



# INVESTMENTBERICHT 2023 / 2024

## Liebe Kunden und Geschäftspartner,

entgegen der Hoffnung vieler war 2023 politisch und gesellschaftlich erneut sehr aufgeregt und turbulent. Zuletzt hat der Krieg im Nahen Osten die Weltgemeinschaft aufgerüttelt. Einmal mehr hat sich aber gezeigt, dass das Wirtschaftssystem mit geopolitischen Krisen und Konflikten umgehen kann.

Die Inflation hat sich auch dank der massiven Zinserhöhungen auf beiden Seiten des Atlantiks abgeschwächt und die US-Konjunktur hat zu einer sanften Landung angesetzt. Das vergangene Jahr bot vorausschauenden Investoren einige Chancen. Gerade der Technologiesektor, getrieben von immer neuen Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz, bleibt ein Wachstumstreiber. Mit einer sorgfältig abgewogenen Mischung aus offensiven und defensiven Wachstumstiteln am Aktienmarkt und einem Comeback der Anleihen als Diversifikations- und Renditequelle blicken wir auf ein außerordentlich erfolgreiches Jahr unserer Phaidros Funds sowie im Mandatsgeschäft zurück. Gekrönt wurde das Jahr 2023 mit der Auszeichnung des Phaidros Funds Balanced als Bester Fonds in der Kategorie „Mischfonds Global Ausgewogen“ bei den Scope Investment Awards.

Mit diesem Rückenwind starten wir zuversichtlich in das Jahr 2024. Wir sehen uns mit unserem Schumpeter-Ansatz auf der Aktienseite bestens aufgestellt, um auch in diesem Jahr attraktive Erträge zu erwirtschaften. Als Reaktion auf die nachhaltige Rückkehr des Zinses und um in Ihrem Sinne bestmöglich davon profitieren zu können, haben wir uns im Anleihensegment breiter aufgestellt, sowohl personell als auch mit einem auf globale Opportunitäten ausgerichteten breiteren Investmentansatz. Erfahren Sie in diesem Investmentbericht mehr über unseren neuen „Kairos-Ansatz“ im Anleihenmanagement.

Wir möchten uns sehr für das entgegengebrachte Vertrauen bedanken und wünschen Ihnen ein gesundes und friedliches Jahr 2024.



**Dr. Georg von Wallwitz**  
Geschäftsführender Gesellschafter  
Lead Portfoliomanager



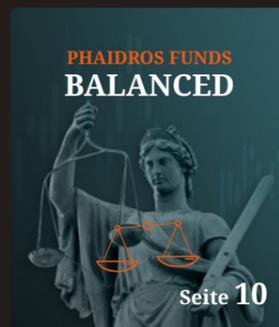
**Dr. Ernst Konrad**  
Geschäftsführender Gesellschafter  
Lead Portfoliomanager

# INHALT INVESTMENTBERICHT 2023 / 2024

## RÜCKBLICK ab Seite 4



## FONDS- UND MANDATSBERICHTE ab Seite 10



Bisheriger  
Anleihenfonds

Zukünftiger  
Anleihenfonds





KUENSTLICHE INTELLIGENZ

PHARMA  
KONSUM

ZINSWENDE  
MAGNIFICENT SEVEN

MERCADOLIBRE  
PALO ALTO NETWORKS

# KI VERÄNDERT DIE WELT UND DOMINIERT DIE MÄRKTE

von:

**Dr. Georg von Wallwitz, CFA**

Lead Portfoliomanager

*Herr von Wallwitz, das vergangene Jahr war geopolitisch von Gewalt in Europa und dem Nahen Osten sowie einer möglichen Eskalation in Asien geprägt. Wie blicken Sie auf das Jahr 2023 zurück?*

Da wir grundsätzlich Optimisten sind und der Menschheit alles zutrauen, also nicht nur das Schlechte, sollten wir diesen Rückblick mit dem Positiven beginnen. Es lässt sich durchaus eine Liste von Ereignissen erstellen, an die wir uns positiv erinnern werden.

So gab es Fortschritte bei der Bekämpfung des Klimawandels: Investitionen in fossile Energieträger machen lediglich 60% der Investitionen in erneuerbare aus und bis 2030 dürften es nur noch 10% sein. Der Zeitpunkt, an dem die Reduktion von CO<sub>2</sub>-Emissionen Wirklichkeit wird, ist zum Greifen nahe. Die Weltwirtschaft hat sich als erstaunlich robust erwiesen: Weder die Schwäche der chinesischen Wirtschaft noch der starke US-Dollar, der früher eine Krise in den Schwellenländern ausgelöst hätte, haben größere Bremsspuren hinterlassen. Und mit der Öffnung von ChatGPT für breite Anwenderschichten hat die Menschheit ein neues Werkzeug zur Verfügung, das segensreich angewendet werden kann – wenn der Anwender es nur will.



**„Und mit der Öffnung von ChatGPT für breite Anwenderschichten hat die Menschheit ein neues Werkzeug zur Verfügung, das segensreich angewendet werden kann – wenn der Anwender es nur will.“**

Dr. Georg von Wallwitz



**ChatGPT, was sagst Du?  
Wie veränderst Du die Welt?**

ChatGPT: Ich trage dazu bei, die Art und Weise, wie Menschen Informationen erhalten und kommunizieren, zu verändern. Obwohl ich allein die Welt nicht verändere, hoffe ich, durch unterstützende, informative Gespräche und Zugang zu Wissen einen positiven Einfluss zu haben. Die eigentliche Veränderung liegt jedoch in der Anwendung und Interpretation meiner Fähigkeiten durch die Menschen.

**Mit ChatGPT ist ein regelrechter Hype um künstliche Intelligenz (KI) entstanden. Was können wir von der Technologie erwarten?**

Das Versprechen der neuen KI ist enorm. Es zeichnet sich ab, dass digitale Assistenten wie Alexa und Siri tatsächlich nützlich werden könnten. Die Suche bei Google nach Informationen könnte in vielen Fällen abgelöst werden. Kreative Berufe werden es einfacher haben, denn Bilder, Videos, Texte und Programme werden zunehmend automatisch generiert, was übrigens in Hollywood bereits zum längsten Streik seit Menschengedenken der um ihre Jobs fürchtenden Autoren geführt hat. Im Gesundheitswesen und in der Entwicklung autonomer Fahrzeuge bahnen sich revolutionäre Veränderungen an.

So weit das Versprechen. Allerdings bleiben wir skeptisch interessiert, solange es noch keinen KI-gesteuerten Roboter gibt, der vernünftig staubsaugen kann. Ohnehin ist es heute schwer zu sagen, wer am Ende dieser Entwicklung das Geld verdient. Welche Modelle werden sich durchsetzen? Neben GPT-4 sind auch noch LLaMA2 (Meta), PaLM2 (Google), BLOOM (BSRW), xAI (Elon Musk) oder Chinchilla (DeepMind) am Start, um nur die wichtigsten zu nennen. Die Regulierungsbehörden werden ebenfalls ein Wort mitzureden haben und sich die Sicherheitsvorkehrungen demonstrieren lassen. So haben sich zuletzt das Europaparlament und die EU-Staaten auf Grundzüge des „AI Act“ geeinigt. Niemand – oder jedenfalls fast niemand – möchte, dass die neuen Systeme Bauanleitungen für Bio-Waffen produzieren oder zu Propagandazwecken eingesetzt werden.

**Als Thema aus dem Vorjahr blieb uns die prekäre Situation der Staatsfinanzen und der damit einhergehenden Sorge um die Inflation erhalten. Wie blicken Sie darauf?**

Die Schwierigkeiten der deutschen Bundesregierung, ihren Haushalt aus regulären Einnahmen zu bestreiten, sind nur symptomatisch für ein allgemeines Phänomen. Das Vorgehen, durch das die Schattenhaushalte („Sondervermögen“) der Regierung größer waren als der reguläre Haushalt, ist kein gutes Omen für die Zukunft. Die Europäer und Amerikaner haben in der Zeit der niedrigen Zinsen gut gelebt und Schulden gemacht in dem Glau-

ben, man werde nie wieder hohe Zinsen zahlen müssen. Nun hat sich das Blatt gewendet. Am Beispiel der USA lässt sich das Problem gut illustrieren: Etwa die Hälfte der Staatsschulden, wir reden von 17 Billionen US-Dollar, werden bis Ende 2026 fällig und müssen refinanziert werden. Die steigenden Zinskosten werden den Haushalt erheblich belasten, der ohnehin auf einem ungunstigen Weg ist: Der Schuldenstand ist in den letzten 10 Jahren von 72% der Wirtschaftsleistung auf 126% gestiegen.

**Das kann nicht nachhaltig sein, oder?**

Genau, irgendwann wird die Frage aufkommen, wie diese Schuldenlast finanziert werden soll, wenn gleichzeitig die Inflation und damit das nominale Wachstum sinken. Eine ähnliche Frage stellt man sich in London, Paris, Berlin, Rom und Tokio. Für die privaten Haushalte war der allgemeine Rückgang der Inflation bei einer relativ robusten Wirtschaftsentwicklung ein Lichtblick. Zum Ende des Jahres 2022 war es Konsens, dass es zu einer Rezession in den USA und Europa kommen würde. Die Kursziele der Strategen waren sehr pessimistisch. Aber am Ende ist nur in Deutschland die Vorhersage einer Rezession auch eingetreten. Die Amerikaner hatten zuletzt ein Wachstum von über 5% vorzuweisen, der Rest lag irgendwo dazwischen.

**Ist das auch der Grund für die positive Entwicklung der Aktienmärkte in 2023?**

Die europäischen Aktienmärkte profitierten von der Erleichterung darüber, dass in Europa weder die Lichter noch die Heizungen ausgingen und die Inflationsraten deutlich zurückkamen. Die amerikanischen Märkte erlebten einen deutlichen Aufschwung, der aber fast ausschließlich von sieben Aktien, den „Magnificent Seven“ – Meta, Amazon, Apple, Alphabet (Google), Microsoft, Nvidia und Tesla – getragen wurde, denen der Markt eine rosige KI-Zukunft zutraut. Ohne diese sieben Aktien hätte sich der US-Aktienmarkt 2023 kaum von der Stelle bewegt, während er mit ihnen ein hervorragendes Jahr verzeichnete.

Entsprechend hat in diesem Jahr an den Börsen nicht funktioniert, was im Vorjahr noch als sichere Sache galt. So sind in den Jahren 2021 und 2022 etwa 100 Milliarden US-Dollar in Dividenden-ETFs geflossen. Die Idee dabei lautet, dass ein Wertpapier, das in der Gegenwart viel ausschüttet, mehr Wert sein muss als ein solches, dessen Gewinne erst in ferner Zukunft zu erwarten sind, wenn sie durch die Inflation entwertet sind. Aber diese Idee ist schlecht gealtert. Wachstumstitel erlebten 2023 ein Comeback, denn Inflation und Rezession waren plötzlich kaum noch ein Thema. Und so blieb die Masse der Dividenden-ETFs über 20% hinter dem breiten Aktienmarkt zurück. Dies war eine erneute Lektion über die Gefahren des Market-Timings, mit denen die Investoren und Strategen immer wieder zu kämpfen haben.

**„Die amerikanischen Märkte erlebten einen deutlichen Aufschwung, der aber fast ausschließlich von sieben Aktien, den „Magnificent Seven“ – Meta, Amazon, Apple, Alphabet (Google), Microsoft, Nvidia und Tesla – getragen wurde, denen der Markt eine rosige KI-Zukunft zutraut.“**

Dr. Georg von Wallwitz

### Welches Resümee ziehen Sie für die Anleihenmärkte?

Die Anleihenmärkte beruhigten sich nach dem katastrophalen Jahr 2022. Die Zinsen sehen wieder etwas normaler aus als in den Vorjahren. Geld hat wieder einen Preis. Für Anleiheinvestoren sind dies gute Nachrichten, denn sie müssen, um eine Rendite oberhalb der Inflationsrate zu erzielen, nicht mehr hohe Risiken eingehen. Sie können sogar klassisch in Staatsanleihen und Pfandbriefe investieren, und dabei ihr Vermögen auch in realer Kaufkraft vermehren.

Die Kollateralschäden des vorherigen Zinsanstiegs ließen sich zunächst in einer Krise der Regionalbanken in den USA beobachten, bei denen erhebliche unrealisierte Verluste aufgelaufen waren. Sie hatten die Einlagen ihrer Kunden in Anleihen mit längerer Laufzeit investiert, die nun im Zuge des Zinsanstiegs erheblich an Wert verloren hatten. In Europa erwies sich das Bankensystem als robust, aber der Immobilienmarkt geriet in eine immer tiefere Krise, die bis heute noch nicht ausgestanden ist. Es dauerte eine Weile, bis die höheren Zinsen sich auf die Bewertungen durchschlugen, aber der Glaube, Immobilienpreise könnten immer nur steigen, ist 2023 erneut und wohl endgültig verflogen. Mit der Signa-Gruppe hat einer der großen Spieler im deutschsprachigen Immobilienmarkt Insolvenz angemeldet und es werden vermutlich noch weitere folgen.

