



---

# INVESTMENTBERICHT

2016 / 2017

---

EYB  WALLWITZ



# INHALT

RÜCKBLICK 2016

3

---

GEWINNER DES JAHRES

HOCHZINSANLEIHEN

8

---

VERLIERER DES JAHRES

DIE EU

10

---

PHAIDROS FUNDS BALANCED

13

---

PHAIDROS FUNDS CONSERVATIVE

15

---

PHAIDROS FUNDS FALLEN ANGELS

17

---

SPEZIALTHEMA

DER LÖWE IM GESTRÜPP

19

---

AUSBLICK

DIE ZINSWENDE HAT BEGONNEN

24

---

WICHTIGE HINWEISE

32



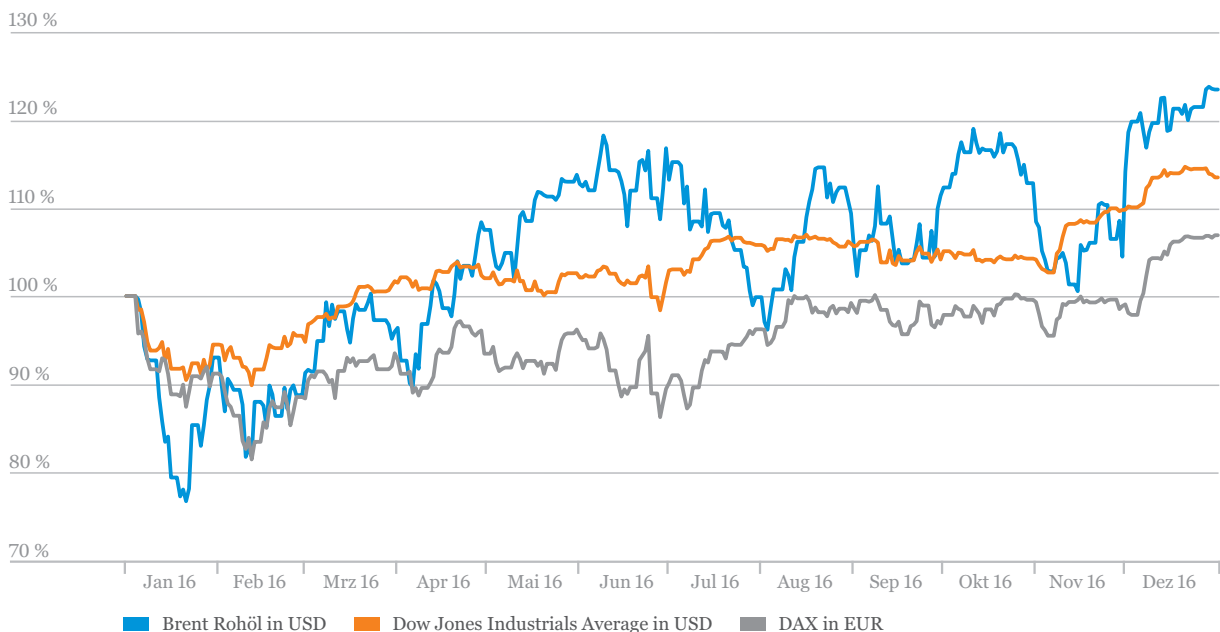
# RÜCKBLICK 2016

Es ist ganz einfach, mit Aktien Geld zu verdienen, solange man nur die richtigen Regeln beachtet. In der ersten Hälfte war „be greedy when everybody else is fearful“ richtig und im zweiten Halbjahr war „Politische Börsen haben kurze Beine“ korrekt. Solange man gewisse andere Regeln missachtete („never catch a falling knife“ oder „the trend is your friend“) konnte man sich am Ende des Jahres an den Aktienbörsen über sehr gute Gewinne (bei den Rohstoffexporteuren), über schöne Gewinne (in den USA) oder passable Zuwächse (in Deutschland) freuen. Das wesentliche Merkmal des Jahres 2016 war aber zweifellos die Veränderung der politischen Konstellation. Dabei war die Wahl von Donald Trump im November nur das leuchtende Ende einer längeren Entwicklung.

## Drei Mal politische Unsicherheit

Das Jahr ging mit dem schlechtesten Jahresauftakt seit Beginn der Aufzeichnungen los. Bis zum 11. Februar fiel der DAX um -19,4%, der Dow Jones um -11%. Zu der Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung in den USA und über die politische Entwicklung in China kam ein crashartiger Einbruch bei den Rohöl-Notierungen (-29,2%) und einigen weiteren Rohstoffen. Gleichzeitig fielen die Zinsen auf immer bizarrere Tiefpunkte und die Stimmung war bald von einem nicht geringen Hauch von Panik geprägt. Aber irgendwann und irgendwie – an der Börse gibt es oft keine konkreten Gründe – setzte sich die Erkenntnis durch, dass die Regierung in China die Lage nach wie vor im Griff hatte, dass die Erdölpreise nicht ins Bodenlose fallen konnten und dass die Zinsen nicht unbegrenzt negativ werden konnten. Und plötzlich drehte der Markt und erholte sich einigermaßen.

*Grafik 1: Nach dem starken Einbruch am Anfang des Jahres drehten die Märkte letztlich wieder ins Plus*

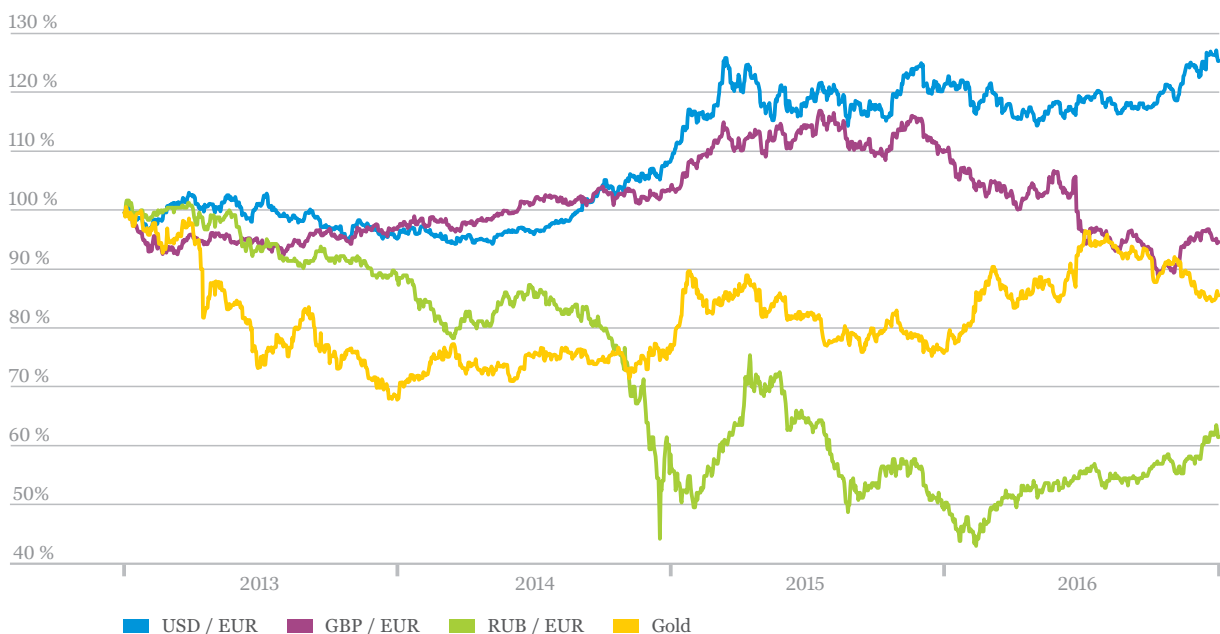


Genau genommen wurden die Exporteure von Rohstoffen – die zu Jahresanfang noch als Todeskandidaten gehandelt wurden – zu den großen Gewinnern des Jahres. Die Aktienindizes von Russland und Brasilien, die in den letzten Jahren nicht immer Freude gemacht hatten, stiegen wie ein Phoenix aus der Asche.

Die erste politische Börse war die Entscheidung der Briten, die EU zu verlassen. Auf diesen Ausgang war niemand vorbereitet, obwohl alle wussten, dass es knapp werden würde. Die mangelnde Vorbereitung der Menschen, der Regierungen und der Börsen mag damit zusammenhängen, dass niemand sich ein Szenario ausdenken mochte, in dem es eigentlich nur Verlierer geben konnte. Die Souveränität und der Wohlstand Großbritanniens würden nicht größer, die Verflechtung mit Europa kaum geringer werden durch einen Austritt. Viel verstörender war der Brexit aber als ein Menetekel, dass die Menschen mit der EU nichts mehr anfangen konnten. Es war offensichtlich ein leichtes, sie als abgehoben und fern der Bedürfnisse der normalen Menschen darzustellen. Es war offensichtlich leicht, sich von den Fakten zu verabschieden und diese durch Erzählungen zu ersetzen. Und zu wenige wollten sich mit Herzblut für die europäische Werte- und Friedensordnung einsetzen.

Zunächst einmal führte der Brexit aber zu einem Absturz des Britischen Pfunds. Die Waren und Dienstleistungen und Immobilien Großbritanniens waren offensichtlich etwa 20% weniger wert als vor der Abstimmung. Die Aktienmärkte sahen aber schnell, dass der Brexit und seine negativen Auswirkungen wohl noch einige Jahre auf sich warten lassen würden – dass die Vorteile in Form einer schwachen Währung aber gleich zu haben waren. Und da die Briten sich in ihrer eigenen Währung verschuldeten, war das Risiko einer Staatsschuldenkrise als Resultat des Referendums auszuschließen. Also würde es zunächst einmal eher besser als schlechter gehen, dachten sich die Börsianer und der unmittelbare Kursverfall an den Aktienmärkten war nach nur drei Tagen wieder vorbei.

