang 2023 von circa 12%. Dies liegt leicht unter dem Gewinn im Jahr 2021 und erscheint vor dem Hintergrund eines Soft Landing Szenarios plausibel. Fällt die US-Wirtschaft in eine leichte Rezession, so müssen jedoch auch hier noch negative Revisionen vorgenommen werden.

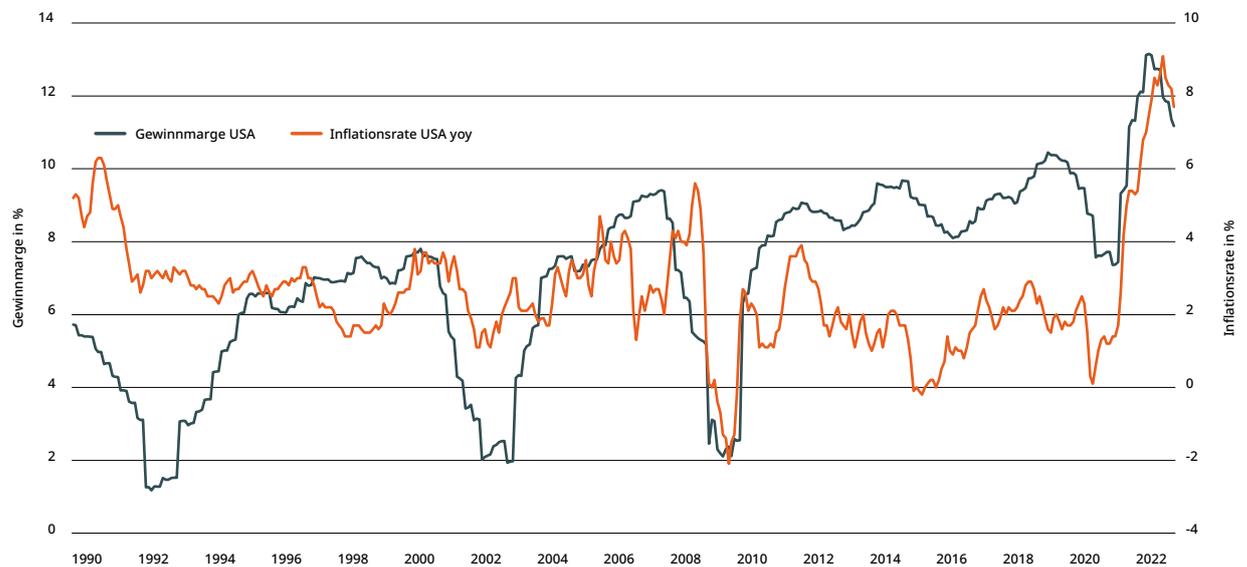
$$\begin{aligned}
 \text{Preis}_t &= \frac{(\text{Ausschüttungsquote} * \text{EPS}_{t+1})}{(10y \text{ Bond} + \text{Risikoprämie} - \text{LT EPS Wachstum})} \\
 \Leftrightarrow 3960 &= \frac{0,41 * \text{EPS}_{t+1}}{0,035 + 0,04 - 0,055} \\
 \Leftrightarrow \text{EPS nächstes Jahr} &= 193
 \end{aligned}$$

Historisch zeigt sich, dass Aktien in der Regel vor den Gewinnrevisionen ihren Tiefpunkt erreichen. Aktuell erscheinen uns die konsensualen EPS-Prognosen vor allem in Europa noch zu optimistisch, weshalb wir weiteres Korrekturpotential für die Zukunft sehen.

Aufgrund dieses noch nicht beendeten EPS-Herabstufungszyklus erscheint eine nachhaltige Erholung von Aktien erst im zweiten Halbjahr begründet. Zurückhaltend bleiben wir deshalb weiterhin bei klassischen Zyklikern (vor allem in Europa) und präferieren einkommensstarke Monopolisten mit entsprechendem stabilen Wachstum. Ein Rückgang der Inflation bedingt zudem eine Senkung der seit Pandemiebeginn stark zunehmenden Gewinnmargen der Unternehmen. Diese ist sowohl durch die starke Konsumnachfrage als auch das beschränkte Angebot (zum Beispiel durch Lieferengpässe) in Verbindung mit einer generell starken Preissetzungsmacht seitens der Unternehmen zu erklären. Eine Spreizung der Margen innerhalb von Geschäftsmodellen und Branchen wird im Jahr 2023 eintreten. Vor allem bei lohnkostenintensiven Geschäftsmodellen ist mit sinkenden Margen zu rechnen, da Lohnkosten nicht so rasch nachlassen wie der Preisdruck.