**„Die Anleihenmärkte beruhigten sich nach dem katastrophalen Jahr 2022. Die Zinsen sehen wieder etwas normaler aus als in den Vorjahren. Geld hat wieder einen Preis.“**

**Dr. Georg von Wallwitz**

### Wie lief das Jahr 2023 für andere Anlageformen?

Ein turbulentes Jahr hatte die Krypto-Welt, die einst erschaffen wurde, um Unabhängigkeit von den Machenschaften der Regierungen zu erlangen. Die Krypto-Währungen haben weder das Versprechen gehalten, ein Schutz gegen Inflation zu sein – im Inflationsjahr 2022 fiel der Wert von Bitcoin gegenüber dem US-Dollar um zwei Drittel –, noch hat sich bisher eine andere Anwendung gefunden als reine Spekulation, Geldwäsche, Steuerhinterziehung und Vereinnahmung erpresster Gelder. Falls je eine sinnvolle und nachhaltige Anwendung gefunden werden sollte, wird der Krypto-König Samuel Bankman-Fried nicht mehr viel davon haben, denn er wurde für schuldig befunden, die Gelder seiner Kunden an der Kryptobörse FTX zu einem guten Teil veruntreut zu haben. Etwas glimpflicher ging es für seinen großen Konkurrenten Changpeng Zhao („CZ“) aus, den Gründer des Konkurrenzunternehmens Binance. Im November wurde das Unternehmen zu einer Strafzahlung von über vier Mrd. US-Dollar wegen unter anderem Geldwäsche verurteilt, CZ selbst „nur“ zu einer Zahlung von 50 Mio. US-Dollar.

### In Krypto investieren Sie also auf gar keinen Fall. Bei welchen Anlagethemen sind Sie noch vorsichtig?

China bleibt für internationale Investoren eine Black Box. Das Land hat sich von einer freien Marktwirtschaft wegentwickelt und das Primat der Politik macht sich in immer mehr Branchen auf unberechenbare Weise bemerkbar. Westliche Mitarbeiter internationaler Firmen werden immer häufiger festgesetzt und die Handys von Geschäftsreisenden routinemäßig ausgelesen. Die Entkoppelung Chinas und der USA ist offensichtlich. Offen bleibt, wie sich die Welt um diese Konkurrenten gestaltet. Russland, das ohnehin nicht mehr investierbar ist, gehört zum „chinesischen Block“. Aber wie halten es die Inder, wohin tendiert Südostasien, die arabische Welt und Afrika? Der neue Kalte Krieg, der sich hier anbahnt, könnte in eine multipolare Unordnung münden.

### Welche Anlageform bewährte sich (taktisch) im schwierigen geopolitischen Umfeld?

Das geopolitische Umfeld hat sich 2023 weiter verschlechtert, ohne dass sich dies an den Finanzmärkten nennenswert ausgewirkt hätte. Der Ölpreis blieb weitgehend stabil, nicht einmal der Krieg im Nahen Osten konnte ihn dauerhaft beeinflussen. China drohte weiterhin Taiwan, aber im November trafen sich die Präsidenten der USA und Chinas zu einem demonstrativ versöhnlichen Gespräch im sonnigen Kalifornien. Russlands Invasion in der Ukraine wurde zu einem Stellungskrieg ohne offensichtlichen Ausweg für eine der beiden Parteien. Als Puffer in der Krise haben sich 2023 immer wieder Gold und die Aktien von Ölunternehmen bewährt. Beide sind keine langfristigen Renditebringer, aber sie helfen jedes Mal wieder, die Nerven zu beruhigen, wenn die Kanonen donnern.

### Unter welchen Vorzeichen wird das Jahr 2024 beginnen?

Was dieses Jahr bringt, steht wie immer in den Sternen. Es wird gute und böse Überraschungen geben, von denen wir heute noch nichts ahnen. Und doch müssen wir einen Ausblick und eine Weltsicht wagen, denn ohne eine solche lässt sich ebenso wenig investieren, wie ohne eine – wenigstens gelegentlich – glückliche Hand und eine solide Strategie. Den erfreulichen Ergebnissen unserer Arbeit im abgelaufenen Jahr sind die folgenden Seiten gewidmet.

PHAIROS FUNDS  
BALANCED

von:

**Dr. Georg von Wallwitz, CFA**  
Lead Portfoliomanager



Die Lage an den Kapitalmärkten entwickelte sich deutlich besser, als zu Beginn des Jahres erwartet worden war. Vor allem die US-Wirtschaft zeigte sich sehr robust gegenüber den starken Leitzinsanhebungen durch die Fed und erreichte im dritten Quartal mit einem annualisierten Wachstum von über 5% den konjunkturellen Höhepunkt. Trotz der guten wirtschaftlichen Lage sank die Kerninflation von knapp 6% zu Jahresbeginn auf 4% zum Jahresende. In Europa lief die Konjunktur zwar schleppend, aber die Erwartungen einer tiefen Rezession bewahrheiteten sich nicht.

Das Aktienjahr 2023 lässt sich diesseits und jenseits des Atlantiks wie folgt zusammenfassen: Die Entwicklung an den Aktienmärkten wurde in den USA von wenigen Technologieaktien („Magnificent Seven“) und einigen Pharma-Werten getragen. In Europa war die Erholungsbewegung dem glimpflichen Überstehen der Wintermonate 2022/23 zu verdanken. Der Phaidros Funds Balanced war gleichermaßen in offensiven wie defensiven Wachstumswerten positioniert und hat überproportional gut an dieser Bewegung partizipiert. Alphabet (Google), Amazon, Microsoft und Apple zählten zu den Schwergewichten im Fonds. Aber auch Technologie-Nebenwerte wie MercadoLibre (E-Commerce in Lateinamerika), Shopify (Onlinehandel), Palo Alto Networks (Cybersicherheit), Airbnb, Booking.com (Reisen) und Salesforce (CRM-Anwendungen) entwickelten sich hervorragend. Unter den Pharmawerten stach Novo Nordisk heraus, die mit Ozempic ein absatzstarkes Medikament zur Gewichtsreduktion auf den Markt brachten.

Der Phaidros Funds Balanced hat sich im Jahr 2023 stark entwickelt. Die Wertentwicklung des Fonds lag, je nach Anteilsklasse, zwischen 18,1% und 16,7%. Der Performance-Referenzindex bestehend aus 50% MSCI World NR EUR und 50% Bloomberg Euro Agg Bond TR EUR erzielte zum Vergleich im Berichtsjahr 13,3%. Zum Jahresende 2023 lag die 3-Jahres-Performance des Fonds\* bei 2,4% p.a. und die 5-Jahres-Performance bei 8,1% p.a. Das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 1,5 Mrd. Euro.

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



	10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2023	
* Phaidros Funds Balanced F (LU0996527213)	Performance (%)	6,7	8,1	2,4	18,1
	Volatilität (%)	9,7	10,9	9,8	7,3

Alphabet (Google), Microsoft, Salesforce und in etwas geringerem Maße Amazon profitierten von der Fantasie, die durch die Live-Schaltung des KI-Chatbots von Open AI, ChatGPT-3, beflügelt wurde. Es scheint heute klar, dass die neuen „Large Language Models“ erhebliche Auswirkungen auf zahlreiche Branchen haben werden. Weitgehend offen bleibt aber die Frage, wer hier die Gewinner sein werden.

Derzeit wird sehr viel Geld in die Entwicklung der Modelle gesteckt, ohne dass klar ist, wer außer den Anwendern profitieren wird. Daher haben wir unsere Investitionen in diesem Bereich auf die digitalen Platzhirsche beschränkt, von denen wir wissen, dass sie über die nötigen Ressourcen verfügen und eine hohe Wertschöpfungstiefe aufweisen. Einzelne Gewinner dieser Entwicklung zu prognostizieren, trauen wir uns bislang nicht zu. Jedenfalls sind die neuen Modelle noch nicht gut genug, um beim Abfassen dieses Berichts eine nennenswerte Hilfe zu sein.

Der Onlinehandel gewinnt weiter Marktanteile auf Kosten des stationären Handels. Shopify, MercadoLibre und Amazon, die 2021/22 erhebliche Kursverluste verzeichneten, konnten sich im vergangenen Jahr deutlich erholen. Der Markt hat sich nun wieder stärker auf die Fundamentaldaten konzentriert, die nach wie vor hervorragend aussehen. Das Umsatzwachstum dieser drei Unternehmen lag im Durchschnitt der letzten fünf Jahre bei 38%, 42% bzw. 21%. Ähnliches gilt für unsere Investitionen in Reiseportale. Dort gehen die Analysten etwa bei Booking.com von einer Verdoppelung des Freien Cashflows – also dem Geld, das größtenteils den Aktionären zufließt – zwischen 2022 und 2024 aus.

Unsere Aktien aus dem Gesundheitsbereich liefen im vergangenen Jahr sehr unterschiedlich. Negativ fiel Johnson & Johnson auf, während Novartis ein akzeptables und Novo Nordisk erneut ein hervorragendes Jahr verzeichneten. Die Kursentwicklungen wurden stark von unternehmensspezifischen Nachrichten beeinflusst. Novartis gelang es endlich, seine Generika-Sparte abzuspalten und ist heute ein schlankeres, mehr auf Forschung und Wachstum ausgerichtetes Unternehmen. Über Ozempic von Novo Nordisk ist genug geschrieben worden, sodass wir diese Erfolgsgeschichte hier nicht noch einmal wiederholen müssen. Johnson & Johnson und Medtronic leiden unter einer erkennbaren Wachstumsschwäche, die ihnen der Markt im abgelaufenen Jahr übelnahm. Beide Unternehmen sind im Kern aber gesund und wir gehen davon aus, dass sie ihre Innovationskraft wiedergewinnen werden.



**„Der Onlinehandel gewinnt weiter Marktanteile auf Kosten des stationären Handels. Shopify, MercadoLibre und Amazon, die 2021/22 erhebliche Kursverluste verzeichneten, konnten sich im vergangenen Jahr deutlich erholen.“**

**Dr. Georg von Wallwitz**

**„Insgesamt haben wir das Anleihenportfolio – anders als auf der Aktienseite – deutlich umgebaut. Wir sind nun mit einer nennenswerten Gewichtung von knapp 10% in Staatsanleihen investiert. Diese werfen heute, im Gegensatz zur Dekade davor, wieder eine gute Verzinsung ab.“**

**Dr. Georg von Wallwitz**

Allgemein sind 2023 Value-Aktien, die sich durch eine niedrige Bewertung, Stabilität und langsames Wachstum auszeichnen, abgestraft worden. Auch Unternehmen wie Nestlé oder Walmart verloren in der Anlegergunst, ohne nennenswerte Fehler gemacht zu haben. Wir halten dennoch an diesen Stabilitätsankern fest, um auch in künftig schwierigen Zeiten – die so sicher kommen werden wie die Börseneröffnung in New York – ein ausgewogenes Portfolio zu haben.

Die Anleihenseite des Fonds zeigte ebenfalls eine erfreuliche Entwicklung. Das Zinsumfeld blieb herausfordernd. Dennoch konnten wir sowohl mit Staats- als auch Unternehmensanleihen positive Renditen erzielen. Insgesamt haben wir das Anleihenportfolio – anders als auf der Aktienseite – deutlich umgebaut. Wir sind nun mit einer nennenswerten Gewichtung von knapp 10% in Staatsanleihen investiert. Diese werfen heute, im Gegensatz zur Dekade davor, wieder eine gute Verzinsung ab.

Im Bereich der Unternehmensanleihen stockten wir ebenfalls Papiere mit Investment Grade-Rating deutlich auf und verkauften im Gegenzug Hochzinsanleihen. Wir trennten uns auf der Anleihenseite weiterhin von Teva, Iqvia (Klinische Studien), Citycon (Immobilien) und Progroup (Papier), um im Gegenzug Papiere von BP, Dell und aus dem französischen Sparkassensektor aufzubauen.

Neben der Qualitätsverbesserung stand in der zweiten Jahreshälfte auch eine Verlängerung der Duration unseres Anleihenportfolios auf der Agenda. Längere Laufzeiten bieten im Umfeld sinkender Zinsen eine höhere Verzinsung und Kurspotenzial. Da die Inflationsraten allgemein deutlich zurückgekommen sind, gehen wir davon aus, dass es sich auszahlen wird, das aktuelle Zinsniveau für unsere Anleger durch eine Laufzeitverlängerung zu sichern. Näheres erläutern wir im Ausblick am Ende dieses Investmentberichts.

Ausgehend von unserem Weltbild und der entsprechenden Umsetzung in Aktien- und Anleiheninvestitionen bewährte sich 2023 unsere strategische Asset Allokation. Der Phaidros Funds Balanced bescherte seinen Anlegern im vergangenen Jahr eine ausgewogene Mischung aus Ertrag und Sicherheit. Der Fokus auf Wachstum in Form stabiler und dynamischer Geschäftsmodelle (Gesundheitswesen bzw. Technologie, Staatsanleihen bzw. Unternehmensanleihen) hat sich ausgezahlt und eine kontinuierlich überdurchschnittliche Performance ohne große Einbrüche erbracht. Unser Investmentansatz hat seine (langfristige) Stärke in diesem Jahr somit wieder eindrucksvoll bewiesen.



PHAIROS FUNDS  
**CONSERVATIVE**

von:

**Dr. Ernst Konrad**  
 Lead Portfoliomanager



Der Phaidros Funds Conservative konnte von der guten Marktentwicklung überdurchschnittlich profitieren. Wir sind mit einer Aktienquote von 28% in das Jahr 2023 gestartet und hielten diese über die vergangenen 12 Monate nahe der Höchstgrenze von 30%. Die im Krisenjahr 2022 aufgebaute Liquidität reinvestierten wir im Verlauf der ersten Jahreshälfte in Anleihen und seit Juni war der Fonds nahezu voll investiert. Die Anleihenquote haben wir von 57% zu Jahresbeginn auf etwa 63% erhöht.