*Grafik 2: Am Devisenmarkt lassen sich die unterschiedlichen politischen Entwicklungen der letzten Jahre gut ablesen*

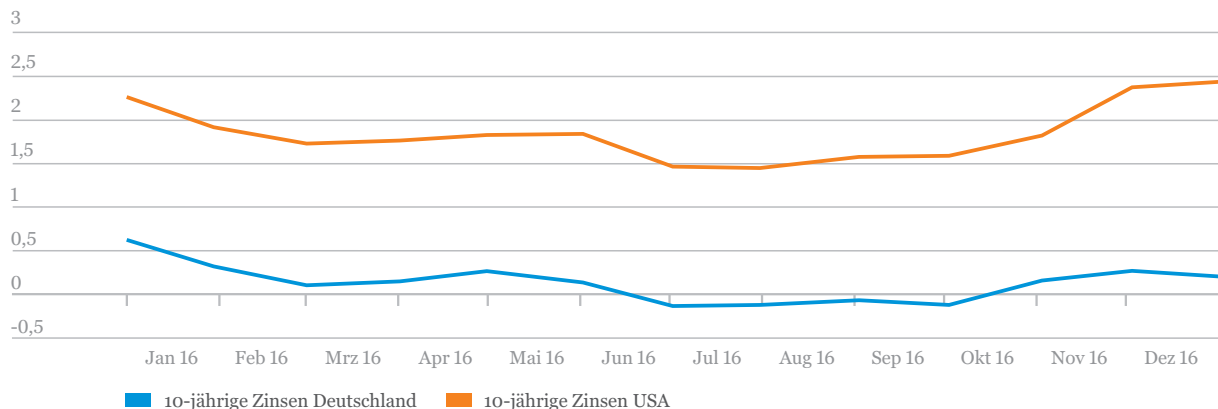


Der zweite politische Schlag war die Wahl Donald Trumps zum 45. Präsidenten der USA. Deren Auswirkungen sind bis heute unabsehbar. Es mag sein, dass der Westen, wie man ihn in der Nachkriegsordnung kannte, durch diese Wahl irreparablen Schaden nimmt. Es mag aber auch sein, dass aus dieser Präsidentschaft eine Technokraten-Regierung hervorgeht, an deren Spitze heftig getwittert wird, die aber sonst kein großes Unheil anrichtet. Was sich heute schon dazu sagen lässt, findet sich im Ausblick.

Die Börsen jedenfalls nahmen die Sache sportlich: Nach etwa drei Stunden drehten sie ins Plus und waren fortan für den Rest des Jahres in Festtagslaune. Wenn Trump als Präsident Geld in die Hand nimmt und investiert, wenn er manche sinnlose Regulierung streicht, wenn er einfach nur die Blockade zwischen Weißem Haus und Kapitol aufhebt, so wäre schon viel gewonnen, dachte sich der Markt und sah damit die Angelegenheit plötzlich ganz anders als noch vor der Wahl, als die Kurse mit jeder für Trump positiven Umfrage fielen.

Ebenso dramatisch wie die Hausse bei den Aktienkursen war das Anziehen der Zinsen. Der Markt ging offensichtlich von einem deutlichen inflationären Effekt durch die Aktionen Trumps aus. Die große Frage ist hier, ob es sich beim Zinstief vom 8. Juli 2016 (10-jährige Staatsanleihen brachten in den USA nur noch 1,37% p.a., in Deutschland lag der Zinssatz bei -0,19% p.a.) tatsächlich um den globalen Tiefpunkt handelt, den wir in unserer Generation sehen werden (zwischen 1880 und 2016 waren die Zinsen nur einmal ähnlich tief, im Jahr 1940 beim Beginn des 2. Weltkriegs). Da die US-Zinsen als globaler risikoloser Referenzzinssatz gelten, ist es für Investoren extrem wichtig, die Richtung der Zinsen abzuschätzen. In den letzten 30 Jahren gingen sie fast nur nach unten. Diese große Rallye bei Zinspapieren (deren Kurs sich invers zum Zins bewegt) mag 2016 zu einem Ende gekommen sein.

*Grafik 3: Langfristige Zinsen in Deutschland und den USA scheinen 2016 ihren Boden gefunden zu haben*



Es könnte also sein, dass die gute Entwicklung der Hochzinspapiere in diesem Jahr das letzte Hurra war vor einem längeren Zyklus fallender Kurse für Staatsanleihen. Diesem Thema widmen wir unser Spezialthema „Gewinner des Jahres“.

Der letzte politische Schock des Jahres war schließlich das Referendum in Italien, in welchem die Bevölkerung eine Reform des politischen Systems ablehnte. Dies war an sich kein Drama, aber es zeigte die große Verdrossenheit der Italiener mit dem Euro.

Denn als Abstimmung über diesen wurde das Referendum weithin empfunden. Die Eurozone galt und gilt vielen Italienern als ein finanzielles Gefängnis, bewacht von Deutschen, welches den Wohlstand und die Freiheit des Landes bedroht. Wenn es nicht relativ bald zu einer echten fiskalischen Union in Europa kommt, wird die Eurozone auseinanderbrechen und die EU hat plötzlich ganz andere Probleme als den Brexit. Diesem Thema widmen wir unser Spezialthema „Verlierer des Jahres“.

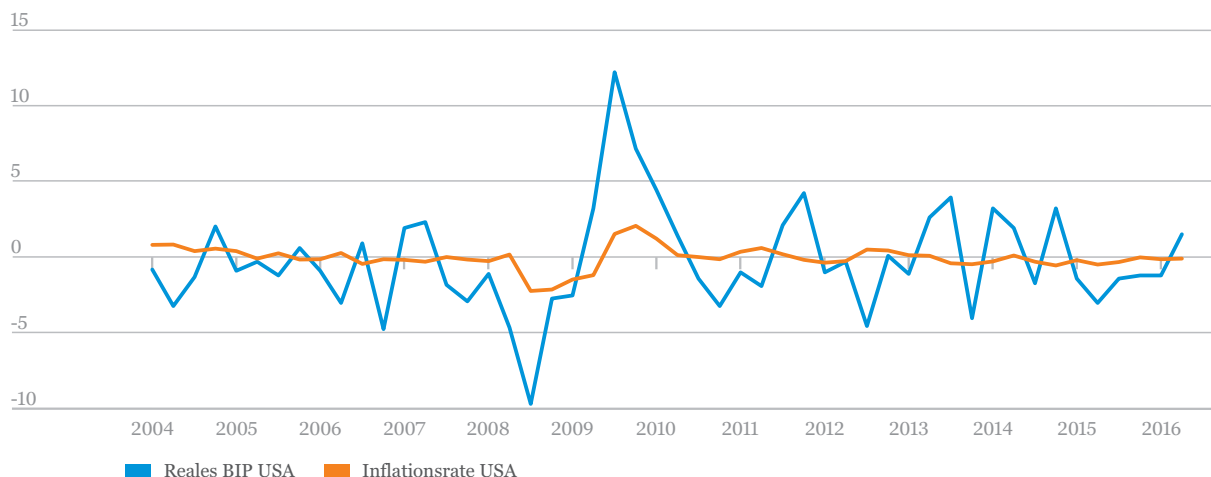
## Ökonomie: Viel Aufregung um wenig Neues

Wirtschaftlich verharrte die Welt in jenem Zustand, den wir „Zeitalter der Stagnation“ nennen. Genau genommen hat sich nicht viel getan in den letzten Jahren. Die weltweite Wirtschaftsleistung hat 2016 um 3,1% zugenommen, das ist nicht viel, aber auch keine Katastrophe.

Zu Anfang des Jahres kam die Befürchtung auf, die USA könnten in eine Rezession geraten – was die Panik an den Börsen im Januar nicht gelindert hat – aber am Ende blieb doch alles beim Alten, die wirtschaftliche Entwicklung war einfach nur lustlos.

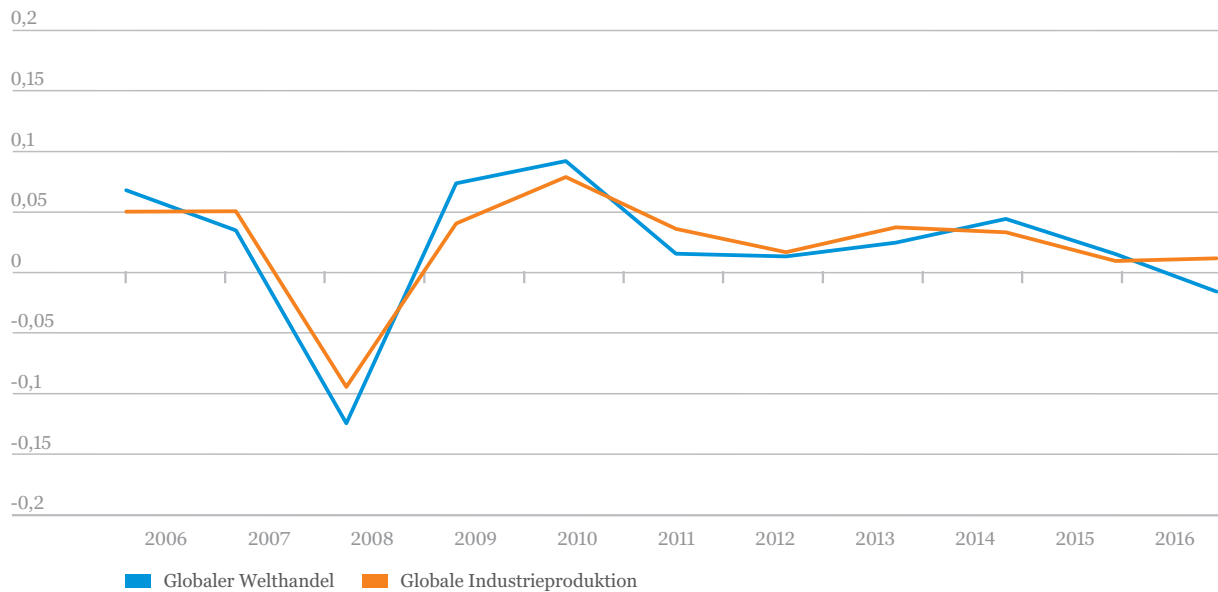
Der Jahresbeginn war ebenfalls von einer erheblichen Unsicherheit über den weiteren Weg Chinas gekennzeichnet. Die dortige Regierungsform, die aus einer Symbiose aus Leninismus und Kapitalismus hervorgegangen war, hatte sich nach Auffassung der Partei zu stark in Richtung Kapital und der damit verbundenen Korruption verschoben. Nun führt die Verbindung von Macht und Geld immer zu Korruption, weshalb es ganz sinnlos ist, Bestechlichkeit in China zu bekämpfen, solange man das System nicht antastet. Aber Staatspräsident Xi Jinping entschied sich dafür, die Macht der Partei und seiner eigenen Person derartig zu steigern, dass die Börsen erhebliche Angst bekamen, was die Ausrichtung Chinas insgesamt und der Wirtschaft im Besonderen anging. Es setzte eine Kapitalflucht ein, die auch noch den Rest des Jahres andauerte (in Deutschland haben chinesische Unternehmen 2016 über EUR 5 Mrd. investiert, in den USA waren es USD 35 Mrd.). Erst mit dem Beginn des Frühjahrs konnte sich das globale Finanzsystem etwas beruhigen.