Grafik 17

Gewinnmarge zu Inflationsrate (in den USA)



Im Jahr 2023 kommt der rechtzeitigen Identifikation von Megatrends und dem damit einhergehenden Wachstum eine besondere Rolle zu. In den vergangenen Jahren konnten dank des Bullenmarktes in Verbindung mit einem Niedrigzinsumfeld Investoren in nahezu allen Segmenten positive Aktienrenditen erwirtschaften. Die jährlichen Durchschnittsrenditen auf Indexebene über die letzten zehn Jahre betragen circa 8% in Europa und 13% in den USA. In einem Übergangsjahr wie 2023, in welchem ein rezessives Konjunkturmilieu und eine weiterhin restriktive Geldpolitik herrscht, müssen Investoren ihre Renditeerwartungen nach unten anpassen. Nachdem aufgrund des Zinsanstiegs im kurzfristigen Investment Grade Segment in den USA Renditen von 5% realisierbar sind, ist eine dezidierte Aktienauswahl in Verbindung mit Megatrends unabdingbar, um auch perspektivisch das Wachstum und die Aktienrenditen der letzten Jahre zu erwirtschaften.

„ Nachdem aufgrund des Zinsanstiegs im kurzfristigen Investment Grade Segment in den USA Renditen von 5% realisierbar sind, ist eine dezidierte Aktienauswahl in Verbindung mit Megatrends unabdingbar, um auch perspektivisch das Wachstum und die Aktienrenditen der letzten Jahre zu erwirtschaften. “

Dr. Ernst Konrad

Diversifikationsgedanken

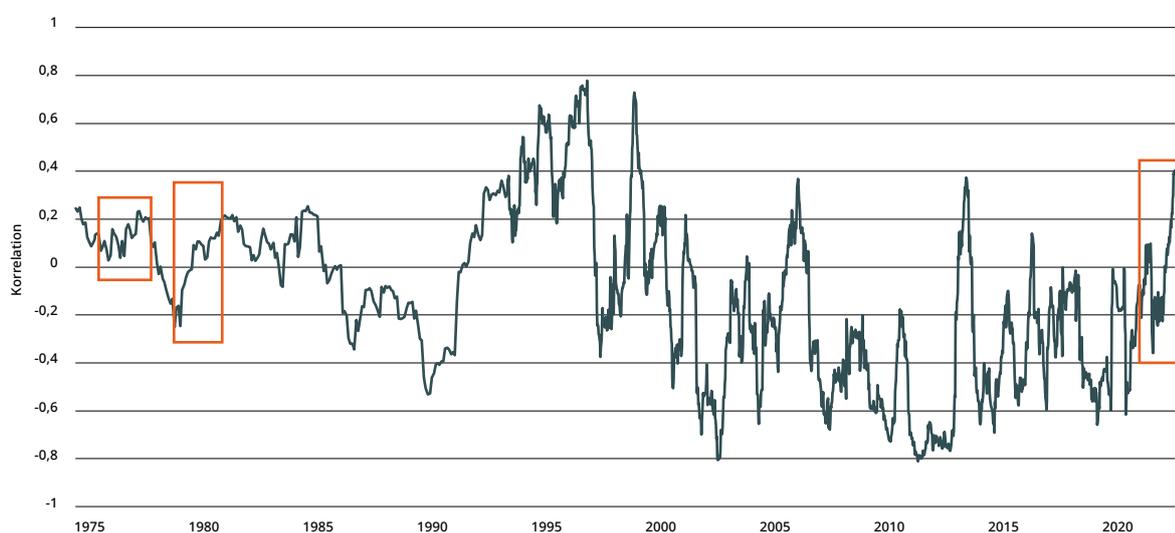
Das größte Risiko für Aktien und Anleihen bleibt im Jahr 2023 ein erneutes Aufflammen der Inflation und die damit einhergehenden Kursverluste durch weitere Zinsanhebungen seitens der Zentralbanken. In diesem Szenario würden wir Staatsanleihen durch inflationsgeschützte Staatsanleihen (sogenannte TIPS) ersetzen und Gold als reales Asset und sicherer Hafen aufstocken.