Der Fonds nahm im Jahr 2023 eine ausgezeichnete Entwicklung. Die Wertentwicklung lag, je nach Anteilsklasse, zwischen 14,6% und 14,1%. Damit hat sich der Fonds deutlich besser geschlagen als der Performance-Vergleichsindex bestehend aus 25% MSCI World NR EUR und 75% Bloomberg Euro Agg Bond TR EUR, der das Jahr mit einer Performance von 10,2% abschloss. Zum Jahresende 2023 lag die 3-Jahres-Performance des Fonds\* bei 1,5% p.a. und die 5-Jahres-Performance bei 4,8% p.a. Das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 56 Mio. Euro.

**Grafik 2**  
 Wertentwicklung des PHAIROS FUNDS CONSERVATIVE B  
 seit Auflage der Anteilsklasse in %



	10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2023
* Phaidros Funds Conservative B (LU0504448647)				
Performance (%)	3,8	4,8	1,5	14,6
Volatilität (%)	8,2	9,7	8,2	5,5



**„Insbesondere der Ausbau der Aktiengewichtung in wachstumsstarke Technologieunternehmen in der ersten Jahreshälfte machte sich bezahlt.“**

**Dr. Ernst Konrad**

Insbesondere der Ausbau der Aktiengewichtung in wachstumsstarke Technologieunternehmen in der ersten Jahreshälfte machte sich bezahlt. In Erwartung einer konjunkturellen Abschwächung, einer Stabilisierung des Zinsniveaus sowie in Anbetracht der im Vorjahr erfolgten Bewertungsanpassung dieses Aktiensegments erhöhten wir somit wieder den Anteil der „Herausforderer“.

Den größten Performancebeitrag lieferten die Aktien von Amazon, Microsoft, Palo Alto Networks, Salesforce und Alphabet (Google). Teilweise war dies einer „normalen“ Erholung nach der übertriebenen Korrektur einzelner Aktien im Jahr 2022 geschuldet. Zusätzlich wurden diese Unternehmen jedoch von den im Rückblick geschilderten Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz beflügelt. Die Technologie wurde mit dem Start von ChatGPT für die breite Öffentlichkeit zugänglich, wodurch der potenzielle Nutzen dieser Technologie für jedermann offensichtlich geworden ist. Die gute Wertentwicklung des Fonds ist aber nicht nur den Technologieaktien zuzuschreiben, auch das Pharmaunternehmen Eli Lilly lieferte wieder einen signifikanten Performancebeitrag. Ebenfalls sehr positiv entwickelten sich die beiden im Laufe des Jahres neu in das Portfolio aufgenommenen Aktien von Vovonia und CrowdStrike. Die „Stabilitätsanker“ blieben in diesem Jahr dagegen etwas zurück. Das gestiegene Zinsniveau und die sich neuer Beliebtheit erfreuenden Anlagealternativen am Geldmarkt erzeugten Gegenwind für defensive „Qualitätsaktien“. Hier erwarten wir für das nächste Jahr mit stabileren Zinsen wieder eine bessere Kursentwicklung. Die Aktien von Nestlé, Johnson & Johnson und Walmart sind hier zu nennen, welche im Jahr 2023 weitgehend seitwärts handelten.

Auch die Anleihen im Fonds entwickelten sich nach dem schmerzhaften Verlauf des Vorjahres sehr gut. Im ersten Quartal verzeichneten vor allem hochverzinsliche Unternehmensanleihen Kursgewinne, während Staatsanleihen noch unter den steigenden Zinsen litten. Die Kurserholung bei vielen High Yield-Anleihen und das gestiegene Zinsniveau nutzten wir, um den Anleihenteil des Fonds im Jahresverlauf defensiver aufzustellen. Seit April nahmen wir vermehrt Staatsanleihen und Unternehmensanleihen aus dem Ratingbereich A und besser in das Portfolio auf. Der High Yield-Anteil im Anleiensegment sank im Verlauf des Jahres von 38% auf etwa 16%.

Auf Einzeltitelebene lieferten Unternehmensanleihen den größten Performancebeitrag. Die Softbank ließ die Turbulenzen der letzten Jahre hinter sich und senkte mit einigen Beteiligungsverkäufen ihre Verschuldung deutlich, was zu einem nennenswerten Kursanstieg der Anleihen führte. Die Geschäftsentwicklung der beiden Autozulieferer Forvia und ZF war im Jahr 2023 sehr stabil und die Verschuldung wurde wie angekündigt reduziert. Dies spiegelte sich auch positiv in den Anleihekursen wider. Nachrangianleihen der Banken (AT1) überzeugten trotz der Aufregung um die Zwangsübernahme der Credit Suisse. Bei den Staatsanleihen stach die Anleihe der European Investment Bank (in polnischem Zloty) hervor. Nach Verwerfungen im Jahr 2022 durch den Russland-Ukraine-Krieg sanken in Polen zuletzt Inflation und Zinsen wieder deutlich, was der Anleihe deutliche Kursgewinne bescherte. Zusätzliche Gewinne entstanden durch einen festeren Wechselkurs des Zloty gegenüber dem Euro. Die langlaufenden Bundesanleihen und US-Staatsanleihen unterstützten ebenfalls die Gesamtperformance des Fonds. Neben ihrem stabilisierenden Charakter profitierten sie dabei durch den Zinsrückgang im vierten Quartal.

Die schmerzhaften Verluste aus dem Vorjahr hat der Fonds damit weitgehend aufgeholt. Die Nullzinsphase liegt hinter uns und mit Anleihen höchster Bonität ist wieder Geld zu verdienen. Im Krisenfall können sie auch wieder als Puffer gegenüber etwaigen Verlusten am Aktienmarkt dienen und somit ihre ursprüngliche stabilisierende Rolle im Mischfonds einnehmen. Zusätzlicher geldpolitischer Gegenwind ist in Anbetracht der Inflationsentwicklung aktuell nicht zu erwarten. Die Aktienmärkte sind insgesamt zwar wieder ambitionierter bewertet, dennoch finden wir genügend spannende Unternehmen mit Rendite- und Wachstumspotenzial.

**„Die Kurserholung bei vielen High Yield-Anleihen und das gestiegene Zinsniveau nutzten wir, um den Anleihenteil des Fonds im Jahresverlauf defensiver aufzustellen. Seit April nahmen wir vermehrt Staatsanleihen und Unternehmensanleihen aus dem Ratingbereich A und besser in das Portfolio auf.“**

**Dr. Ernst Konrad**



PHAIDROS FUNDS



# SCHUMPETER AKTIEN

von:

**Dr. Georg von Wallwitz, CFA**

Lead Portfoliomanager



Zum Jahresanfang 2023 waren sich die Marktteilnehmer unisono einig, dass es ein durchwachsendes Aktienjahr werden würde, dass der Zinsgalopp des Vorjahres über die Zeit das Wirtschaftswachstum einbremsen würde und dass die anhaltende Inflation Druck auf die Gewinnmargen ausüben könnte. Wie sollten in so einem Umfeld Unternehmensgewinne und Aktienkurse steigen können? Wie so oft bewegten sich die Aktienkurse entgegengesetzt zu den Erwartungen.

Der Januar 2023 startete direkt mit einem Feuerwerk an den Aktienmärkten, und er blieb mit Abstand der stärkste Monat des Jahres. Hier ist ein relativierender Blick über die Datumsgrenze gefragt. Insbesondere der US-amerikanische Markt markierte zum Jahresende 2022 seinen Tiefpunkt, auf den die positive Gegenbewegung folgte. Die rückläufige Inflation und Beruhigung auf der Zinsseite sorgten zusätzlich für Rückenwind. Für eine echte Überraschung auf der Aktienseite sorgten 2023 die soliden Quartalszahlen, die die Unternehmen in der ersten und zweiten Berichtssaison vorlegten. Die Umsätze und Gewinne waren rückläufig, jedoch weniger stark als befürchtet. Im Endeffekt waren die Erwartungen der durch die Vorjahre gebeutelten Marktteilnehmer zu negativ.

So stieg der S&P 500 im Jahr 2023 um 24,2% und der NASDAQ 100 beendete das vergangene Jahr mit starken 53,8%. Der Dax startete seine Rallye bereits im vierten Quartal 2022 und legte vom Tief bis zur Jahresmitte 2023 ebenfalls um +35% zu. Im Dezember erreichte der Index sogar neue Höchststände. Die Rallye an den Aktienmärkten wies aber ausgeprägte Unterschiede auf. Beispielsweise legte der Sektor-Index Informationstechnologie des MSCI World im Berichtsjahr 52,3% zu, während es andere Sektoren wie Pharma und Versorger nur knapp über die Nulllinie schafften.

In diesem Umfeld konnte der Phaidros Funds Schumpeter Aktien seine Stärken besonders gut ausspielen. Ausgehend von unserem Weltbild investierte der Fonds verstärkt in strukturelle Wachstumstrends u.a. aus der digitalen Welt, dem Gesundheitsbereich oder der Infrastruktur. Die Wertentwicklung des Fonds betrug im Jahr 2023, je nach Anteilsklasse, zwischen 26,2% und 25,0%. Der Performance-Referenzindex MSCI World NR EUR erzielte zum Vergleich eine Jahresperformance von 19,6%. Zum Jahresende 2023 lag die 3-Jahres-Performance des Fonds\* bei 2,4% p.a. und die 5-Jahres-Performance bei 11,6% p.a. Das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 102 Mio. Euro.



**„In diesem Umfeld konnte der Phaidros Funds Schumpeter Aktien seine Stärken besonders gut ausspielen. Ausgehend von unserem Weltbild investierte der Fonds verstärkt in strukturelle Wachstumstrends u.a. aus der digitalen Welt, dem Gesundheitsbereich oder der Infrastruktur.“**

**Dr. Georg von Wallwitz**

**Grafik 3**

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



— Phaidros Funds Schumpeter Aktien E

	5j p.a.	3j p.a.	2023	
* Phaidros Funds Schumpeter Aktien E (LU1877914561)	Performance (%)	11,6	2,4	26,2
	Volatilität (%)	14,3	14,8	10,0

Im Phaidros Funds Schumpeter Aktien partizipierten wir auf Einzeltitelebene vor allem durch das Festhalten an unseren Kernpositionen im Technologiebereich. Unternehmen wie Microsoft markierten neue Allzeithochs. Unsere zu Beginn des Jahres getätigten Zukäufe in Salesforce und der DHL Group erwiesen sich zudem als dynamische Performancetreiber.

Bei unseren einzelnen Investitionen war eine der dominierenden Fragen: „Bounce or not to bounce?“. Während viele Titel im Portfolio überdurchschnittliche Kursgewinne erzielten und sich wie Palo Alto Networks sogar mehr als verdoppelten, ging der Aufschwung an anderen Unternehmen komplett vorbei. Mit großem Bedauern mussten wir trotz solider Geschäftszahlen das Dahinsiechen der Kurse von Teladoc und PayPal beobachten. Nach den Erfahrungen aus dem Jahr 2022 schauen die Marktteilnehmer nun sehr genau auf die Zukunftsaussichten der Geschäftsmodelle und machen um jedes Unternehmen mit etwaigen Fragezeichen einen Bogen. Auch wir veräußerten beide Werte.

Zu Beginn des vierten Quartals dominierte der Terrorangriff der Hamas auf Israel die geopolitische Agenda. Dies sorgte an den Kapitalmärkten für einen kurzfristigen Ölpreis-Sprung, gegen den wir uns mit einer taktischen „Hedge-Position“ abgesichert hatten. Unsere Erfahrungen aus 2022 haben gezeigt, dass sich ein Energiewert durchaus stabilisierend auf das Gesamtportfolio auswirken kann – auch wenn es sich ausgehend von unserem Schumpeter-Selektionsansatz eher um eine disruptierte Branche mit rückläufigem Geschäftspotenzial handelt. Diese Herangehensweise veranschaulicht einen Teilaspekt unserer Investmentphilosophie – nicht dogmatisch zu handeln. Zudem verringerten wir mögliche geopolitische Risiken durch die Veräußerung des taiwanesischen Chip-Herstellers TSMC.

Das Jahr 2023 hat so manchen Marktteilnehmer positiv überrascht. Wider aller Erwartungen sind die US-amerikanische und europäische Wirtschaft auf dem besten Weg zu einem „Soft Landing“. Das Jahr 2024 wird mit Sicherheit neue Überraschungen für uns bereithalten. Diese müssen aber nicht immer zwingend negativ sein.

**„Diese Herangehensweise veranschaulicht einen Teilaspekt unserer Investmentphilosophie – nicht dogmatisch zu handeln.“**

**Dr. Georg von Wallwitz**



## Bisheriger Anleihenfonds

PHAIDROS FUNDS

# FALLEN ANGELS

von:

**Andreas Fitzner**

Portfoliomanager



Der Jahresbeginn 2023 war in Europa und den USA geprägt vom Kampf der Zentralbanken gegen die Inflation. Die Fed und EZB setzten den Zinsanhebungszyklus bis in das dritte Quartal fort. Der US-Leitzins stieg dabei in vier Schritten um 100 Basispunkte auf 5,25% und die EZB legte im zurückliegenden Jahr in sechs Zins-schritten nochmal 200 Basispunkte nach und erhöhte den Leitzins damit auf 4,0%. In diesem Umfeld taten sich Staatsanleihen zu Jahresbeginn noch schwer und das Zinsniveau für längere Laufzeiten stieg weiter. 10-jährige Bundesanleihen, die zum Jahresanfang bei 2,5% rentierten, erreichten erst Anfang Oktober bei gut 3% ihren Höhepunkt.