*Grafik 4: Wirtschaftswachstum und Inflationserwartung sind in den USA zwar angestiegen, bleiben historisch gesehen jedoch verhalten*



Dies schlug sich auch in der Entwicklung des Welthandels nieder, der 2010 noch mit 2% gewachsen war und es 2016 nur noch auf 1% brachte. Wenn wenig investiert wird (in Deutschland sind die Investitionen 2016 trotz der niedrigen Zinsen nur um 0,5% gewachsen), wenn die bisherige Wachstumslokomotive (China) sich verlangsamt, wenn in internationalen Wertschöpfungsketten kaum noch Ineffizienzen auszunutzen sind, wenn die Bevölkerung altert und Innovationen bescheiden sind, dann ist nicht viel zu erwarten für die Weltwirtschaft.

Grafik 5: Der globale Handel und die weltweite Industrieproduktion stagnieren auf einem schwachen Niveau



Das alles ist nicht wirklich bedrohlich und die Wirtschaft kann sich darauf einrichten. Aber zu echtem Optimismus gab es keinen Anlass und entsprechend waren die Aktienmärkte die längste Zeit des Jahres deutlich im Minus. Und umso größer war die Überraschung für die Märkte, als mit der Wahl von Donald Trump nun plötzlich doch ein echter Schub für die US-Wirtschaft (mit den allfälligen Nebeneffekten für den Rest der Welt) möglich schien.

Klar ist aber auch, dass den Vorschusslorbeeren nun tatsächlich höhere Gewinne bei den Unternehmen folgen müssen. Andernfalls wären sie – jedenfalls in den USA – deutlich überbewertet.

Wie lange das derzeitige Umfeld, welches von steigenden Zinsen und steigenden Aktienmärkten charakterisiert ist, stabil bleibt, wird sich noch zeigen müssen. Normalerweise gehen diese beiden Phänomene nicht gut zusammen. Steigende Zinsen sind schlecht für die Unternehmensgewinne und machen Anleihen attraktiver als Aktien, deren Dividendenrenditen mit den steigenden Notierungen dahinschmelzen wie der Schnee in der Frühjahrs Sonne. Aber das ist ein Thema für den Ausblick am Ende dieses Jahresberichts.



## GEWINNER DES JAHRES HOCHZINSANLEIHEN

Wer im Gegensatz zu uns vor einem Jahr behauptet hat, dass mit Anleihen „nichts zu verdienen sei“, lag auch 2016 wie so oft daneben. Trotz der global nach wie vor niedrigen und teilweise sogar negativen Renditen haben die Kurse der meisten Anleihen 2016 zugelegt, auch wenn das Plus vor der Präsidentschaftswahl in den USA schon einmal größer war. Herausragend war wieder einmal das Ramsch- oder –freundlicher ausgedrückt – Hochzinssegment. Vor wenigen Jahren haben viele Investoren über derartige Anlagen noch die Nase gerümpft. Aber der Hunger nach Rendite war letztlich so groß, dass es eben nicht immer ein „Sternelokal“ (sprich Anleihen mit Top-Rating), sondern auch einmal die Imbissbude (sprich Nicht-Investmentgrade) sein durfte. Dieser Sinneswandel kam nicht wirklich freiwillig, sondern wurde den Anlegern von den Notenbanken mit ihren Anleihekaufprogrammen regelrecht aufgezwungen. Insbesondere die EZB, die ja nicht nur Staatsanleihen und Pfandbriefe, sondern eben auch Investment-Grade-Unternehmensanleihen kauft, ist hier zu nennen.

Hochzinsanleihen profitierten 2016 von einer idealen Konstellation: die sich verbessernden Fundamentaldaten, die attraktive Bewertung der Anlageklasse und das günstige technische Umfeld sorgten für eine Wertentwicklung von gut 8%, die nicht nur über der von Staatsanleihen (3,3%) oder Investment-Grade-Unternehmensanleihen (4,7%) aus der Eurozone lag, sondern auch Aktien aus Deutschland (6,9%) und der Eurozone (5,1%) hinter sich ließ.

Unternehmen ohne Investment-Grade-Rating haben in den letzten Jahren überdurchschnittlich von dem gesunkenen allgemeinen Zinsniveau profitiert: Dank der gesunkenen Coupons für Neuemissionen ging die Zinsbelastung zurück. Gleichzeitig konnten viele Unternehmen über die Emission langlaufender Anleihen die Restlaufzeit ihrer Verschuldung deutlich verlängern. Die expansive Geldpolitik hat außerdem für ein zwar nicht besonders hohes, aber zumindest weitgehend stabiles Wirtschaftswachstum mit günstigen Kreditbedingungen gesorgt, so dass die Ausfallquote bei Hochzinsanleihen in Europa auf das niedrige Niveau von 2,5% zurückgegangen ist.

Hinzu kam die attraktive Bewertung zu Beginn des Jahres 2016: Ein Renditeaufschlag von 4,8% gegenüber Staatsanleihen, 4% gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen und einer Durchschnittsrendite von über 5% ließen Hochzinsanleihen nicht nur für uns zum „Objekt der Begierde“ werden, zumindest innerhalb des Anleihesegments.

Last but not least kam Unterstützung von der technischen Seite: Zwar kauft die EZB bisher nur Investment-Grade-Anleihen. Allerdings sorgt sie damit für höhere Kurse und niedrigere Renditen, was die Attraktivität dieses Segments gegenüber den Hochzinsanleihen vermindert. Gleichzeitig ist die Netto-Neuemissionstätigkeit auf den niedrigsten Stand seit der Finanzkrise gefallen. Anders ausgedrückt: Das wachsende Investoreninteresse trifft auf immer weniger Anleihen, in die man investieren kann.



Trotz der sehr guten Entwicklung in den letzten 12 Monaten sollte man sich aber auch einige unschöne Momente ins Gedächtnis zurückrufen. Die Monate Januar bis März waren kein Zuckerschlecken. Die Furcht vor einer globalen Rezession und damit einem sprunghaften Anstieg der Unternehmensinsolvenzen setzte vor allem Rohstofftitel und deren Zulieferer massiv unter Druck und sorgte für deutlich höhere Risikoaufschläge. In dieser Phase verloren Hochzinsanleihen über 3%. Erst mit der Stabilisierung der Rohstoffpreise setzte auch die Kurserholung ein.

Grafik 6: *Wie Phönix aus der Asche: Kursverlauf Anglo American*



Wird 2017 ähnlich erfolgreich verlaufen? Zuerst das Positive: Die Ausfallquote wird im Zuge des von uns erwarteten Konjunkturaufschwungs auf dem niedrigen Niveau verharren. Die Neuemissionen werden hauptsächlich Refinanzierungen bestehender Anleihen sein und damit die Verschuldungskennzahlen der Unternehmen nicht belasten. Gleichzeitig geht das Anleihekaufprogramm der EZB zumindest bis Dezember weiter und verknüpft den Bestand an Anlagealternativen. Da außerdem die Mittelzuflüsse in Investmentfonds typischerweise der Wertentwicklung um einige Monate hinterherlaufen, erwarten wir speziell im ersten Quartal eine erhöhte Nachfrage nach Hochzinsanleihen gerade von Investmentfonds.

Der Wermutstropfen ist allerdings, dass sich dieses günstige Umfeld bereits in den Kursen/Renditen der Hochzinspapiere widerspiegelt. Über die letzten 10 Jahre war der Renditeaufschlag gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen selten so gering wie heute. Diese Tatsache wird dafür sorgen, dass die Wertentwicklung eher durchschnittlich im Bereich 3,5% bis 5% sein wird.



## VERLIERER DES JAHRES DIE EU

Wären wir keine Ökonomen und würden wir nicht über wirtschaftliche Zusammenhänge schreiben, so wäre die Wahl zum Verlierer des Jahres diesmal eindeutig: Syrien, und insbesondere die geschundenen Einwohner von Aleppo. Da diese Orte aber kaum ökonomische Relevanz für die Weltwirtschaft haben, müssen wir uns hier mit einem anderen Verlierer beschäftigen, der Europäischen Union.

Die EU hat eines ihrer wichtigsten Mitglieder verloren und bis heute keine Vorstellung, wie sie mit dem Schwund an Vertrauen, Attraktivität, Bedeutung und Handlungsfähigkeit umgehen will. Sie wird von einem planlosen Hegemon dominiert, ihre Wirtschaft ist seit bald 10 Jahren nicht vom Fleck gekommen und sie hat eine Währung, mit der sich niemand wirklich wohl fühlt. Ihr droht die Schutzmacht USA abhanden zu kommen, während der Ton und der Umgang in der Welt fraglos rauer wird. Sie hat sich im Syrienkonflikt als impotent erwiesen. Es ist schwer, einen positiven Aspekt auszumachen.