Rohstoffe, insbesondere Gold, erachten wir aufgrund der Attraktivität anderer Assetklassen unter unserem Basisszenario jedoch als zunehmend verzichtbar. Aufgrund der gestiegenen Anleiherenditen sind zukünftig höhere Opportunitätskosten zu berücksichtigen.

Neben der negativen Performance von Rentenpapieren erschwerte im Jahr 2022 auch die positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen und die dadurch fehlende Diversifikationseigenschaft die Berechtigung von Anleihenpositionen in einem Mischportfolio. Eine restriktive Geldpolitik mit sehr steilen Zinsanhebungszyklen, wie durch den damaligen Zentralbankvorsitzenden Paul Volcker in den 1970ern beziehungsweise 1980ern oder auch im Jahr 2022 durch Jerome Paul hervorgerufen, bewirkt neben steigenden Renditen und somit fallenden Anleihenkursen auch die Zunahme der Rezessionswahrscheinlichkeit und somit fallende Aktienkurse. Deshalb lässt sich gerade in Zeiten aggressiver restriktiver Geldpolitik eine Zunahme der Korrelation dieser beiden Assetklassen feststellen.

Grafik 18

Korrelation S&P 500 und US-Staatsanleihen



Wir gehen jedoch aufgrund unseres zuvor skizzierten Basisszenarios davon aus, dass die Korrelation zwischen Aktien und (Investment Grade) Anleihen im Jahr 2023 zurückgehen wird und somit die Diversifikationseigenschaften innerhalb eines Mischportfolios wieder gegeben sind.

Conclusio

Das Timing von Wendepunkten in Marktzyklen ist schwierig oder gar unmöglich vorauszusehen. Die Aussichten auf 2023 sind am Finanzmarkt allerdings besser als die Entwicklung 2022, da die Zinswende als größte Herausforderung für den Markt zumindest zu einem großen Teil eskomptiert ist.

Aktie

Die Aktie ist ein Wertpapier, das den Anteil an einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien verbrieft.

Anleihe

Eine Anleihe ist ein zinstragendes Wertpapier, das dem Gläubiger das Recht auf Rückzahlung sowie auf Zahlung vereinbarter Zinsen einräumt.

Duration

Die Duration ist eine Sensitivitätskennzahl, die die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage in einem festverzinslichen Wertpapier bezeichnet.

FED

Das Federal Reserve System, oft auch Federal Reserve oder kurz FED genannt, ist das Zentralbank-System und die US-Notenbank der Vereinigten Staaten von Amerika.

GARP

GARP (Growth at A Reasonable Price) ist eine Investmentstrategie, die Elemente aus Growth und Value Investing vereint.

Investment Grade

Unter dem Begriff „Investment Grade“ werden Anleihen mit guter bis sehr guter Bonität zusammengefasst.

Mischfonds

Ein Mischfonds ist ein Investmentfonds, der in mehrere Anlageklassen wie Aktien, Rentenpapiere, Geldmarkttitel, Rohstoffe, Edelmetalle und Liquidität gleichzeitig anlegen kann.

Nachrangianleihe

Nachrangige Anleihen werden meist von Banken angeboten. Nachrangig bedeutet, dass bei einem Zahlungsausfall des Emittenten alle anderen Verbindlichkeiten der Bank zuerst befriedigt werden, bevor die Anleiheneigner ihr Geld bekommen.

Rally

Mit einer Rally (Mehrzahl Rallies) wird oftmals das kurzfristige Ausbrechen von Kursen nach oben bezeichnet.

REX

Der Deutsche Rentenindex ist ein Index, der die Wertentwicklung deutscher Staatsanleihen misst. Er wird von der Deutschen Börse als Kursindex (REX) und als Performanceindex (REXP) ermittelt.

Schwarzer Schwan

Als einen schwarzen Schwan bezeichnet man oftmals ein Ereignis, das als völlig unwahrscheinlich gilt, gänzlich überraschend eintritt und (fast) alle erstaunt.