Während Staatsanleihen in diesem Zeitraum also Kursverluste verzeichneten, verschaffte die Verlangsamung des Zinsanstiegs dem High Yield-Segment wieder mehr Liquidität und Attraktivität. So verzeichnete der europäische High Yield-Index bereits im ersten Halbjahr eine nennenswerte Erholung, die nur vorübergehend von der Krise um die Regionalbanken in den USA und der kurzfristig aufkommenden Unsicherheit im Zuge der Zwangsübernahme der Credit Suisse unterbrochen wurde. Diese Erholung nutzten wir bei einigen Titeln zum Verkauf und bauten im Gegenzug unsere Positionen in Unternehmensanleihen mit höchster Bonität und längerer Restlaufzeit weiter aus. Die Portfolioduration erhöhten wir mit diesen Anpassungen von vier auf etwa sechs Jahre. Diese risikoarmen Anleihen wurden wieder zu positiven Realzinsen gehandelt und sollten in Anbetracht des dynamischen Inflationsrückgangs und des schwachen Wachstums von in Europa mittelfristig sinkenden Zinsen profitieren.

Der kontinuierliche Rückgang der Inflationsraten sowohl in den USA als auch in Europa sorgte dann ab Ende des dritten Quartals für mehr Optimismus bei den Investoren, da der Druck auf die Zentralbanken zu weiteren Zinsanhebungen abnahm. Vor allem für die Fed ist der Rückgang der Inflation bei einer parallel gut laufenden Wirtschaft mit nahezu Vollbeschäftigung ein bemerkenswerter Erfolg. In Europa ist die konjunkturelle Dynamik deutlich schlechter und auch im nächsten Jahr kann nur mit einem geringen Wachstum gerechnet werden. Dies forcierte im vierten Quartal 2023 die Spekulationen über eine baldige Zinssenkung und sorgte für einen deutlichen Rückgang der Zinsen am längeren Ende. 10-jährige Bundesanleihen handelten zwischenzeitlich wieder bei einer Rendite von 2,2%.



**„Vor allem für die Fed ist der Rückgang der Inflation bei einer parallel gut laufenden Wirtschaft mit nahezu Vollbeschäftigung ein bemerkenswerter Erfolg. In Europa ist die konjunkturelle Dynamik deutlich schlechter und auch im nächsten Jahr kann nur mit einem geringen Wachstum gerechnet werden.“**

**Andreas Fitzner**

Der Phaidros Funds Fallen Angels entwickelte sich in diesem Umfeld sehr gut. Je nach Anteilsklasse lag die Wertentwicklung des Fonds zwischen 15,2% und 14,4%. Damit schlug sich unser Anleihenfonds besser als der Vergleichsindex iBoxx EUR Liquid High Yield Index mit 11,8%. Zum Jahresende 2023 lag die 3-Jahres-Performance des Fonds\* bei -0,6% p.a. und die 5-Jahres-Performance bei 1,7% p.a. Das Fondsvolumen betrug zum Jahresende 33 Mio. Euro.

**Grafik 4**  
Wertentwicklung des PHAIDROS FUNDS FALLEN ANGELS D seit Auflage der Anteilsklasse in %



		10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2023
* Phaidros Funds Fallen Angels D (LU0948477962)	Performance (%)	2,3	1,7	-0,6	15,0
	Volatilität (%)	8,2	10,8	9,8	7,8

Der Fonds profitierte im ersten Halbjahr von der Erholung der High Yield-Anleihen. Vor allem die Anleihen aus dem Tourismussektor stiegen kräftig. So lieferten die Anleihen des Kreuzfahrtbetreibers Carnival und der Fluggesellschaften Finnair und IAG eine Performance von jeweils über 25% und trugen so maßgeblich zur positiven Entwicklung des Fonds bei. Die Autozulieferer Forvia, ZF und Mahle konnten im Laufe des Jahres die Verschuldung wie angekündigt senken, was sich positiv auf die jeweiligen Anleihen auswirkte.

Unsere Investitionen in AT1-Anleihen europäischer Banken erwiesen sich trotz des Schreckmoments im März (Abschreibung der Credit Suisse AT1s) als ertragreiche Anlagen. Hier setzte sich am Markt die Einsicht durch, dass die europäische Aufsicht eine deutlich andere Sicht auf AT1-Kapital hat als die für die Credit Suisse verantwortliche Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA. Eine komplette Abschreibung der AT1s bei teilweiser Entschädigung der Aktionäre sollte eine Schweizer Ausnahme bleiben.

Auch der Aufbau von langlaufenden Anleihen höchster Bonität machte sich bezahlt. Exemplarisch sind hier die Anleihen von Vonovia und die französische Staatsanleihe zu nennen, die seit Erwerb um etwa 15% zulegen konnten.

Das einzige Segment, das sich in diesem Jahr schwach entwickelte, waren die Anleihen der Immobilienunternehmen. Mit Ausnahme von Citycon und Unibail beendeten die weiteren Anleihen das Jahr im Minus. Die Bereinigung des Sektors dauert länger als erwartet, während sich Immobilienaktien sogar teilweise erholten. Wir trennten uns daher im Laufe des Jahres von unseren SBB-Beständen. Die Anleihen von Aroundtown, Heimstaden, Unibail und Citycon verblieben im Portfolio und bieten unseres Erachtens Erholungspotenzial für 2024.

Den Anleihenanteil mit High Yield-Rating bzw. ohne Rating reduzierten wir im Laufe des Jahres von knapp 90% auf etwa 50%. Die durchschnittliche Rendite des Portfolios lag zum Jahresende bei etwa 7%. Die Nullzinsphase haben wir hinter uns gelassen und nun sind auch wieder Anleihen höchster Bonität ertragreich. Insofern ist es wieder opportun, auch einen Anleihenfonds diversifiziert aufzustellen, um Ertrag und Stabilität in Einklang zu bringen. Die in den letzten Jahren notwendige einseitige Aufstellung in Richtung hochverzinslicher Anleihen war zwar lohnend, sorgte zwischenzeitlich aber auch für erhöhte Volatilität. Die inzwischen wieder sinnvolle Streuung über kredit- und zinsabhängige Anleihen sollte dem Fonds in den kommenden Jahren mehr Stabilität bei weiterhin guter Ertragskraft geben.

Als Reaktion auf die nachhaltige Rückkehr des Zinses und um in Ihrem Sinne bestmöglich davon profitieren zu können, haben wir uns im Anleihensegment mit einem etwas breiteren und auf globale Opportunitäten ausgerichteten Investmentansatz neu aufgestellt. In den vorangegangenen Fondsberichten konnten Sie davon bereits einen ersten Eindruck gewinnen. Erfahren Sie im kommenden Abschnitt mehr über unseren neuen „Kairos-Ansatz“ im Anleihenmanagement.

**„Auch der Aufbau von langlaufenden Anleihen höchster Bonität machte sich bezahlt. Exemplarisch sind hier die Anleihen von Vonovia und die französische Staatsanleihe zu nennen, die seit Erwerb um etwa 15% zulegen konnten.“**

**Andreas Fitzner**



Zukünftiger  
Anleihenfonds

DIE NEUE ANLEIHENSTRATEGIE

PHAIDROS FUNDS  
KAIROS ANLEIHEN\*



von:

**Andreas Fitzner**  
Portfoliomanager

und

**John Petersen**  
Investment Analyst



Das Comeback der Anleihen

Die Niedrigzinspolitik seit der Eurokrise ließ Investoren im Anleihenbereich immer weniger Investitionsmöglichkeiten mit einer Perspektive auf einen positiven Ertrag. Unter dem Mantra „There Is No Alternative“ (TINA) setzten auch konservative Anleger mit immer mehr Risiko auf eine andauernde Kompression der Risikoprämien. Nachdem bereits 2021 Lieferengpässe auf eine durch Fiskalstimuli gesteigerte Konsumentennachfrage trafen, erhöhten im Jahr 2022 die infolge der Invasion Russlands in der Ukraine gestiegenen Energiekosten zusätzlich die Inflation auf ein seit Dekaden nicht gesehenes Niveau und zwangen Zentralbanken dazu, ihre Niedrigzinspolitik abrupt zu beenden.

Auf beiden Seiten des Atlantiks sahen sich die Zentralbanken gezwungen, die Leitzinsen in kürzester Zeit auf mittlerweile 4,0% in Europa und 5,25% in den USA anzuheben, mit dem Ziel, die Inflation wieder in Richtung des Zielbereichs von 2% zu senken. Als ein Resultat dieser konsequenten Zentralbankpolitik ging das Jahr 2022 als eines der schlechtesten Anleihenjahre in die Geschichte ein.

Erste Erfolge sind nun jedoch erkennbar. In den USA scheint die Fed auf oder nahe dem Zinsgipfel zu sein und wird in den kommenden Monaten versuchen, die Inflation durch ein unverändert hohes Leitzinsniveau und mithilfe der deutlich erhöhten Realzinsen schrittweise in den Zielbereich zu führen. Die Erwartung rascher Zinssenkungen ist unseres Erachtens aber überzogen und wirkt dieser sogar entgegen. Denn je mehr sich die Finanzierungsbedingungen am Finanzmarkt und in der Wirtschaft dadurch verbessern, desto konsequenter muss die Fed am restriktiven Kurs festhalten, um den gewünschten Effekt auf Konjunktur und Preise zu erzielen.

Grafik 5  
Entwicklung von Inflation, Zinsen  
und Renditen in Deutschland



Quelle: Bloomberg Eyb & Wallwitz, November 2023



„So schmerzhaft dieser Paradigmenwechsel für die Kapitalmärkte und insbesondere den Anleihenmarkt war, so gilt nun das Mantra „There Are Many Alternatives“ (TAMA). In allen Segmenten des Anleihenmarktes sind aktuell wieder Erträge zu realisieren, ohne dafür erhöhtes Kreditrisiko eingehen zu müssen.“

John Petersen

So schmerzhaft dieser Paradigmenwechsel für die Kapitalmärkte und insbesondere den Anleihenmarkt war, so gilt nun das Mantra „There Are Many Alternatives“ (TAMA). In allen Segmenten des Anleihenmarktes sind aktuell wieder Erträge zu realisieren, ohne dafür erhöhtes Kreditrisiko eingehen zu müssen. Unter Betrachtung des Potenzialwachstums in Europa sollten die Renditen mittel- bis langfristig wieder unter dem aktuellen Niveau liegen. Jedoch ist auch davon auszugehen, dass durch die strukturelle Knappheit von Arbeitskräften, den Investitionsbedarf zur Dekarbonisierung der Wirtschaft, selektives Re-Shoring sowie eine höhere Inflationserwartung von Seiten der Konsumenten das Inflationsniveau und auch die Zinsen über dem Niveau der 2010er Jahre verharren sollten.

Grafik 6  
Attraktivität aktueller Anleiherenditen

	Durchschnittsrendite 2017-2021	Aktuelle Rendite
EUR Investment Grade	0,7%	3,8%
EUR High Yield	3,7%	7,6%
EUR Additional Tier 1	4,4%	9,5%

Quelle: Eyb & Wallwitz, Dezember 2023

**Fazit:** Die Jahre der Zins-Tristesse sind vorbei. Mit Investitionen in solide Unternehmens- und Staatsanleihen lässt sich unter Risiko-Rendite-Gesichtspunkten wieder Geld verdienen. Auch nach Abzug der Inflation. Dies sollte Investoren motivieren ihre Investment-Strategie gegebenenfalls anzupassen.

Unsere Antwort auf das neue Zinsumfeld: Phaidros Funds Kairos Anleihen\*

In Reaktion auf die neuen Realitäten und um von den (zurückgekehrten) Gelegenheiten am Anleihenmarkt im Sinne unserer Kunden bestmöglich profitieren zu können, werden wir die Strategie und den Namen unseres Anleihenfonds Phaidros Funds Fallen Angels anpassen. Der neue Fonds wird vorbehaltlich der Bestätigung durch die luxemburgische Finanzaufsicht Phaidros Funds Kairos Anleihen heißen und ist mit einem breiteren Investmentansatz auf globale Opportunitäten ausgerichtet. Der Fokus auf Unternehmensanleihen bleibt dabei erhalten und das Portfolio wird auch weiterhin die bewährten „Fallen Angels“ beinhalten.

Grafik 7  
Phaidros Funds Kairos Anleihen\* im Überblick

Kriterien	Phaidros Funds Fallen Angels	Phaidros Funds Kairos Anleihen*
Status	Bisherige Strategie	Zukünftige Strategie
Anlagestrategie	Fokus auf globale in Euro denominierte Unternehmensanleihen (insbesondere „Fallen Angels“) aus dem Crossover-Ratingsegment (BBB/BB)	Fokus auf globale Opportunitäten (u.a. weiterhin „Fallen Angels“) über antizyklische Investments in „Ertrags- und Stabilitätsquellen“ mit Fokus auf Unternehmensanleihen über die gesamte Ratingklaviatur
Auszug Anlageuniversum	Unternehmensanleihen (IG/HY) Wandel- und Nachranganleihen, Geldmarkt	Unternehmensanleihen (IG/HY) Staatsanleihen, Wandel- und Nachranganleihen, Geldmarkt
Referenzindex Performance (Ansatz jedoch Benchmark unabhängig)	Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index TRI	Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond Index
Managementgebühr ASK: A/B/C/D Managementgebühr ASK: E	0,70% p.a. 0,55% p.a. (Mindestanlage 2,5 Mio. EUR)	0,55% p.a. 0,40% p.a. (Mindestanlage 2 Mio. EUR)
Performancegebühr	Ja	Nein
Nachhaltigkeit / ESG	Artikel 8 SFDR / „E“ nach BVI	Artikel 8 SFDR / „E“ nach BVI

\* Die aktuelle Benennung des Teilfonds lautet Phaidros Funds Fallen Angels. Sobald die aufsichtsrechtliche Genehmigung der CSSF vorliegt, finden Sie die Publikation zu der Namensänderung und weitere Details auf [www.ipconcept.com](http://www.ipconcept.com).