Der Brexit war fraglos der größte Schlag. Die Briten mögen wirtschaftlich mehr verlieren als die EU, aber der politische Schaden für Europa könnte irreparabel sein. Die EU hat es offensichtlich nicht geschafft, die Nationalstaaten emotional zu ersetzen. In diesem Fall ist aber die Grundlage für das derzeitige Integrationsniveau nicht gegeben. Das Europäische Parlament wird irrelevant bleiben und es wird keinen nennenswerten gemeinsamen Haushalt geben. So bleibt die Macht bei den Nationalstaaten und der EU fehlt der Unterbau für ihre Pose als Bundesstaat.

Wirtschaftlich gesehen – und das ist der Aspekt, der uns in erster Linie angeht – hat auch die Eurozone erheblichen Schaden genommen. Sie war schon vorher fragil und ist in der heutigen politisch prekären Situation umso größeren Gefährdungen ausgesetzt.

Wie schwierig die Situation in der Eurozone ist, lässt sich am einfachsten an der Entwicklung der Nachfrage ablesen. Nominal lag sie 2016 nur 7% über dem Niveau von 2008. Normalerweise sollte sie pro Jahr um 3% steigen (1% Real plus 2% Inflation) und sollte also heute um 28% über dem Niveau vor der Finanzkrise liegen. (Zum Vergleich: In den USA hat die Nachfrage in dieser Zeit trotz Finanzkrise um 23% zugelegt.) Entsprechend schwach war auch der Preisauftrieb in der Eurozone. Die Inflation lag seit 2009 nie über 2% und brachte es im Durchschnitt nur auf 1,2%.

Das größte Problem der Eurozone ist wahrscheinlich die Divergenz der einzelnen Mitgliedsländer. Seit 2007 ist die Wirtschaftsleistung pro Kopf in Deutschland real um 11% gestiegen, in Frankreich unverändert geblieben und in Spanien und Italien um 8 bzw. 11% gefallen. In Italien geht man davon aus, dass erst 2025 das Wohlstandsniveau von 2007 wieder erreicht wird. Die Eurozone hat also das Gegenteil von dem erreicht, wofür sie ins Leben gerufen wurde: Konvergenz.

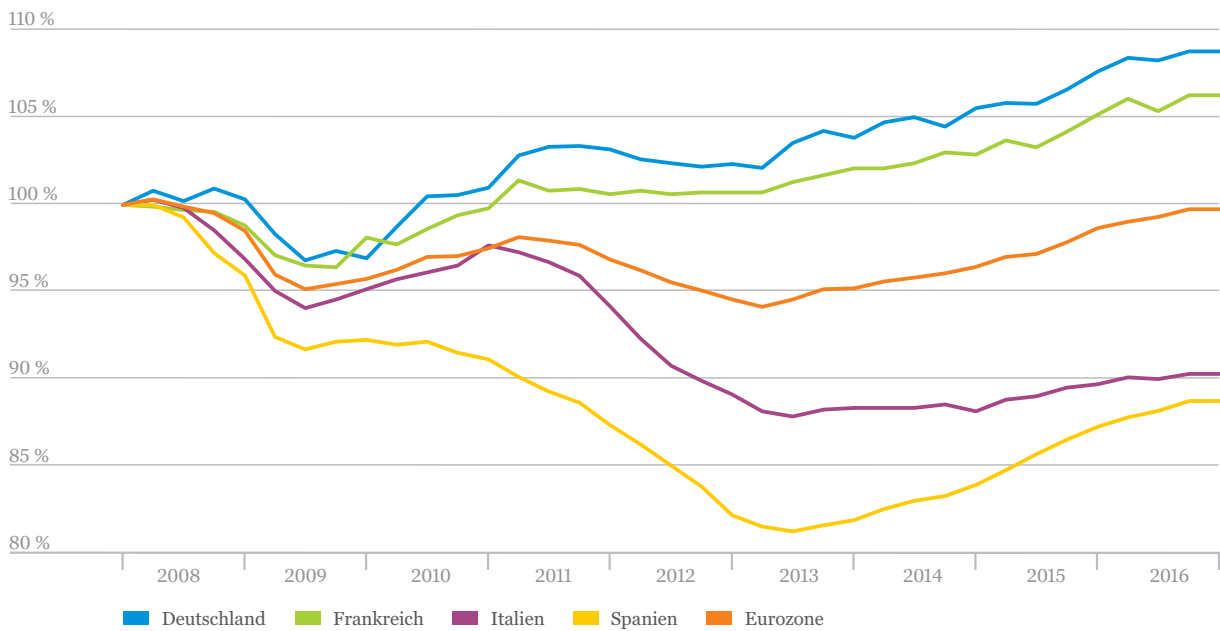
Gewiss hat das Leistungsbilanzdefizit der Eurozone seit den Krisenjahren 2008 und 2011 abgenommen. Das ist an sich eine positive Entwicklung. Aber sie ist lediglich

darauf zurückzuführen, dass die Nachfrage in den Krisenländern zusammengebrochen ist (Italien: - 10%; Spanien: -11%). Das ist keine gesunde Anpassung, sondern Zeichen eines verlorenen Jahrzehnts.

Solange der europäische Hegemon von unbedingtem Sparwillen beseelt ist, wird sich die Situation kaum stabilisieren. Die OECD schlägt schon lange vor, die niedrigen Zinsen für Investitionen in Bildung und Infrastruktur zu nutzen. In Berlin stößt sie damit auf sehr taube Ohren. In den großen Ländern der Eurozone liegen die Investitionen netto bei null.

Wenn die Eurozone nicht sehr bald radikal umsteuert, wird sie große Mitglieder verlieren. Und das wäre wohl das Ende der EU, wie wir sie kannten.

*Grafik 7: Seit der Krise ist die konjunkturelle Schere in der Eurozone (hier gemessen am realen BIP) deutlich auseinander gegangen*





---

# PHAIDROS FUNDS

---



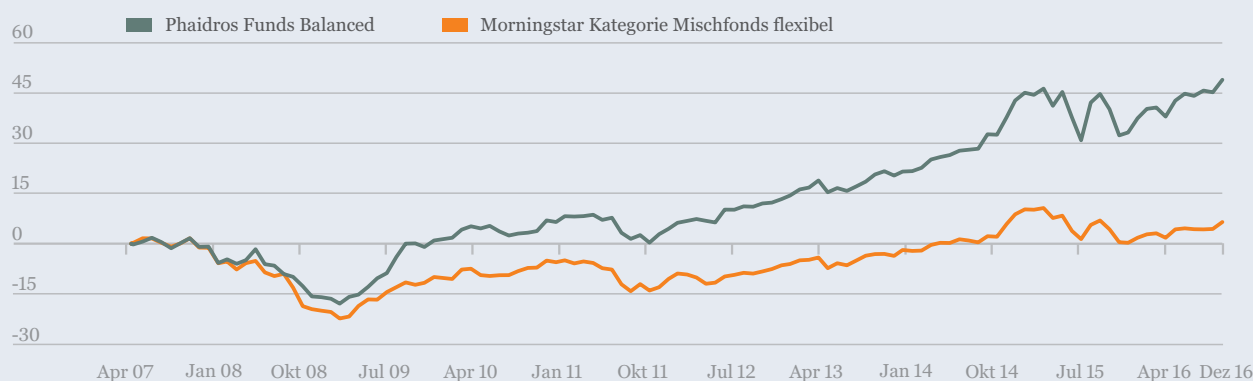


## PHAIDROS FUNDS BALANCED

Der Phaidros Funds Balanced hatte wiederum ein gutes Jahr. Er hat, je nach Fonds-Anteilsklasse, im Jahr 2016 einen Zuwachs zwischen +6,6% und +7,4% erwirtschaftet. Die Performance über 3 Jahre liegt bei +6,6% bis +7,5% und über 5 Jahre bei +7,5% bis +8,2% pro Jahr. Damit liegt der Fonds im obersten Vergleichsgruppe-Quintil über alle Zeiträume.

Die Entwicklung im Hochzinsbereich war besonders erfreulich und hat die größten positiven Beiträge zur Wertentwicklung gebracht. Wir stellen die allgemeine Entwicklung ausführlich in dem Abschnitt über unseren Phaidros Fund Fallen Angels dar, sodass wir uns hier darauf beschränken, die besten Investments herauszustellen: Von unseren fünf größten Performancebringern waren vier Anleihen: Petrobras, Glencore, Anglo American und Avon. Diese Anleihen waren im Vorjahr erheblich unter Druck und hatten damals auch die Fondsp performance belastet. Aber es hat sich ausgezahlt, geduldig zu sein.

Grafik 8: Wertentwicklung des Phaidros Funds Balanced und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe



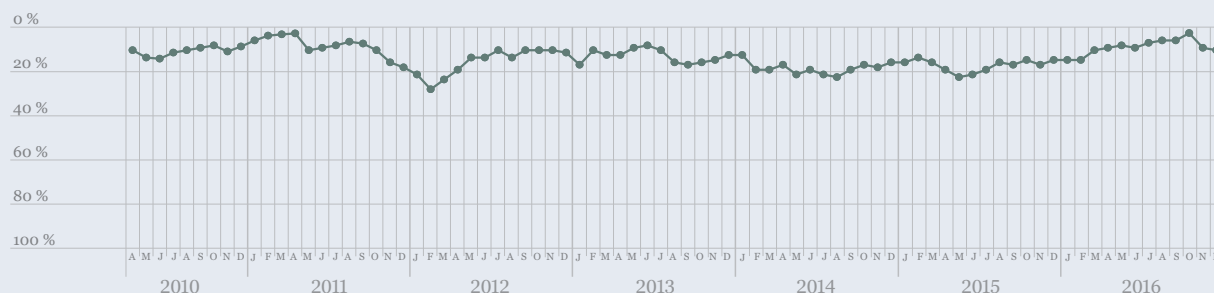
	Phaidros Funds Balanced		Morningstar Peer Group	
	Ret	Vola	Ret	Vola
<b>5J p.a.</b>	8,2	7,6	4,1	5,6
<b>3J p.a.</b>	7,5	8,9	3,2	6,3
<b>1J</b>	7,4	7,9	2,1	5,4

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007*
7,4	6,0	9,1	8,3	10,8	-5,3	9,8	25,4	-16,7	-1,0

\* Rumpffjahr

Grafik 9: Peer Group Perzentil-Platzierung für rollierende 3-Jahresrendite p.a. (mtl. kalkuliert)



Auf der anderen Seite hat der Fonds deutlich mit englischen Aktien nach dem Brexit (Easyjet und Land Securities) verloren, ebenso mit den Aktien der UBS, sowie den Pharmaaktien Roche und UCB.