Spread

Als Spread ist im Finanzwesen die Differenz zwischen zwei Zinssätzen, nämlich einem risikobehafteten und einem risikofreien Referenzzinssatz gleicher Laufzeit gemeint.

S&P 500

Der S&P 500 (Standard & Poor's 500) ist ein Aktienindex, der die Aktien von 500 der größten börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen umfasst.

Zinssensitivität

Zinssensitivität ist eine Maßzahl, die angibt, wie stark der Barwert eines Finanzinstruments auf Änderungen der Marktzinsen reagiert.

Fondsberichte

S. 9

Grafik 1: Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS
BALANCED F seit Auflage der Anteilsklasse in %

S. 13

Grafik 2: Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS
CONSERVATIVE B seit Auflage der Anteilsklasse in %

S. 17

Grafik 3: Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS
SCHUMPETER AKTIEN E seit Auflage der
Anteilsklasse in %

S. 21

Grafik 4: Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS
FALLEN ANGELS E seit Auflage der Anteilsklasse in %

Ausblick I: Makroperspektiven

S. 25

Grafik 5: Orientierung im Zyklus

S. 26

Grafik 6: USA: FED gelingt Soft Landing

Grafik 7: Euro-Raum: Stärkere Brems Spuren

S. 27

Grafik 8: Zuviel des Guten: Konsumblase wird
Luft verlieren

Grafik 9: Auch da Haushalten schrittweise das
Pulver ausgeht

S. 28

Grafik 10: Hohe Lohnkosten bringen starken Anreiz
für Investitionen

Grafik 11: Und Ersparnisüberhang bietet Spielraum

S. 29

Grafik 12: Abwärtsrisiko: Inflationsanker bleiben
hartnäckig zu hoch

Grafik 13: Aufwärtsrisiko: China schiebt stärker an

Ausblick II: Die Asset Allokation

S. 33

Grafik 14: Aktien Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen

S. 34

Grafik 15: Auswirkung auf die strategische Allokation

S. 35

Grafik 16: ISM-Einkaufsmanagerindex zu Gewinnwachstum

S. 36

Grafik 17: Gewinnmarge zu Inflationsrate (in den USA)

S. 37

Grafik 18: Korrelation S&P 500 und US-Staatsanleihen



Wichtige Hinweise

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Information zur Werbung für ein Produkt (Werbemitteilung) der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH („Eyb & Wallwitz“) und es darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch veröffentlicht werden. Eyb & Wallwitz ist ein unabhängiger Vermögensverwalter mit Sitz in 80539 München, Maximilianstr. 21. Die Firma ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Nummer HRB 156170 eingetragen und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht beaufsichtigt.

Die Werbemitteilung stellt keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar und ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Für individuelle Beratungsgespräche wenden Sie sich bitte an den Berater Ihres Vertrauens, der prüfen kann, ob dieses Produkt zu Ihrer individuellen Anlagestrategie passt. Sie sollten eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage des Kaufvertrages treffen, dem die vollständigen Bedingungen zu entnehmen sind. Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Werbemitteilung. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Bei den Angaben handelt es sich um Vergangenheitsdaten, die keinen Indikator für zukünftige Entwicklungen darstellen.

Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Maximilianstr. 21
80539 München
Telefon: +49 (0) 89 / 25 54 66 - 0
E-Mail: info@eybwallwitz.de

Kettenhofweg 25
60325 Frankfurt am Main
Telefon: +49 (0) 69 / 27 31 148 - 00
E-Mail: sales@eybwallwitz.de

Unser Investmentteam

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Geschäftsführender Gesellschafter
Lead Portfoliomanager

Dr. Ernst Konrad
Geschäftsführender Gesellschafter
Lead Portfoliomanager

Andreas Zöllner
Portfoliomanager

Andreas Fitzner
Portfoliomanager

Ingo Koczvara, CFA
Portfoliomanager

Dr. Kristina Bambach, CFA
Portfoliomanagerin

Dr. Johannes Mayr
Chefvolkswirt

© 2023
Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Geschäftsführung:
Dr. Georg von Wallwitz
Dr. Ernst Konrad
Olivier Kuetgens
Felix von Hardenberg

Unsere Kanäle für eine offene Kommunikation:



Webseite



LinkedIn



XING



www.eybwallwitz.de