**„Der neue Fonds wird vorbehaltlich der Bestätigung durch die luxemburgische Finanzaufsicht Phaidros Funds Kairos Anleihen heißen und ist mit einem breiteren Investmentansatz auf globale Opportunitäten ausgerichtet. Der Fokus auf Unternehmensanleihen bleibt dabei erhalten und das Portfolio wird auch weiterhin die bewährten „Fallen Angels“ beinhalten.“**

**Andreas Fitzner**

### Investmentstrategie

Mit dem neuen Ansatz werden wir an den globalen Anleihenmärkten antizyklisch in Ertrags- und Stabilitätsquellen investieren. Antizyklisch heißt für uns, in einem guten Marktumfeld mit auskömmlichen Zinsen auf vergleichsweise niedrige Risikoprämien zu verzichten und mit höheren Bonitäten und Laufzeiten für Stabilität und Rendite zu sorgen. Im Umkehrschluss setzen wir in einem schwierigeren Marktumfeld und bei niedrigen Zinsen aktiv auf gestiegene und wieder auskömmliche Risikoprämien. Entsprechend unseres Weltbildes und der Bewertungsniveaus in den unterschiedlichen Bereichen des Anleihenmarktes steuern wir fortlaufend Kredit-, Durations- und Währungsrisiken. Zum Anlageuniversum gehören vornehmlich Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade- und High Yield-Bereich.

Zur weiteren Diversifikation kann darüber hinaus in Staats- und Wandelanleihen sowie Nachrangpapiere investiert werden.

### Hinweis

Im Zuge der Produktpassung werden wir auch die Kosten senken, die Mindestanlagesumme für die Institutionelle Tranche reduzieren sowie die Performancegebühr abschaffen – alles im Sinne unserer Kunden.

### Exkurs: Kairos als Namensgeber

Viele von Ihnen kennen vielleicht Chronos, den griechischen Gott der Zeit. Sein Name schlägt sich z. B. in der Bezeichnung Chronometer für die Uhr nieder, oder wird verwendet, wenn man von Chroniken und Chronisten spricht. Sein Verwandter, der Gott Kairos ist zwar weniger bekannt, aber keineswegs weniger wichtig. In alten Bildern wird Kairos oft mit Stirnlocke und mit Glatze am Hinterkopf dargestellt. Es sind Symbole dafür, dass man gute Gelegenheiten beim Schopfe packen muss, beziehungsweise sie nicht mehr greifbar sind, wenn man diese vorbeiziehen lässt. In der griechischen Mythologie verkörpert Kairos den Gott des richtigen Augenblicks.

Kairos als Namensgeber für unseren Anleihenfonds Phaidros Funds Kairos Anleihen steht somit für den „besonderen Moment“ bzw. die „besondere Gelegenheit“, die es zu erkennen und ergreifen gilt. Für uns geht es dabei nicht um Market-Timing, sondern um die Qualität der Gelegenheit. Denn für unsere Kunden wollen wir langfristig erfolgreich am Anleihenmarkt investiert sein.

### Der Kairos-Ansatz in unseren Mischfonds und Mandaten

Dieser breitere Investmentansatz im Anleihenbereich findet auch in unseren Mischfonds Phaidros Funds Balanced und Phaidros Funds Conservative sowie in den Mandaten Anwendung. Die Gewichtung und Dosierung einzelner Titel bzw. Anleiensegmente hängt dabei immer wesentlich von den Risiko-Rendite-Profilen der jeweiligen Produktlösungen ab.





## MASSGESCHNEIDERTE MANDATSLÖSUNGEN FÜR PROFESSIO- NELLE UND PRIVATE INVESTOREN

von:

**Dr. Ernst Konrad**  
Lead Portfoliomanager

und

**Ingo Koczvara, CFA**  
Portfoliomanager

Neben unseren vier Phaidros Funds, die im Wesentlichen im Geschäft mit Vertriebspartnern, Banken und Sparkassen sowie Makler- und Beraterpools zum Einsatz kommen, bieten wir auch kundenindividuelle Lösungen in Form von Spezialfonds sowie vermögensverwaltende Mandate an. Aktuell betreuen wir in diesen Geschäftsfeldern ein Gesamtvolumen von rund 850 Mio. EUR. Allein im zurückliegenden Jahr konnten wir Mandate in Höhe von über 150 Mio. EUR hinzugewinnen.



*„Aktuell betreuen wir in diesen Geschäftsfeldern ein Gesamtvolumen von rund 850 Mio. EUR. Allein im zurückliegenden Jahr konnten wir Mandate in Höhe von über 150 Mio. EUR hinzugewinnen.“*

Dr. Ernst Konrad

### Spezialfonds- und Mandatslösungen für professionelle Investoren

In diesem Geschäftsfeld arbeiten wir vor allem mit Family Offices, Stiftungen, Vermögensverwaltungen sowie Pensionskassen und Versorgungswerken zusammen. Wir verwalten das Vermögen passgenau für spezifische Zielsetzungen und sorgen für eine disziplinierte Umsetzung der Investmentstrategie. Dabei unterstützen wir unsere Kunden auch bei der Umsetzung individueller ESG-Anforderungen.

### Vermögensverwaltung für private Investoren

#### Diskretionäre Vermögensverwaltung

Im Rahmen unserer diskretionären Vermögensverwaltung erarbeiten wir mit unseren Kunden individuelle Anlagekonzepte.

#### Fonds-Vermögensverwaltung

Für jeden Investor finden wir die passende Anlagestrategie mittels unserer hauseigenen Phaidros Funds.



www.eybwallwitz.direct

### Eyb & Wallwitz Direct - unser Angebot für Selbstentscheider

Über Eyb & Wallwitz Direct bieten wir eine attraktive Plattformlösung für Selbstentscheider. Als beratungsfreies, digitales Angebot können dort die Phaidros Funds bereits ab dem ersten Euro zu attraktiven Konditionen erworben werden.

Der Anspruch, das Vermögen unserer Kunden intelligent zu investieren, geht Hand in Hand mit einem exzellenten Kundenservice. Beide Komponenten sind das Fundament für eine langfristige und erfolgreiche Kundenbeziehung.

Durch unsere langjährige Erfahrung in diesen Geschäftsfeldern haben wir ein erfolgreiches Kooperationsnetzwerk mit Kapitalverwaltungsgesellschaften und Depotbanken etabliert. Die Zusammenarbeit mit professionellen Partnern ermöglicht eine reibungslose und effiziente Umsetzung aller Einzellösungen.



*„Die überdurchschnittliche Performance unserer Phaidros Funds im Jahr 2023 spiegelt sich dank des „Best-Ideas-Prinzips“ auch in unseren Mandaten wider. Auf der Aktienseite erzielten wir in diesem Jahr über unseren Schumpeter-Ansatz mit Investitionen in „Monopolisten“ und „Herausforderer“ wieder attraktive Erträge, und mit dem Comeback der Anleihen als weitere Renditequelle sehen wir uns für die kommenden Monate und Jahre bestens aufgestellt.“*

**Ingo Koczwara**

Über die persönliche und professionelle Betreuung durch unsere Teams in München und Frankfurt hinaus schätzen unsere Kunden vor allem auch unser Eyb & Wallwitz Online Portal. Zusätzlich zur Endkundenansicht auf individuelle, tagesaktuelle Vermögenswerte stehen angeschlossenen Family Offices oder Steuerberatern aggregierte Ansichten zur Verfügung. Mit wenigen Klicks lassen sich die Gesamtentwicklung, der Bestand, Transaktionen oder die Struktur der Portfolios verfolgen. Die elektronische Postbox bietet zudem Zugang zu Berichten, Dokumenten bis hin zu einzelnen Buchungsbelegen.



www.eybwallwitz.online

### Erfahren Sie mehr über Eyb & Wallwitz Online

**IHR PORTFOLIO.  
JEDERZEIT, DIREKT  
UND DIGITAL.**

Die überdurchschnittliche Performance unserer Phaidros Funds im Jahr 2023 spiegelt sich dank des „Best-Ideas-Prinzips“ auch in unseren Mandaten wider. Auf der Aktienseite erzielten wir in diesem Jahr über unseren Schumpeter-Ansatz mit Investitionen in „Monopolisten“ und „Herausforderer“ wieder attraktive Erträge (siehe auch ab Seite 20 des Investmentberichtes), und mit dem Comeback der Anleihen als weitere Renditequelle sehen wir uns für die kommenden Monate und Jahre bestens aufgestellt (siehe auch ab Seite 28 des Investmentberichtes).

# MAKROPERSPEKTIVEN

SOFT LANDING  
NEUES NORMAL

BTC/USD  
+25%  
87965

How can I help you today?

Tell me a fun fact about the Roman Empire

Make a content strategy for a newsletter featuring the most recent events

2016 2017 2019 2020 2021

Orders  
Assets  
BTC/USD  
ETH/USD  
KPP/USD

Type

Price  
81500  
2450

INVESTITIONSZYKLUS  
RE-SHORING

1 KNOWN UNKNOWN5



## MAKROPERSPEKTIVEN

# AUSBLICK 2024 – INVESTIEREN IM NEUEN NORMAL

von:

**Dr. Johannes Mayr**

Chefvolkswirt

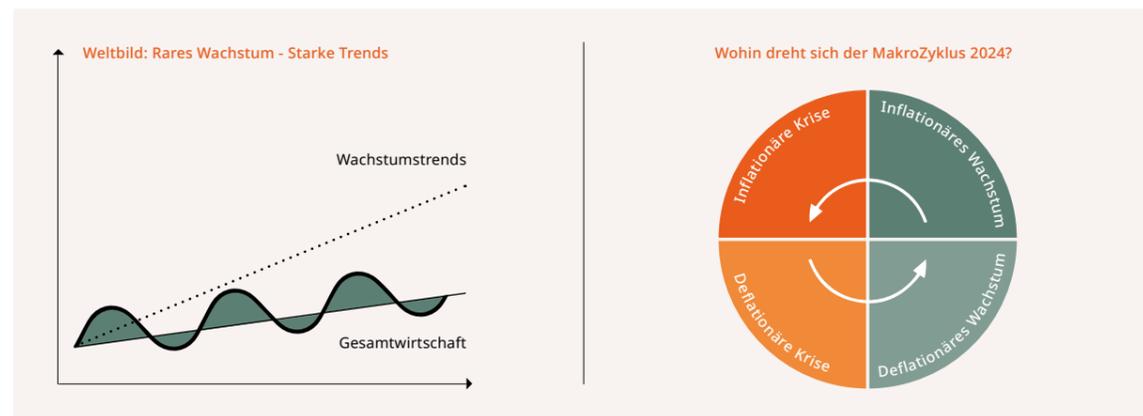
Zum Jahresauftakt sind für uns zwei Fragen besonders relevant: Wohin dreht der Makro-Zyklus nach zwei Jahren des inflationären Wachstums und wo liegt das „neue Normal“ der Zinsen? Und bleiben die Wachstumstrends der vergangenen Jahre auch 2024 die dominanten Treiber oder ist ein Spurwechsel angeraten? Die Antwort fällt differenziert aus. Nach dem Durchschreiten eines Konjunkturtals im Winterhalbjahr dürfte sich die Nachfrage in vielen Regionen der Welt wieder erholen. Das „neue Normal“ der Zinsen dürfte unter dem aktuellen Niveau, aber über dem der vergangenen Jahre liegen. Dennoch werden die großen Trends der digitalen Welt und des Gesundheitssektors wohl erneut die Marktdynamik dominieren, wenn auch etwas weniger aufgeregt begleitet als im letzten Jahr. Bei allen Unwägbarkeiten könnte das Fazit zumindest aus Investorensicht am Ende des Jahres deshalb heißen: 2024 hat sich in etwa so angefühlt wie 2023, nur etwas stabiler. Zumindest für Anleger mit entsprechendem Weitblick sind das gute Aussichten.



„Das „neue Normal“ der Zinsen dürfte unter dem aktuellen Niveau, aber über dem der vergangenen Jahre liegen. Dennoch werden die großen Trends der digitalen Welt und des Gesundheitssektors wohl erneut die Marktdynamik dominieren, wenn auch etwas weniger aufgeregt begleitet als im letzten Jahr.“

Dr. Johannes Mayr

**Grafik 8**  
Wie gestaltet sich unser Ausblick?



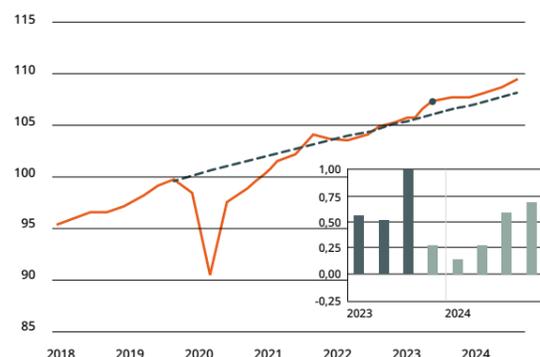
Quelle: Eyb & Wallwitz, November 2023

**Konjunkturausblick: Milde Rezession und Chancen durch Investitionen und Konsum**

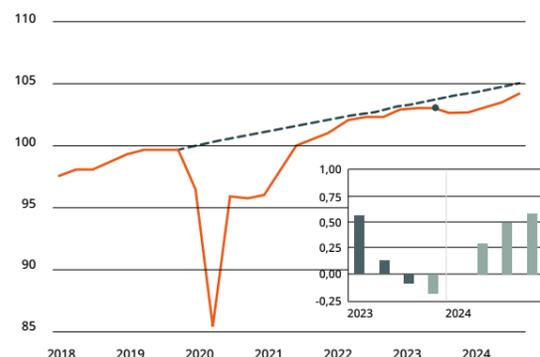
Im vergangenen Jahr ist die US-Wirtschaft erneut um etwa 2,5% gewachsen. In Europa hat das Bruttoinlandsprodukt dagegen kaum mehr als stagniert. Für das Jahr 2024 erwarten wir ein ähnliches Ergebnis. Dahinter steht aber eine dynamische Wellenbewegung der Konjunktur. Denn über das Winterhalbjahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in beiden Regionen zunächst spürbar nachlassen. Die lang erwartete Rezession fällt in den USA aber (milde) aus. Europa wird wohl erst im Sommer wieder positive Wachstumsraten ausweisen.