Die Wertentwicklung an den Aktienmärkten war zunächst vom Einbruch zu Jahresbeginn geprägt. Zwischenzeitlich lag der Fonds mit 9,5% im Minus, aber in dieser Größenordnung kommen immer wieder Rückschläge vor (der DAX hat im selben Zeitraum 18,5% verloren und Hochzinsanleihen teilweise ebenso viel).

Die Jahresendrallye nach den Wahlen in den USA war die zweite große Bewegung an den Aktienmärkten. Sie war motiviert durch die Aussicht, dass die Blockade zwischen Präsident und Kongress aufgelöst wird. Dadurch ergibt sich die Möglichkeit, dass einige sinnvolle Steuervorhaben (die schon von Obama eingebracht, aber von der republikanischen Mehrheit blockiert wurden) verabschiedet werden. Darüber hinaus dürften es einige Sektoren (insbesondere Energie und Finanzen) sehr viel leichter haben unter Trump. Diese Sektoren haben die Wertentwicklung der Indices wesentlich vorangebracht.

Insgesamt war das Jahr nicht sehr positiv für die von uns favorisierten Sektoren: Nahrungsmittel und Pharma sind deutlich hinter den Indices zurückgeblieben. Solche Phasen der relativen Schwäche kommen immer wieder vor und wir haben mittlerweile Übung darin, sie auszusitzen. Denn zu einem sollte man sich nicht verleiten lassen: Auf Grund der vorübergehend besseren Performance qualitativ schlechterer Titel die Strategie zu ändern. Qualität setzt sich am Ende auch an der Börse durch.

Der Schlüssel zu der guten Entwicklung des Fonds war neben den Investitionen in den Hochzinsbereich die Vermeidung von Finanztiteln in Europa und die hohe Gewichtung von US-Titeln im Portfolio. Die europäischen Banken sind nach wie vor schwach kapitalisiert und darüber hinaus mittlerweile deutlich überreguliert. In so einem Umfeld ist es praktisch unmöglich, Geld zu verdienen. In den USA sieht es anders aus, dort ist die Finanzkrise tatsächlich vorbei: Die Kredite fließen wieder normal und die Gewinne reichen aus, um den Aktionären eine Dividende zu zahlen. Eine gesunde Wirtschaft kann es nur geben, wenn die Währung und das Bankensystem auf solidem Fundament stehen. Solange sich dies in Brüssel noch nicht herumgesprochen hat, werden europäische Firmen es weiterhin schwer haben und der Fonds wird einen erheblichen Anteil in Fremdwährungen halten.

Der Fremdwährungsanteil beläuft sich aktuell auf etwa 40%. Dies ist ein für unsere Verhältnisse hohes Niveau. Es spiegelt ein grundsätzliches Misstrauen gegenüber dem Euro wider. Auch in diesem Jahr haben wir aber an den Währungen insgesamt gut verdient – die Verluste in britischen Pfund wurden durch die Gewinne im Dollar deutlich überkompensiert. Da Währungen aber nur schwer auszurechnen sind, haben wir auf diese Position ein besonderes Augenmerk.

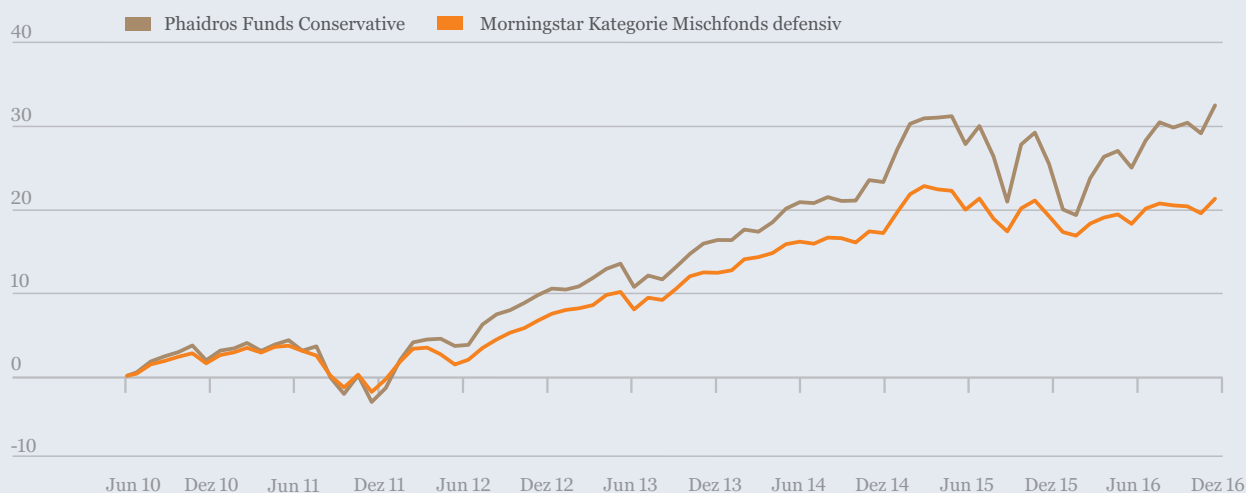


## PHAIDROS FUNDS CONSERVATIVE

Unser konservativer Fonds, der Phaidros Funds Conservative, erreichte mit einer Wertsteigerung je nach Fonds-Anteilsklasse zwischen **+5,2%** und **+5,6%** im Jahr 2016 einen Spitzenplatz innerhalb seiner Vergleichsgruppe. Auch im Drei-Jahres-/ (+4,0% bis +4,4% pro Jahr) und im Fünf-Jahres-Vergleich (+5,7% bis +6,1% pro Jahr) liegt er im obersten Vergleichsgruppe-Quintil.

Aufgrund seiner Struktur ist die Wertentwicklung in hohem Maße von den Anleihemärkten abhängig. Hier zahlte sich erneut unsere Präferenz für Hochzinsanleihen aus, die im Durchschnitt um +8,1% zulegten und damit nicht nur vor Staats- bzw. Investment-Grade-Unternehmensanleihen (+3,3% bzw. +4,7%), sondern auch europäischen Aktien (+2,2%) lagen.

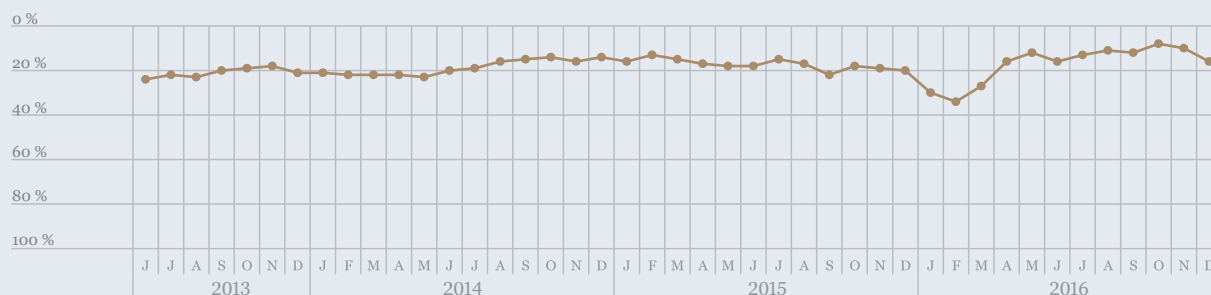
*Grafik 10: Wertentwicklung des Phaidros Funds Conservative und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe*



	Phaidros Funds Conservative		Morningstar Peer Group		2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010*
	Ret	Vola	Ret	Vola							
<b>5J p.a.</b>	6,1	4,4	4,0	3,5	5,6	1,8	6,0	5,3	12,2	-4,4	4,0
<b>3J p.a.</b>	4,4	5,4	2,6	3,7							
<b>1J</b>	5,6	5,7	1,8	3,2							

\* Rumpffahr

*Grafik 11: Percentil-Platzierung für rollierende Dreijahresrendite innerhalb der Vergleichsgruppe*



Dabei begann das Jahr für „risky assets“ denkbar schlecht: Gewinnmitnahmen nach der starken Wertentwicklung 2015, die Furcht vor einer globalen Rezession und die schwachen Rohstoffpreise bescherten Aktien und Unternehmensanleihen deutliche Kursabschläge im Januar und Februar, so dass der Fondspreis zwischenzeitlich um mehr als 7% nachgab. Erst bessere Konjunkturdaten aus China und den USA und die Stabilisierung des Renminbi bereiteten den Boden für eine deutliche Kurserholung bis in den Juni. Das zweite Quartal ging mit einem Paukenschlag zu Ende: Der von kaum jemandem für möglich gehaltene Brexit wurde zur Gewissheit. Die Aktienkurse fielen prompt. Es dauerte bis zum September, ehe die Kursverluste wieder aufgeholt waren. Der zweite Schock kam im November: Donald Trumps Wahlsieg ließ anfänglich die Aktienkurse erneut abstürzen. Am nächsten Tag stiegen sie allerdings wieder auf ihr Ausgangsniveau. Noch schneller passierte die Erholung nach dem Scheitern der Verfassungsreform in Italien im Dezember. Die anfänglichen Turbulenzen waren nach wenigen Stunden abgehakt. Die Ereignisse des Jahres 2016 haben wieder einmal die alte Börsenweisheit „Politische Börsen haben kurze Beine“ bestätigt. Letztlich setzen sich eben doch ökonomische Vernunft und gesunder Menschenverstand durch.