**Grafik 9**  
Konjunkturausblick: Abschwächung kommt, fällt in den USA aber moderat aus

**Prognose USA 2024: BIP-Wachstum 1,5%-2%**  
US-BIP, Index und Wachstum zum Vq. in %



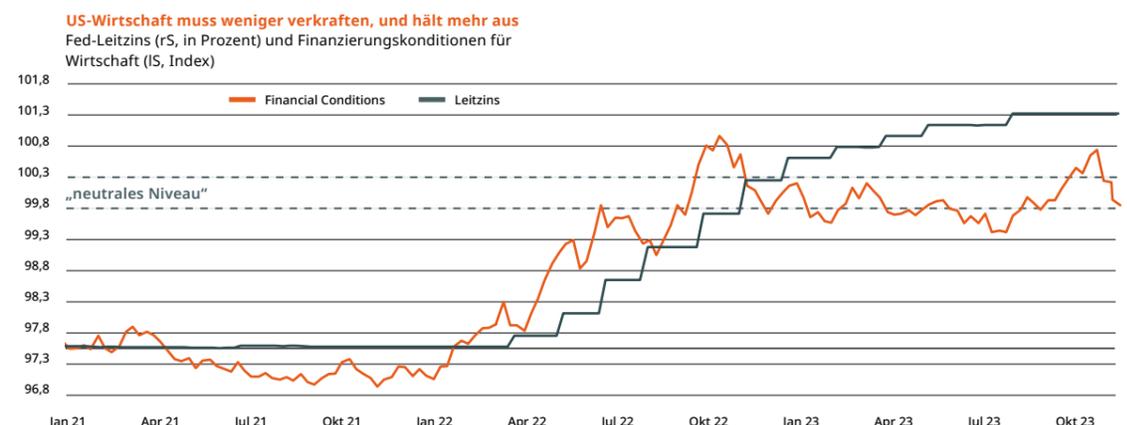
**Prognose Euro-Raum 2024: BIP-Wachstum 0,5%-1%**  
Euro-Raum-BIP, Index und Wachstum zum Vq. in %



Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2023

Die Gründe für die auch 2024 wohl robustere Entwicklung der US-Wirtschaft sind auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite zu finden. So liegt das Wachstumspotenzial in den USA relativ stabil bei etwa 2% p.a. In Deutschland ist es auf nur noch 0,5% gesunken. Die schwache Entwicklung von Bevölkerung und Arbeitsvolumen, der veraltete Kapitalstock und eine stark verbreitete Vollkaskomentalität bremsen die Dynamik. Gleichzeitig wird die Nachfrage in Europa stärker durch die Geldpolitik gedämpft. Denn mit 4% liegt der Leitzins zwar absolut unter dem Niveau in den USA. Gleichwohl wirkt er deutlich bremsender, da sich die Finanzierungskonditionen der Wirtschaft stärker verschärft haben und gleichzeitig das natürliche Zinsniveau niedriger liegt. Zudem fällt auch der Kurs der Fiskalpolitik in Europa restriktiver aus. Während hierzulande der Defizitabbau trotz Konjunkturschwäche Priorität gewinnt, bleibt der Kurs der Fiskalpolitik in den USA durch das politische Patt und die nahende Präsidentschaftswahl quasi unverändert. Das US-Haushaltsdefizit dürfte 2024 erneut bei etwa 6% liegen, in Europa ist ein Rückgang um rund 1 Prozentpunkt auf etwa 3% zu erwarten.

**Grafik 10**  
Zinsen und Finanzierungskonditionen in den USA und Europa



**In Europa sind die Finanzierungskonditionen zu stark gestiegen**  
EZB Leitzins (rS, in Prozent) und Finanzierungskonditionen für Wirtschaft (IS, Index)



Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2023

„In den USA ist trotz höherer Zinsen von einem Investitionszyklus auszugehen. Denn die US-Unternehmen haben auch in der Vergangenheit in Phasen restriktiverer monetärer Konditionen deutlich stärker investiert.“

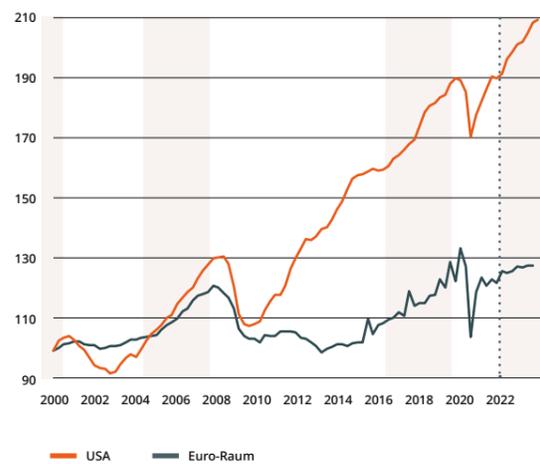
Dr. Johannes Mayr

Im weiteren Jahresverlauf sehen die Aussichten auf eine konjunkturelle Belebung in beiden Regionen dann gut aus. In Europa spricht der Rückgang der Inflation für eine Erholung der realen Kaufkraft und ein Comeback des Konsums. In den USA ist trotz höherer Zinsen von einem Investitionszyklus auszugehen. Denn die US-Unternehmen haben auch in der Vergangenheit in Phasen restriktiverer monetärer Konditionen deutlich stärker investiert. Dies liegt vor allem an dem deutlich höheren Anteil von Investitionen in „geistiges Eigentum“ und insbesondere in Software. Sie machen bereits 40% der gesamten Investitionstätigkeit in der US-

Wirtschaft aus und sind gleichzeitig deutlich weniger zinssensitiv als Investitionen in Maschinen und Gebäude. Unter dem Strich dürfte das reale Wachstum in den USA 2024 bei etwa 2% liegen, in Europa bei etwa 0,5%.

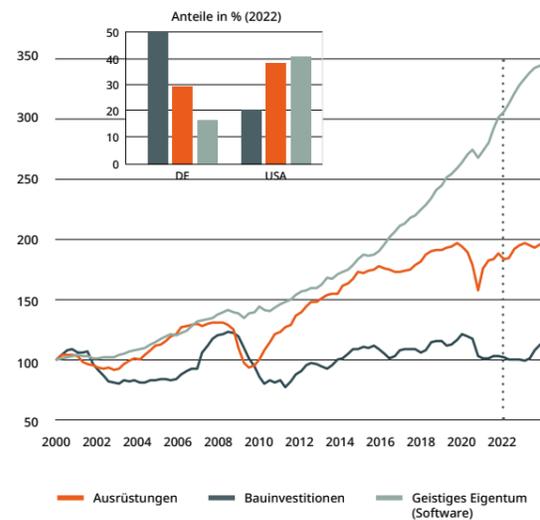
Grafik 11  
US-Investitionszyklus mit mehr Schub

**US-Wirtschaft investiert stärker in die Zukunft** (auch bei höheren Zinsen)  
Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau), real, Indizes, Q1 2000 = 100, graue Flächen = restriktive Geldpolitik



Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2023

**Digitalwirtschaft macht den Unterschied**  
US-Anlageinvestitionen (ohne Bau), real, Indizes, Q1 2000 = 100



**Inflationsausblick: Die 2%-Ziele werden wohl nur zeitweise erreicht**

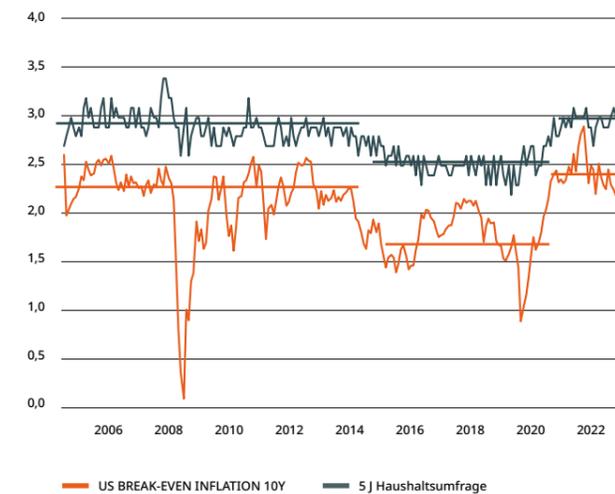
Voraussetzung für eine derart milde Rezession mit anschließender Erholung ist, dass sich die Inflation schrittweise weiter zurückbildet auf ein Niveau, welches von den Notenbanken und der Gesellschaft mittelfristig toleriert werden kann. Dieser Prozess dürfte in Europa rascher verlaufen, da die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bereits spürbar nachgegeben hat. Eine rasche und vor allem nachhaltige Rückkehr zu den 2%-Zielen ist allerdings in beiden Regionen wenig wahrscheinlich. Denn die Inflationserwartungen sind zwar stabil, sie haben sich aber auf etwas höherem Niveau verankert. Die Ursachen hierfür liegen zum einen in der Erinnerung an den Inflationschock in den vergangenen Jahren. Zum anderen in strukturellen Trends wie der demografisch bedingten Knappheit von Arbeitskräften, dem Re-Shoring von lohnintensiver Produktion und der Internalisierung von bisher externen Kosten des Energieverbrauchs. Und schließlich auch in der (zu) hohen Staatsverschuldung, welche eine stärkere Nutzung der Inflationsbesteuerung zum Abbau wahrscheinlich macht. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflation in den USA deshalb nur auf etwa 3% sinken, in Europa auf etwa 2,5%.

„Eine rasche und vor allem nachhaltige Rückkehr zu den 2%-Zielen ist allerdings in beiden Regionen wenig wahrscheinlich. Denn die Inflationserwartungen sind zwar stabil, sie haben sich aber auf etwas höherem Niveau verankert.“

Dr. Johannes Mayr

Grafik 12  
Warum das Inflationsregime wohl etwas höher liegt

**Inflationserwartungen stabil, aber höher**  
Mittelfristige Inflationserwartungen in den USA, in Prozent



Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2023

**Argumente für mittelfristig höhere Inflation**

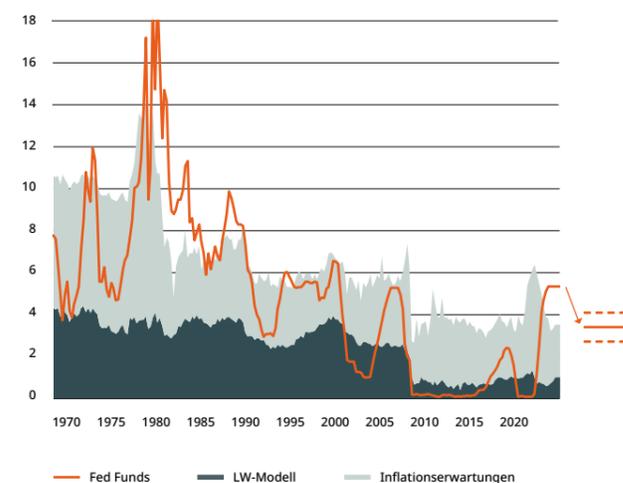
- Adaptive Erwartungsbildung durch hohe Inflation 2022-23
- Re-Shoring von Produktion Neuausrichtung des Welthandels (Ziel: höhere Resilienz)
- Internalisierung externer Kosten u.a. Transformation der Energieversorgung, Schäden des Klimawandels
- Strukturelle Knappheit von Arbeitskräften
- Inflationssteuer zum Abbau der Staatsverschuldung

**Geldpolitik: Das „neue Normal“ für die Fed-Zinsen liegt bei 3-4%**

Mit Blick auf die Geldpolitik ist die Gretchenfrage 2024 nicht mehr, wie hoch der Zinsgipfel liegt. Vielmehr steht im Fokus, wo sich das „neue Normal“ für Leitzinsen und Finanzierungskonditionen einpendeln wird, wie weit also Fed und EZB ihre Zinsen in den kommenden Jahren wieder senken werden. Neben den Inflationserwartungen spielt dabei der natürliche Realzins die entscheidende Rolle als Anker. Aktuelle Schätzungen deuten auf ein etwas höheres Niveau als in den Jahren nach der Finanzkrise hin. In Summe spricht das für ein „neues Normal“ der US-Leitzinsen im Bereich zwischen 3 und 4 Prozent, und damit mittelfristig für moderate Zinssenkungen. Angesichts der Divergenz der konjunkturellen Entwicklung und des stärkeren Abwärtsdrucks auf die Preise könnte die EZB den Zinssenkungszyklus erstmals früher beginnen als die Fed. Auch wenn ein Timing der Zinswende kaum möglich ist, zeichnet sich damit für 2024 ein monetäres Umfeld ab, in dem die großen Wachstumstrends den Finanzmarkt erneut dominieren sollten und gleichzeitig mit Kollateralschäden der bisherigen Zinswende gerechnet werden muss.

**Grafik 13**  
Ausblick Geldpolitik – Wo ist monetär das „neue Normal“?

Schätzungen deuten auf langfristigen Fed-Zins von 3-4%  
Laubach-Williams Schätzung zum natürlichen Realzins (r\*) und 1J Inflationserwartungen der HH sowie Fed-Leitzins, in Prozent



Quelle: Refinitiv, Eyb & Wallwitz, November 2023

**Argumente für höheren Realzins**

- **Produktivitätsschub** (durch KI) erhöht Wachstumspotenzial
- **Anhaltend hohe Fiskaldefizite** treiben Angebot an Staatsanleihen
- **Stärkeres QT** der Notenbanken in Reaktion auf strukturell hohen Inflationsdruck
- **Geringerer Netto-Kapitalzufluss** durch Catch-Up der EMs

**Argumente für niedrigeren Realzins**

- **Wachstumspotenzial** fällt weiter
- **Demografischer Wandel** erhöht Vorsorge-sparen und dämpft Investitionen
- **Notenbankbilanzen** bleiben strukturell hoch
- **USA/Europa** als sichere Häfen in Zeiten von Unsicherheit

**Was uns überraschen könnte**

So viel zum Basisszenario. Natürlich kann auch das Jahr 2024 für Überraschungen sorgen. Während in den vergangenen Jahresausblicken meist die Abwärtsrisiken dominierten, ist unsere Chancen-Risiko-Karte für das kommende Jahr als „ausgewogen“ zu bezeichnen. Neben Inflations- und Zinsentwicklung können auch KI und Staatsfinanzen sowie die (geo-)politischen Weichenstellungen für Schlagzeilen sorgen. Mit den meisten dieser Entwicklungen dürften Wirtschaft und Finanzmärkte aber auch 2024 gut umgehen können. Wirklich relevant für Investoren könnten dagegen erneut Ereignisse und Entwicklungen sein, die nicht auf unserer Chancen-Risiko-Karte auftauchen. Die sogenannten „unknown unknowns“ bzw. „schwarzen Schwäne“.

**Grafik 14**  
Chancen-Risiko-Karte: „Broadly balanced“

Positiv	Negativ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Inflation</b> sinkt rascher, Zinssenkungen und abgebaute Läger geben Investitionen neuen Schub (USA)</li> <li>• <b>Konsum</b> erholt sich, da Arbeitsmarkt stabil bleibt und Kaufkraft steigt (Europa)</li> <li>• <b>Produktivität / Wachstumspotenzial</b> steigt stärker, etwa durch Einsatz von KI / neuen Technologien</li> <li>• <b>China</b> mit neuerlichem Kreditimpuls, der weltweit die Nachfrage stärker anschiebt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Kerninflation</b> in den USA steigt wieder an, u.a. da Inflationserwartungen auf höherem Niveau bleiben</li> <li>• <b>Laufzeitprämien</b> in den USA steigt weiter, u.a. wegen QT und Zweifel an Staatsfinanzen</li> <li>• <b>Kollateralschäden der Zinswende</b>, u.a. bei Banken, am Immobilienmarkt, bei zyklischen Unternehmen (Verschuldungsniveaus)</li> <li>• <b>Politische Risiken</b>, u.a. durch Eskalation USA-China, Flächenbrand in NMO (Anstieg der Rohstoffpreise) oder Polarisierung in USA/Europa</li> </ul>

Quelle: Eyb & Wallwitz, November 2023

# ASSET ALLOKATION

HERAUSFORDERER  
AKTIENRISIKOPRAEMIE  
MONOPOLISTEN



MULTIDIMENSIONAL  
HIGH YIELD  
INVESTMENT GRADE

## ASSET ALLOKATION AKTIEN UND ANLEIHEN - ERTRAG UND STABILITÄT FÜR IHR PORTFOLIO

von:

**Dr. Ernst Konrad**  
Lead Portfoliomanager

und

**Dr. Kristina Bambach, CFA**  
Portfoliomanagerin

### Implikationen für die Asset Allokation

Wenngleich sich aus Investorensicht 2024 in etwa so anfühlen könnte wie ein stabileres Jahr 2023, so ergeben sich durch die langsam sinkende Inflation, dem „neuen Normal“ der Zinsen und dem im zweiten Halbjahr zurückkehrenden Wirtschaftswachstum neue Konzepte für die Asset Allokation.



„Die von uns erwarteten Zinssenkungen ab Mitte des Jahres werden zu einem weiteren Rückgang der Renditen von Staats- und Investment Grade-Anleihen führen, weshalb wir am bereits erfolgten Durationsaufbau festhalten.“

Dr. Ernst Konrad

**Durationsrisiken vor Kreditrisiken**

Für die Rentenmärkte wird auch 2024 das weitere Vorgehen der amerikanischen und europäischen Zentralbanken von zentraler Bedeutung sein. Denn diese müssen das richtige Gleichgewicht zwischen einer gerade noch ausreichenden Straffung zur Inflationsbekämpfung und einer allmählichen Lockerung für weiteres Wirtschaftswachstum finden. Die von uns erwarteten Zinssenkungen ab Mitte des Jahres werden zu einem weiteren Rückgang der Renditen von Staats- und Investment Grade-Anleihen führen, weshalb wir am bereits erfolgten Durationsaufbau festhalten. Zudem befinden sich die Renditen von Staatsanleihen auf dem höchsten Niveau der vergangenen Dekade. Das gegenwärtige Zinsniveau im Investment Grade-Segment sorgt bereits für zufriedenstellende Renditen, so dass wir derzeit Durations- gegenüber Kreditrisiken präferieren.

**Dispersion im High Yield-Segment signifikant – Selektion ist gefragt**

Die im Jahr 2024 anstehende Fälligkeitsmauer wird bei einigen High Yield-Emittenten aufgrund des gestiegenen Refinanzierungsniveaus zu Finanzierungsproblemen führen. Das strukturelle Wachstum im Zuge der Technologisierung impliziert in vielen Geschäftsmodellen der „old economy“ eine anhaltende Schrumpfung. In vielen Fällen sind traditionelle High Yield-Emittenten jedoch genau in den betroffenen Sektoren zu finden. In Verbindung mit dem langsameren Wirtschaftswachstum wird dies bei Emittenten schlechter Qualität zu Ausfällen und Ratingherabstufungen führen. Ein Anstieg der Risikoprämien im schlechten High Yield-Segment wird die Folge sein. Hinzu kommt, dass in diesem Szenario auch mit „Liquiditätsentzug“ aufgrund von Mittelumschichtungen zu rechnen ist, die Hochzinsanleihen unabhängig von emittentenspezifischen Risiken insgesamt unter Druck bringen werden. Doch genau hier entstehen im Jahr 2024 Chancen. Bei entsprechender Selektion bietet diese Dispersion attraktive Opportunitäten für die zugrunde liegenden Risiken. Sobald sich die Spreads im Jahresverlauf ausgedehnt haben, werden wir dies nutzen, um wieder selektive Kreditrisiken aufzunehmen.

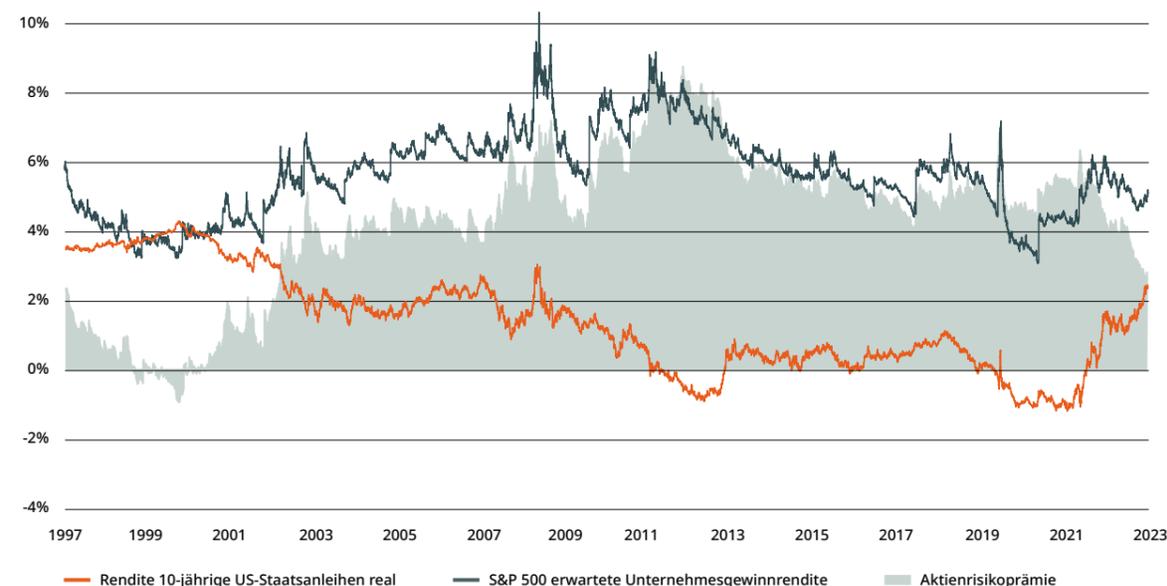
Entsprechend unserer Chancen-Risiko-Karte sind vor allem ein erneuter Anstieg der Kerninflation und damit einhergehend die Notwendigkeit der geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken auch 2024 ein zentrales Risiko für Anleihen. Ein weiteres Risiko für US-Staatsanleihen besteht in einer Ausweitung der Laufzeitprämie. Die Fälligkeit der Zahlungen für die zahlreichen fiskalischen Anreize führte bereits Ende 2023 zu einem starken Anstieg der Laufzeitprämien. Sollte die anhaltende Finanzierung der öffentlichen Defizite eine weitere Ausdehnung der Risikoprämien mit sich bringen, wird sich dies weiter negativ auf US-Staatsanleihen auswirken. Für Bundesanleihen hingegen bieten die öffentlichen Sparbemühungen eine

Chance, auch da rückläufige Staatsausgaben ein schwächeres Wirtschaftswachstum und somit wiederum fallende Renditen implizieren.

**Trotz niedriger Aktienrisikoprämien sorgt die Gewinndynamik für Zuversicht**

Der im Jahr 2022 durch die Zinswende entfachte Gegenwind an den Aktienmärkten überschattete auch 2023 die Fundamentaldaten vieler Unternehmen und könnte sich 2024 zum Rückenwind drehen. Vor allem für das Gewinnwachstum einiger Unternehmen in den von uns favorisierten Wachstumssegmenten sind wir optimistisch. Zwar sind die Risikoprämien im historischen Vergleich auf den ersten Blick relativ niedrig. Sie spiegeln nach unserer Einschätzung aber die Gewinndynamik der nächsten Jahre nicht hinreichend wider.

**Grafik 15**  
Aktienrisikoprämien im Zeitverlauf



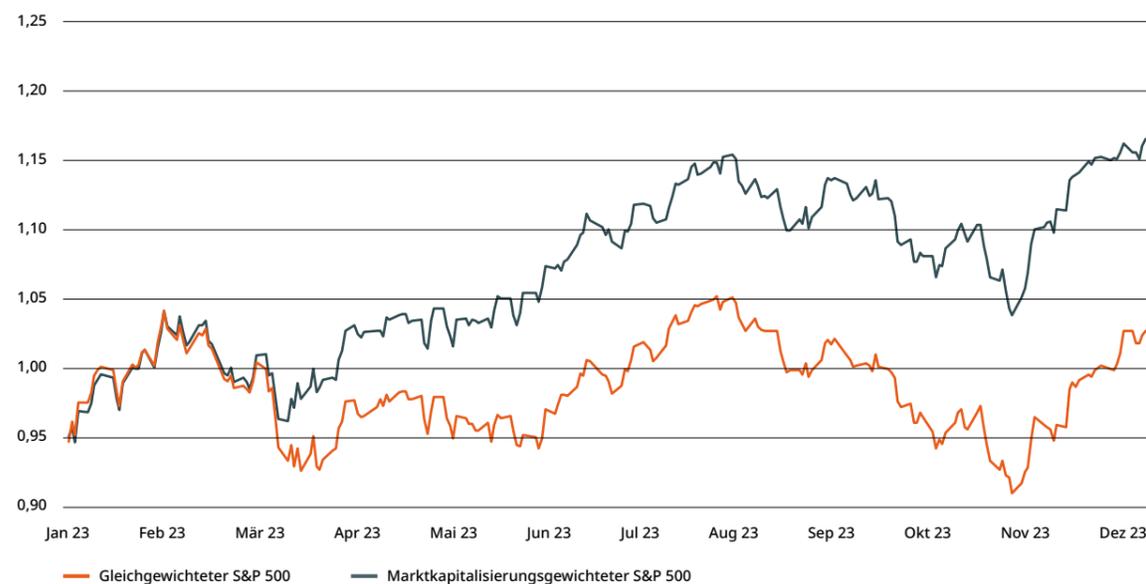
Quelle: Bloomberg, Eyb & Wallwitz, November 2023

Gerade im Hinblick auf die Portfoliounternehmen der Phaidros Funds halten wir perspektivisch eine überdurchschnittliche und nachhaltige Gewinndynamik für wahrscheinlich. Dies lässt sich anhand der nachfolgenden quantitativen Analyse der „Big Techs“ Amazon, Alphabet (Google), Apple und Microsoft darlegen.