Das Festhalten an dieser Überzeugung hat sich trotz mancher Turbulenzen vor allem bei dem größten Portfolioanteil, den Hochzinsanleihen, wieder einmal ausgezahlt. Hier haben wir die größten positiven Performancebeiträge generieren können: Rohstoffwerte bzw. deren Zulieferer (Petrobras, Anglo American, Glencore, Kinder Morgan, Vallourec oder Arcelor) gewannen zwischen +20% und +50%. Andere Problemfälle aus dem Vorjahr (Bombardier, Tereos und VW) erzielten ebenfalls zweistellige Kursgewinne. Aktien trugen dagegen deutlich weniger zur Wertentwicklung des Fonds bei. Allerdings ragten auch hier einige Titel heraus: Nach der schwachen Entwicklung in den Jahren 2014 und 2015 konnte BASF mit einem Kursplus von +25% glänzen. Erneut gut lief es für unsere alten Favoriten Amazon, Johnson & Johnson, Mastercard und Walt Disney.

Deutlich negativ wirkten sich im Anleiheportfolio lediglich die Papiere der Portugal Telecom aus, da das Unternehmen Insolvenz anmelden musste. Obwohl wir uns bereits im Vorfeld von den Papieren getrennt hatten, blieb ein größerer Verlust übrig. Im Aktienportfolio litten die Starperformer des letzten Jahres, Hamborner und Alstria, aufgrund ihrer starken Zinssensitivität vor allem im letzten Quartal unter den anziehenden Renditen für Staatsanleihen. Negative Ausreißer waren die Aktien von Easyjet und die beiden REITs, British Land bzw. Land Securities, die auf die Brexit-Entscheidung mit jeweils zweistelligen Kursverlusten reagierten. Alle drei Titel wurden nach dem Votum verkauft, so dass zumindest im Falle von Easyjet weitere Kursverluste vermieden werden konnten.

Da wir für 2017 mit einer schwächeren Wertentwicklung im Anleiheportfolio rechnen, wird es darauf ankommen, die Aktienquote immer wieder auszuschoöpfen. Hierfür sehen wir uns dank unserer Modelle und unserer Erfahrung gut gerüstet. Allerdings müssen wir uns wieder an höhere Schwankungen gewöhnen, um auch mit einem als „konservativ“ eingestuften Produkt weiterhin eine akzeptable Wertentwicklung zu erreichen.



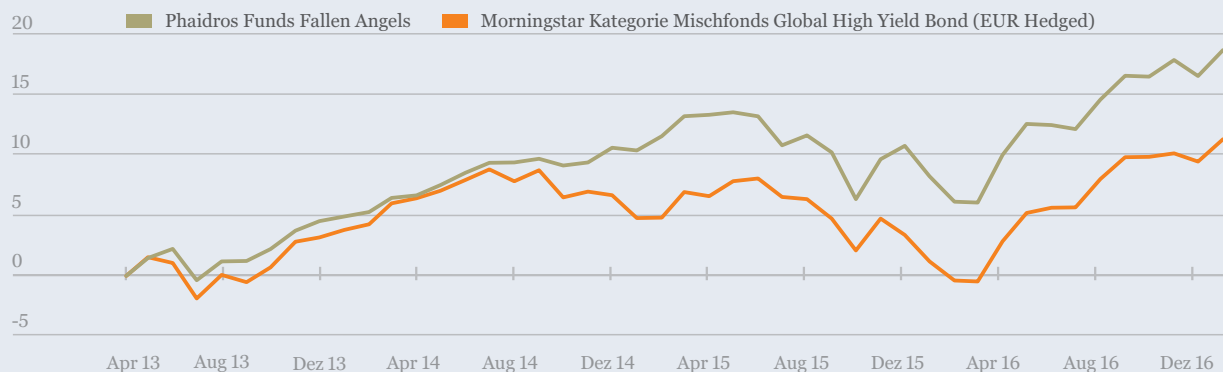


## PHAIDROS FUNDS FALLEN ANGELS

Der Phaidros Funds Fallen Angels war 2016 mit einer Wertentwicklung, je nach Fonds-Anteilsklasse, zwischen **+9,1%** und **+9,6%** der Star innerhalb unserer Phaidros Funds-Familie und belegte innerhalb der Gruppe vergleichbarer Fonds einen Spitzenplatz. Die Performance über 3 Jahre liegt bei **+3,6%** bis **+4,2%** pro Jahr.

Hochzinsanleihen im allgemeinen und „Fallen Angels“ (Anleihen, die ein Investmentgrade Rating hatten, als sie ursprünglich emittiert wurden, seitdem jedoch auf „High Yield“-Status herabgestuft wurden) im speziellen profitierten in den letzten 12 Monaten von einer idealen Konstellation: den sich verbessernden Fundamentaldaten, der attraktiven Bewertung der Anlageklasse und dem günstigen technischen Umfeld. Die meisten Unternehmen haben die günstigen Finanzierungsbedingungen genutzt, um ihre Zinsbelastung zu senken und gleichzeitig die Restlaufzeit ihrer Verschuldung deutlich zu verlängern.

Grafik 12: Wertentwicklung des Phaidros Funds Fallen Angels und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe



	Phaidros Funds Fallen Angels		Morningstar Peer Group		2016	2015	2014	2013*
	Ret	Vola	Ret	Vola				
<b>5J p.a.</b>	-	-	5,7	4,9	9,6	-1,9	5,2	4,7
<b>3J p.a.</b>	4,2	2,9	2,3	4,9				
<b>1J</b>	9,6	3,6	9,9	5,0				

\* Rumpffahr

Das zwar nicht besonders hohe, aber zumindest weitgehend stabile Wirtschaftswachstum hat außerdem die Ausfallquote bei Hochzinsanleihen in Europa auf dem niedrigen Niveau von 2,5% gehalten. Eine Durchschnittsrendite von über 5% Ende 2015 ließ Hochzinsanleihen zum „Objekt der Begierde“, zumindest innerhalb des Anleihe-segments, werden. Auch die EZB hat ihren Beitrag geleistet: Sie kauft zwar bisher nur Investment-Grade-Anleihen, sorgt damit allerdings für höhere Kurse und niedrigere Renditen, wodurch sie gleichzeitig die relative Attraktivität des Hochzins-segments steigert. Da gleichzeitig die Netto-Neuemissionstätigkeit auf den niedrigsten Stand seit der Finanzkrise zurückgegangen ist, sehen sich die Käufer einem immer kleiner werdenden Anleihepool gegenüber.

Besonders positiv entwickelten sich Rohstoffwerte bzw. deren Zulieferer (Petrobras, Anglo American, Vallourec oder Arcelor) mit Kursaufschlägen zwischen +20% und +50%. Aber auch die Sorgenkinder des Vorjahres (Bombardier, Tereos) legten zweistellig zu. Ähnliches gilt für einige Nachrangpapiere wie Delta Lloyd oder Vattenfall. Finanzwerte aus dem Hochzinssegment hatten vor allem aufgrund der ungelösten Bankenkrise in Italien ein schwieriges Jahr und konnten mit dem allgemeinen Marktrend nicht ganz Schritt halten. Wir haben diese Entwicklung allerdings genutzt, um nachrangige Anleihen ausgewählter, gut-kapitalisierter Finanzinstitute zu kaufen (Aareal, ABN Amro, Vienna Insurance).

Auf der negativen Seite ist in erster Linie die Insolvenz der Portugal Telecom zu nennen. Zwar hatten wir die Anleihen bereits im Vorfeld verkauft, erlitten aber trotzdem überdurchschnittliche Kursverluste. Darüber hinaus ist zu erwähnen, dass in den letzten Wochen des Jahres der allgemeine Renditeanstieg die Kurse einiger Langläufer (Telecom Italia, Peugeot) unter Druck gebracht hat.

Auch wenn die Durchschnittsrendite mit gut 4% nicht mehr so hoch ist wie zum Jahreswechsel 2015/16, sind wir der Überzeugung, in dem Fallen Angels Fonds über ein Vehikel zu verfügen, das in dem aktuellen Niedrigzinsumfeld bei vertretbaren Risiken auch weiterhin eine attraktive Verzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaften wird. Erwähnenswert ist außerdem, dass die Schwankungsbreite um etwa 40% unter derjenigen klassischer Hochzins-Fonds liegt. Darüber hinaus bieten Hochzinsanleihen wegen der im Vergleich zu Investment-Grade-Anleihen geringeren Zinssensitivität einen gewissen Schutz vor dem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus.



## SPEZIALTHEMA DER LÖWE IM GESTRÜPP

*„Das Vermögen, richtig zu urteilen und das Wahre vom Falschen zu unterscheiden, welches eigentlich als gesunder Verstand oder Vernunft bezeichnet wird, [ist] von Natur aus bei allen Menschen gleich [...]. [Und] es genügt nicht, einen gesunden Geist zu haben, vielmehr ist es die Hauptsache, ihn richtig anzuwenden.“*

*(René Descartes, Discours de la Méthode)*

Im abgelaufenen Jahr gab es eine Fülle von politischen Ereignissen, die das Potenzial hatten, die Kapitalmärkte zum Beben zu bringen. Brexit, Trump und das Italienreferendum waren dabei am prominentesten, und alle drei Abstimmungen gingen aus Sicht der Börsen schief – zumindest, wenn man sich die Zeitungsartikel, Research-Berichte und Expertenprognosen im Vorfeld der jeweiligen Wahlen ansieht. „Desaster nach dem Brexit [... und] schwere Verwerfungen an den Finanzmärkten“ hieß es im April etwa im *Handelsblatt*; „Amerika wird in eine Katastrophe stürzen“ meinte der Republikaner Ted Cruz über Trump (der immerhin sein Parteifreund ist); „Wenn Renzi fällt, dann wankt Europa“ titelte wiederum *Die Welt* Ende November. Die Resultate entsprachen allesamt den jeweiligen Weltuntergangsszenarien (Großbritannien beschloss den EU-Austritt, Trump wurde zum U.S. Präsident gewählt, und Renzi verlor sein Referendum), die Börsen reagierten aber jedes Mal überraschend freundlich, ja in manchen Fällen sogar euphorisch. Für Investoren war das abgelaufene Jahr daher äußerst schwierig, weil es eine Menge Möglichkeiten gab, falsche Entscheidungen zu treffen. Die Richtigen waren nämlich alles andere als evident. Doch wie kommt es, dass so viele sogenannte Experten derart falsch lagen? Warum war es so schwierig (bzw. so leicht), die richtigen (bzw. die falschen) Schlüsse an der Börse zu ziehen?