Werden diese Aktien in einem Portfolio gleichgewichtet, ergibt sich ein durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis von 22,2 und somit eine zu erwartende Unternehmensgewinnrendite von 4,50% p.a. Parallel dazu notierten inflationsindexierte US-Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren Mitte November 2023 bei einer Rendite von 2,17% p.a., woraus eine prognostizierte Aktienrisikoprämie von 2,33% resultiert. Die Gewinne dieser vier Unternehmen stiegen im Durchschnitt jährlich um 21,6% (CAGR). Diese Steigerung zeigte sich auch über die letzten zehn Jahre durch eine durchschnittliche jährliche Aktienrendite von 23,25% p.a.

Die herausragende Performance der „Big Techs“ führte in diesem Jahr zudem zu einer außergewöhnlichen Divergenz zwischen dem gleichgewichteten S&P 500 und dem marktkapitalisierten S&P 500, in letzterem machen diese vier Unternehmen knapp 20% Indexgewicht aus.

**Grafik 16**  
Divergenz zwischen dem gleichgewichteten und dem marktkapitalisierten S&P 500



Quelle: Bloomberg, Eyb & Wallwitz, Anfang Dezember 2023

Die Big Tech-Unternehmen zeichnen sich nicht nur durch ihre marktbeherrschende Position aus, sondern agieren auch als maßgebliche Disruptoren im Wirtschaftsgefüge. Ihre bedeutende Rolle als Monopolisten in ihrem jeweiligen Kerngeschäft geht Hand in Hand mit ihrer Fähigkeit, traditionelle Geschäftsmodelle zu revolutionieren und innovative Veränderungen in verschiedenen Sektoren voranzutreiben. Deshalb fungieren diese weiterhin in unseren Portfolios als defensive Wachstumstreiber.

**Barbell-Strategie aus Wachstum und defensiven Werten**

Im Rahmen des oben angeführten (Software-)Investitionszyklus ergeben sich jedoch auch abseits der Big Techs für zahlreiche innovative und disruptive Geschäftsmodelle junger Unternehmen verbesserte Profitabilitätsaussichten. Aufgrund erheblicher Kursrückgänge im Zuge des Zinserhöhungszyklus weisen diese vermehrt eine vertretbare Bewertung auf.

Zudem halten wir Qualitätsunternehmen als Portfoliobeimischung weiterhin für unabdingbar. Neben stabilen Margen und Cash-Flows zeichnen sich diese dadurch aus, dass deren Geschäftsmodelle in dem von uns prognostizierten Makro Umfeld erfolgsversprechend sind, aber auch dann, wenn sich dieses aufgrund der „unknown unknowns“ ändert. Solche Qualitätsunternehmen lassen sich in Sektoren wie dem (Luxus-)Konsumbereich, der Medizintechnik oder der Pharmabranche finden.



*„Die Big Tech-Unternehmen zeichnen sich nicht nur durch ihre marktbeherrschende Position aus, sondern agieren auch als maßgebliche Disruptoren im Wirtschaftsgefüge. Ihre bedeutende Rolle als Monopolisten in ihrem jeweiligen Kerngeschäft geht Hand in Hand mit ihrer Fähigkeit, traditionelle Geschäftsmodelle zu revolutionieren und innovative Veränderungen in verschiedenen Sektoren voranzutreiben.“*

**Dr. Kristina Bambach**

**„Untergewichtet hingegen belassen wir Zykliker, Finanzwerte sowie Unternehmen mit einer hohen Verschuldung, die aufgrund der dynamischen Wellenbewegung der Konjunktur sowie den Nachwehen der restriktiven Geldpolitik weiter leiden werden.“**

**Dr. Kristina Bambach**

Untergewichtet hingegen belassen wir Zykliker, Finanzwerte sowie Unternehmen mit einer hohen Verschuldung, die aufgrund der dynamischen Wellenbewegung der Konjunktur sowie den Nachwehen der restriktiven Geldpolitik weiter leiden werden. Sollte sich der Disinflationsprozess entgegen unserem Basisszenario stärker beschleunigen, wird dies bei Unternehmen ohne Preissetzungsmacht durch den anhaltenden Lohndruck zu entsprechendem Margendruck führen. Vor allem Qualitätsunternehmen und Monopolisten können in diesem Szenario mit Margenstabilität überzeugen. Weiter würde ein starker Disinflationsprozess in einem fallenden Zinsniveau resultieren, was wiederum vor allem der Bewertung von Wachstums-

aktien erneut Rückenwind verleihen würde. Beide Implikationen bestätigen uns in der Beibehaltung unserer „Barbell“-Aktienstrategie.

#### **Ausblick strategische Asset Allokation**

Durch das „neue Normal“ sind die Ertragsaussichten für Mischfonds mit einer entsprechenden strategischen Asset Allokation für die kommenden Jahre wieder attraktiver geworden. Doch hierfür bedürfen die bewährten Instrumente der letzten Jahrzehnte einer Anpassung. Die Inflation wird voraussichtlich über dem durchschnittlichen Niveau der letzten zehn Jahre liegen, die restriktive Geldpolitik der Notenbanken resultierte in einem gestiegenen Zinsniveau. Der höhere Zinssockel gewährt Anleihen guter Bonität in einem Mischportfolio eine neue Daseinsberechtigung, da diese nun eine auskömmliche Rendite aufweisen. Zudem fungieren sie als Stabilitätsanker im Portfolio, da die gegenwärtig hohe positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen eine neue Diversifikationsstrategie erfordert. Eine reine Aktien-Anleihen-Gewichtung wird in Zukunft aber nicht ausreichen, weshalb wir diese „multidimensional“ über entsprechende Investment Grade-Anleihen und weniger High Yield-Exposure umsetzen. Wenngleich die Aktienrisikoprämien, insbesondere in den USA, derzeit historisch niedrig sind, sollte die positive Gewinndynamik im Zuge des neuen Investitionszyklus zu Produktivitätsgewinnen führen. Der

hohe Anteil an Technologieinvestitionen verspricht entsprechendes Gewinnwachstum und höhere Gewinnrenditen, weshalb sich die Risikoprämien wieder etwas ausdehnen und positive Kursentwicklungen folgen werden. Bei einer entsprechend konstruktiven Portfolioausrichtung mit offensivem Wachstumsschwerpunkt weisen Aktien nicht nur unter dem Aspekt der Inflation, sondern auch aufgrund von strukturellen Faktoren mittelfristig ein hohes Renditepotenzial auf. In Verbindung mit der „resilienten“ Ausrichtung durch entsprechende (Staats-)Anleihen sollten die Phaidros Funds mittelfristig bei geringerer Volatilität ein höheres Renditepotential als in den vergangenen Jahren aufweisen.

**„Durch das „neue Normal“ sind die Ertragsaussichten für Mischfonds mit einer entsprechenden strategischen Asset Allokation für die kommenden Jahre wieder attraktiver geworden.“**

**Dr. Ernst Konrad**



**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.

**Asset Allokation**

Unter Asset Allokation ist die Verteilung des Vermögens in unterschiedliche Anlageklassen zu verstehen.

**AT1-Anleihen**

Bei Additional Tier 1 Anleihen (AT1-Anleihen) handelt es sich um nachrangige Schuldverschreibungen von Banken, die dem Eigenkapital der Kreditinstitute zugerechnet werden und allen anderen Verbindlichkeiten der emittierenden Bank nachgeordnet sind.

**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.

**High Yield**

Mit dem Begriff High Yield (Hochzinsanleihen) werden höherverzinsliche Anleihen mit einer schwächeren Bonität (unterhalb des Investment Grade-Segmentes) bezeichnet.

**Inflation**

Inflation, auch Preissteigerungsrate oder Teuerung, bezeichnet den Anstieg des allgemeinen Preisniveaus einer Ökonomie.

**Investment Grade**

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

**Kapitalstock**

Alle reproduzierbaren, dauerhaften Produktionsmittel im Eigentum der Unternehmen und des Staates bezeichnet man als volkswirtschaftlichen Kapitalstock. Dies können Fabriken, Maschinen und anderes Produktivvermögen wie z. B. Computer oder Fahrzeuge sein.

**KI – Künstliche Intelligenz**

Künstliche Intelligenz ist die Fähigkeit einer Maschine, menschliche Fähigkeiten wie logisches Denken, Lernen, Planen und Kreativität zu imitieren.

**Mischfonds**

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

**Rallye**

Mit einer Rallye wird oftmals das kurzfristige Ausbrechen von Kursen nach oben bezeichnet.

**Re-Shoring**

Re-Shoring ist die strategische Entscheidung von Unternehmen, ihre Produktions- oder Logistikprozesse aus dem Ausland zurück in das Heimatland zu verlagern.

**Rezession**

Rezession bedeutet, dass die Wirtschaft eines Landes über einen längeren Zeitraum schrumpft. Es liegt also ein wirtschaftlicher Abschwung vor.

**Schwarzer Schwan**

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

**Fondsberichte****S. 12**

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

**S. 17**

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

**S. 22**

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

**S. 26**

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

**S. 29**

**Grafik 5:** Entwicklung von Inflation, Zinsen und Renditen in Deutschland

**S. 30**

**Grafik 6:** Attraktivität aktueller Anleiherenditen

**S. 31**

**Grafik 7:** Phaidros Funds Kairos Anleihen\* im Überblick

**Makroperspektiven****S. 40**

**Grafik 8:** Wie gestaltet sich unser Ausblick?

**Grafik 9:** Konjunkturausblick: Abschwächung kommt, fällt in den USA aber moderat aus

**S. 41**

**Grafik 10:** Zinsen und Finanzierungsbedingungen in den USA und Europa

**S. 42**

**Grafik 11:** US-Investitionszyklus mit mehr Schub

**S. 43**

**Grafik 12:** Warum das Inflationsregime wohl etwas höher liegt

**S. 44**

**Grafik 13:** Ausblick Geldpolitik – Wo ist monetär das „neue Normal“?

**S. 45**

**Grafik 14:** Chancen-Risiko-Karte: „Broadly balanced“

**Asset Allokation****S. 49**

**Grafik 15:** Aktienrisikoprämien im Zeitverlauf

**S. 50**

**Grafik 16:** Divergenz zwischen dem gleichgewichteten und dem marktkapitalisierten S&P 500



### Wichtige Hinweise

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung. Der Kapitalwert und der Anlageertrag eines in diesem Dokument erwähnten Fonds werden ebenso Schwankungen unterliegen wie die Notierung der einzelnen Wertpapiere, in die einer der Fonds bzw. die jeweiligen Teilfonds investieren, so dass erworbene Anteile bei der Rückgabe sowohl mehr, als auch weniger wert sein können als zum Zeitpunkt der Anschaffung. Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken der Fonds entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Grundsätzlich gilt, dass vergangenheitsbezogene Daten kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind. Es kann keine Zusicherung gemacht werden, dass die Ziele der jeweiligen Anlagepolitik erreicht werden. Dieses Dokument ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospekts. Es ist für die allgemeine Verbreitung bestimmt und dient ausschließlich Informationszwecken. Auch ist es weder als Angebot zum Erwerb noch als Anlageberatung auszulegen und bezieht sich nicht auf die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation bzw. auf etwaige Anforderungen von Personen, denen dieses Dokument ausgehändigt wird. Obwohl große Sorgfalt darauf verwendet wurde, sicherzustellen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen korrekt sind, kann weder eine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen irgendwelcher Art übernommen werden noch für alle Arten von Handlungen, die auf diesen basieren. Die Grundlage für den Kauf bilden ausschließlich der Verkaufsprospekt mit dem Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie die Berichte.

Eine aktuelle Version der vorgenannten Dokumente ist kostenlos in deutscher Sprache am Sitz der Verwaltungsgesellschaft IPConcept (Luxemburg) S.A., 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxemburg, sowie auf der Homepage ([www.ipconcept.com](http://www.ipconcept.com)), bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle ERSTE BANK DER OESTERREICHISCHEN SPARKASSEN AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien, und der deutschen Vertriebsstelle Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH, Maximilianstraße 21, D-80539 München, erhältlich. Für Anleger in der Schweiz: Vertreterin ist die IPConcept (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich und die Zahlstelle ist die DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen sowie der Jahres- und Halbjahresbericht können kostenlos bei der Vertreterin in der Schweiz bezogen werden. Weitere Informationen zu Anlegerrechten sind in deutscher Sprache auf der Homepage der Verwaltungsgesellschaft (<https://www.ipconcept.com/ipc/de/anlegerinformation.html>) einsehbar. Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb der Fonds getroffen hat, gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU aufzuheben. Unter [www.eybwallwitz.de](http://www.eybwallwitz.de) sind darüber hinaus alle rechtlichen Dokumente zu unseren Fonds einzusehen.

### Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

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

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

### Unser Investmentteam

**Dr. Georg von Wallwitz, CFA**  
Geschäftsführender Gesellschafter  
Lead Portfoliomanager

**Dr. Ernst Konrad**  
Geschäftsführender Gesellschafter  
Lead Portfoliomanager

**Andreas Zöllner**  
Leiter Mandatemanagement

**Andreas Fitzner**  
Portfoliomanager

**Ingo Koczwara, CFA**  
Portfoliomanager

**Dr. Kristina Bambach, CFA**  
Portfoliomanagerin

**Dr. Johannes Mayr**  
Chefvolkswirt

**John Petersen**  
Investment Analyst

© 2024

Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

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

### Unsere Kanäle für eine offene Kommunikation:



### Anmeldung Newsletter:





[www.eybwallwitz.de](http://www.eybwallwitz.de)