Um der Antwort auf diese Fragen etwas näher zu kommen, lassen Sie uns eine kurze (und versprochen simple) Rechenaufgabe durchexerzieren: „Ein Golfschläger und ein Ball kosten zusammen 1,10 Euro. Der Schläger kostet 1 Euro mehr als der Ball. Wie viel kostet der Ball?“. Nun, wenn Ihr Denkapparat so tickt, wie bei fast allen Menschen, dann ist Ihre Antwort mit hoher Wahrscheinlichkeit „10 Cent“. Sie haben dafür vermutlich nicht großartig nachdenken oder gar rechnen müssen; die Antwort kam ganz spontan in Ihren Sinn, ohne großen Aufwand. „10 Cent“ fühlt sich irgendwie auch einfach richtig an, oder? Leider ist die Antwort jedoch falsch, richtig wären „5 Cent“. Um jedoch auf die korrekte Antwort zu kommen, muss man sich ein wenig anstrengen und härter nachdenken als zunächst antizipiert. Seien Sie deswegen aber nicht besorgt, selbst wenn Mathematik bereits in der Schule zu Ihren Lieblingsfächern zählte. Bei diesem kleinen Beispiel scheitert regelmäßig der Großteil der

Menschen – zu dem auch die „wirklich“ schlauen Leute und ehemaligen Mathe-Asse gehören. Die meisten von uns sind nämlich nicht sonderlich reflektierend und sagen „10 Cent“ in derjenigen Sekunde, in der diese sich richtig anfühlende, objektiv jedoch falsche Antwort in unseren Sinn kommt, haken das Problem als erledigt ab und wenden sich schnell anderen Dingen zu. Weitergehende Nachforschungen sind unerwünscht, weil man ja schließlich schnell und sicher die Antwort „wusste“.

Psychologen erklären dieses menschliche Handlungsmuster in der modernen Kognitionswissenschaft mit einem speziellen Modell, das unser Denken über ein duales System beschreibt und steuert: System 1 und System 2. Der Vorreiter auf diesem Forschungsgebiet ist der Psychologe und Nobelpreisträger Daniel Kahneman, der u. a. für die sogenannte Behavioral Finance wichtige Grundpfeiler legte und auch das Modell der mentalen Zweier-Partition maßgeblich prägte. Demnach ist System 1 der in unserem Unterbewusstsein schlummernde, unentwegt operierende Automat, der fortwährend aktiv ist und immer die erste Antwort, den ersten Impuls setzt. Wenn Sie beispielsweise diese Zeilen lesen, denken Sie nicht über jeden Buchstaben nach, um ein Wort zu verstehen; Sie denken auch nicht über jedes Wort nach, um einen Satz zu verstehen. Sie lesen und verstehen einfach – diese Operation übernimmt System 1 für Sie. System 2 hingegen besteht aus unserem bewussten Denken und Überlegen. Es grenzt denjenigen Bereich ab, bei dem wir uns auf ein Problem tatsächlich fokussieren, uns intensiv damit beschäftigen. Wenn Sie die vorherige Frage also intuitiv mit „10 Cent“ beantwortet haben, sprach System 1 aus Ihnen. Um jedoch die korrekte Antwort herzuleiten, mussten Sie System 2 aktiv einbinden und die erste impulsive Antwort von System 1 erst einmal in Frage stellen. Das kostet Mühe und Zeit, weswegen wir System 2 meist nur sehr sporadisch zu Rate ziehen und in der Regel System 1 den Vorzug geben. Doch warum ist das so? Warum denken wir nicht gleich „richtig“ über Dinge nach und sparen uns damit oftmals offensichtlich falsche Antworten?

Die mentale Schizophrenie, die uns die beiden Systeme beschert, ist nicht bloß irgendein wissenschaftlich-hochtrabendes Professorenkonstrukt, sondern war für unsere Entwicklung wichtig und die Menschen schlichtweg überlebensnotwendig. Evolutionär gesehen war es nämlich unabdinglich, dass unsere Vorfahren genauso funktionierten – sprich System 1 immer erst vorpreschte, auch wenn die Antworten manchmal nicht ganz richtig waren. Als sich unsere Gehirne im Paläolithikum entwickelten, sicherte das mentale Dual-System das Überleben der damaligen Jäger-und-Sammler, indem es sie beispielsweise vor großen, gefährlichen Tieren wie einem Löwen im Gestrüpp beschützte. System 1 veranlasste den gemeinen Hominiden in der Altsteinzeit dazu, sofort das Weite zu suchen, sobald es im Dickicht raschelte und ein dumpfes Grummeln von dort zu hören war. Eine statistische Analyse unter Berücksichtigung der empirischen Daten und gründlicher Abwägung aller Fakten – der typische Modus Operandi von System 2 – wäre in einer solchen Situation eher nicht sonderlich ratsam gewesen. Ein kurzer Schock gefolgt von sofortigem Fluchtverhalten war die wesentlich effizientere und auch ratsame Herangehensweise an dieses Problem – die typische Antwort von System 1. Nur so konnten unsere Vorfahren auf Dauer überleben und ihre Gene an ihre Nachkommen weitergeben.

Zeitliche Effizienz ist demgemäß eine wesentlich notwendige Qualität von System 1. Um jedoch derart effizient agieren zu können, darf System 1 keine komplizierten Analysen oder Berechnungen durchführen – das würde schlichtweg zu lange dauern. Vielmehr muss es kognitive Abkürzungen und mentale Operationen zur Hand nehmen, um gemäß dem eigenen Anspruch zu funktionieren – selbst um des Preises willen, dass das Ergebnis manchmal nicht ganz korrekt ist. Daniel Kahneman und sein langjähriger Kollege Amos Tversky nannten diese von System 1 durchgeführten Operationen *Heuristiken*. Beim Löwen im Gestrüpp dient die sogenannte *Verfügbarkeitsheuristik* als wesentliche Orientierungsinstanz bei der Frage, wie man sich angesichts der vermeintlich gefährlichen Situation verhalten soll. Zur damaligen Zeit geschah es mitunter öfter, dass ein Hominide von einem Löwen angegriffen und gefressen wurde – ein Anblick, der für jeden Beobachter sicherlich ein sehr einprägsames Erlebnis gewesen sein muss. Eine solche Erinnerung wurde im Unterbewusstsein abgespeichert und schnell aktiviert, wenn sich eine ähnliche Situation nochmals ergab. Die unbewussten Reaktionen, die sich aus solchen Verhaltensmustern entwickelten und welche System 1 uns vorgibt, wurden uns über die Jahrhunderte tradiert und funktionieren auch heute noch: Viele Menschen haben beispielsweise Flugangst, weil sie systematisch die Wahrscheinlichkeit von Flugzeugabstürzen überschätzen. Statistisch gesehen ist das Reisen mit dem Flugzeug weitaus sicherer als mit dem Auto; die Bilder von tragischen Flugzeugkatastrophen in unseren Köpfen prägen uns aber derart, dass die meisten sich im Auto sicherer fühlen als im Flugzeug – eine typische Ausprägung der Verfügbarkeitsheuristik.

Kahneman und seine Mitstreiter konnten im Laufe ihrer Forschung eine Vielzahl von diesen äußerst verblüffenden Heuristiken entdecken. Die Kenntnis darüber kann uns dabei helfen, im Alltag wie an der Börse oftmals bessere Entscheidungen zu treffen. Wie oft haben Sie beispielsweise mit jemandem zusammen eine Oper angesehen oder saßen im Kino, wo Sie nach wenigen Minuten feststellen mussten: Die Vorstellung ist miserabel! Anstatt jedoch aufzustehen und den Rest des Abends irgendwo anders zu genießen (was sinnvoll wäre), blieben Sie sitzen und harrten die gesamte Vorstellung voller Langeweile aus (was nicht sinnvoll ist). Schließlich haben Sie die Karten ja bezahlt, und diese waren auch noch teuer! Ja? Finden Sie sich wieder? Nun, dann sind Sie der sogenannten *Sunk-Cost-Fallacy* auf den Leim gegangen. Rational gesehen (System 2) wäre es sinnvoll, aufzustehen und zu gehen. Da Sie aber schon viel Geld investiert haben, bleiben Sie, obwohl es nicht wirklich Sinn macht (außer Sie finden es sinnvoll, sich zu langweilen) – das Geld ist futsch, egal ob Sie sich langweilen oder nicht. An der Börse findet sich die *Sunk-Cost-Fallacy* auch sehr häufig wieder: Anleger halten beispielsweise oft an Aktien fest, die bereits ordentlich Verluste angehäuft haben. Eigentlich sollte nur die Erwartung über die zukünftige Wertentwicklung die entscheidende Rolle spielen, ob man sie weiter im Depot hält oder nicht. Meist wartet man aber (vergeblich) darauf, dass sich die Aktie wieder erholt; man hat ja schließlich so viel dafür gezahlt!

Interessant ist auch die sogenannte *Social-Proof-Heuristik*: Stellen Sie sich vor, Sie stehen irgendwo draußen im Freien – beispielsweise an einer Straßenkreuzung –, und die Leute um Sie herum schauen plötzlich alle gen Himmel; was machen Sie? Richtig: Sie schauen ebenfalls hin. Oder: Eine Person im Theater fängt nach einer Szene plötzlich an zu Klatschen; was machen die meisten Leute? Richtig: Sie fangen

ebenfalls an zu Klatschen. Dies alles sind Beispiele für die *Social-Proof-Heuristik*, die manchmal auch als Herdentrieb bezeichnet wird und ihre Wurzeln ebenfalls in der Evolution hat. Stellen Sie sich vor, dass Sie als Cro-Magnon-Mensch vor rund 30 Tausend Jahren in der Savanne stehen und alle um sie herum fangen plötzlich zu rennen an; was machen Sie? Richtig: Sie rennen ebenfalls los, ohne groß nachzudenken. An der Börse ist der Herdentrieb ebenfalls sehr prominent und kann sehr lukrativ (solange die Blase anschwillt), aber auch sehr gefährlich sein (sobald die Blase platzt).

Eine sehr verbreitete und äußerst hartnäckige Heuristik ist der sogenannte *Confirmation Bias*. Dieser beschreibt die Tendenz, neue Informationen dergestalt zu interpretieren, dass sie mit unseren bestehenden Theorien und Weltanschauungen übereinstimmen. Diese Heuristik entspricht also einem mentalen Filter, der ankommende Informationen derart verändert, dass sie mit unseren Überzeugungen kompatibel sind. Sehr beliebt ist dieser Bias (engl. für kognitive Verzerrung) bei Wirtschaftsjournalisten, die bestimmte Theorien aufstellen und dann „handfeste Beweise“ liefern, um ihre Ansichten zu untermauern. Haben Sie schon einmal so etwas gelesen wie „Apple ist deshalb so erfolgreich, weil das Unternehmen besonders innovativ und kreativ ist“. Oder: „Der Dax ist heute Nachmittag eingebrochen, weil der Dollar so stark angestiegen ist“. Beide Aussagen können zwar richtig sein oder zumindest einen Teil der Wahrheit widerspiegeln. Allerdings gibt es mit Sicherheit zahlreiche innovative Unternehmen, die kein Apple geworden sind. Es gab auch eine Vielzahl von Tagen, an denen der DAX gestiegen ist, obwohl der Dollar aufwertete. Der Confirmation Bias hilft uns, einen passenden Grund für eine bereits mental prädisponierte Antwort zu finden, vor allem auch im Asset Management: Ist die Performance eines Fonds besonders gut, liegt das aus Sicht des Managers meist an der guten Titelselektion und Investmentstrategie. Man hat die Aktien ja schließlich sorgfältig ausgewählt. Ist der Fonds im Minus, liegt das fast immer an der schlechten Gesamtstimmung am Markt. Man kann ja schließlich nichts dafür, dass der Markt so stark fällt.

Zahlreiche andere Heuristiken begegnen uns auch immer wieder im Alltag, und wir tendieren leider dazu, immer wieder in die selben Fallen zu treten. Welche Aussage gefällt Ihnen z. B. besser: „Diese Salami hat einen Fettgehalt von 60%“; oder: „Diese Salami ist zu 40% fettfrei“. Wenn sie wie die meisten Leute ticken, unterliegen Sie dem sogenannten *Framing* und greifen im Supermarkt zur zweiten Salami, obwohl beide Aussagen effektiv dasselbe beschreiben. Oder kennen Sie den sogenannten *Anker-Effekt*? Ein kleines Beispiel hierzu: Die Bevölkerungszahl Brasiliens liegt bei etwa 200 Millionen Einwohnern. Glauben Sie, dass Chile mehr oder weniger als 65 Millionen Einwohner hat? Schätzen Sie bitte, wie viel Einwohner Chile hat. Haben Sie eine konkrete Zahl im Kopf? Der Anker-Effekt beschreibt, wie uns vorgegebene Werte und Zahlen bei Schätzfragen beeinflussen. Chile hat knapp 18 Millionen Einwohner. Was haben Sie geschätzt? Etwa höher? Willkommen beim Anker-Effekt.

System 1 verursacht diese und noch viele andere kognitive Verzerrungen in unserem Denken, um möglichst schnell und effizient Handlungsempfehlungen abgeben zu können. Geschwindigkeit wird dabei oft mit einem Verlust an Präzision erkaufte. Dabei gibt es immer auch Grenzen für System 1, da es naturgemäß nicht alles

Mögliche schlussfolgern kann. Das menschliche Gehirn verlangt Ordnung, die Welt muss für uns einen Sinn ergeben. Wir wollen geradezu, dass alles um uns herum Sinn macht. Da die Welt aber zu kompliziert ist, muss unser Gehirn Informationen effizient filtern, um die Komplexität zu verringern. Ebendiese Aufgabe leistet System 1. Ein Wirtschaftsjournalist würde niemals einen Satz schreiben wie: „Der DAX ist heute aufgrund von 1.000 Gründen oder einer Mischung dieser Gründe gestiegen, aber genau spezifizieren lässt sich der Anstieg um mehr als 4% nicht“. Das würde ihn wahrscheinlich nicht nur seinen Job kosten, sondern auch uns Leser unbefriedigt zurücklassen. Besser ist da schon eine konkrete Begründung, etwa, dass die positiven Konjunkturdaten die Anleger in Hochstimmung versetzt haben, oder?

Als Investoren versuchen wir uns der Problematik des mentalen Dual-Systems bewusst zu sein und möglichst nicht in die Fallen zu tappen, die System 1 für uns legt. Auch an den Kapitalmärkten ist schnelles Handeln oftmals „überlebenswichtig“, und gute Manager werden in solchen Situationen von Erfahrung und ihrem Bauchgefühl geleitet. Dabei geht es vor allem darum, einen guten Kompromiss zwischen System 1 und System 2 zu finden, um vernünftige und langfristig erfolgreiche Entscheidungen zu treffen. Das Zusammenspiel aus beiden Systemen kann äußerst fruchtbar und kreativ sein und das eigene Handeln in die richtigen Bahnen lenken. Denn wie René Descartes schon vor knapp 400 Jahren in seinem Werk *Discours de la Méthode* beschrieb, geht es in der Hauptsache darum, unseren vorhandenen Geist richtig anzuwenden – im Alltag wie auch an der Börse.

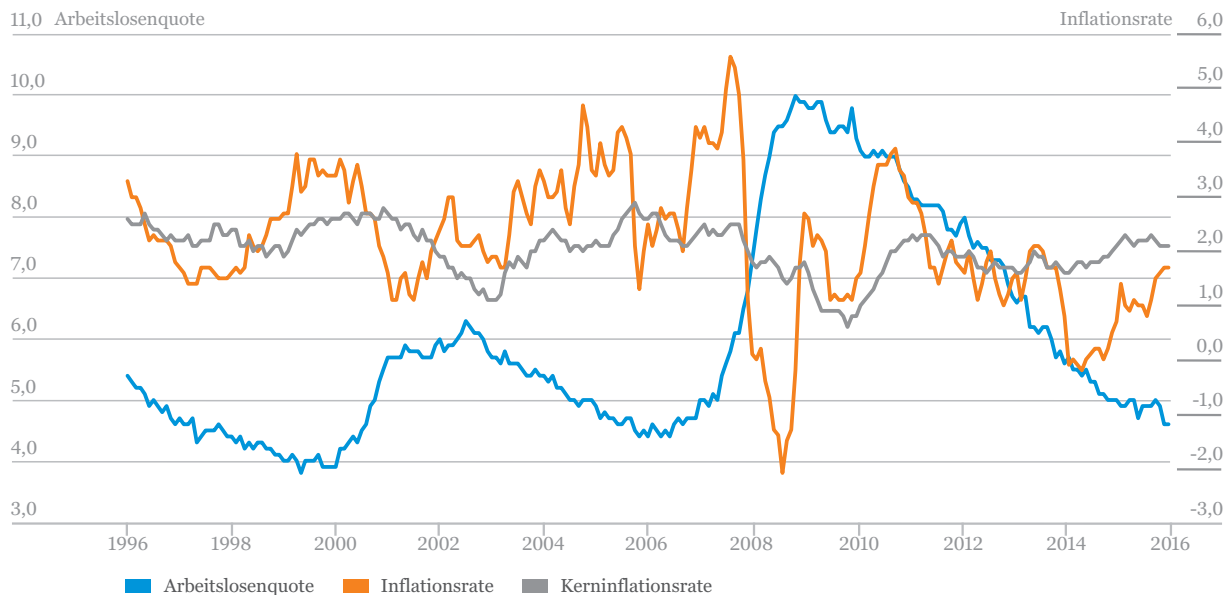


## AUSBLICK DIE ZINSWENDE HAT BEGONNEN

An der Börse ist es manchmal wie im Fußball: „Das nächste Spiel (in unserem Fall: Jahr) ist immer das schwerste“. Dafür, dass dies das Motto für das Kapitalmarktjahr 2017 werden wird, gibt es einige gute Gründe. Das „Primat“ der Geldpolitik neigt sich seinem Ende zu. Seit der Finanzkrise ist sie der Garant einer stabilen und verlässlichen Entwicklung der Weltwirtschaft und insbesondere der Finanzmärkte. Aber in letzter Zeit wurden ihre Impulse trotz etlicher kreativer Einfälle immer schwächer, während die unerwünschten Nebenwirkungen (Stichwort: Spekulationsblasen oder Verschleppung von Strukturreformen) immer stärker in den Vordergrund treten.

Auch wenn eine abschließende Würdigung noch aussteht, haben die Notenbanken ihr Möglichstes für die Linderung der Folgen der Finanzkrise getan und zumindest in den USA auch ihr Ziel einer Ankurbelung des Arbeitsmarktes und der Vermeidung einer deflationären Abwärtsspirale erreicht. Durch die Ausweitung ihrer Bilanzsumme von USD 900 Mrd. im Jahr 2007 auf in der Spitze USD 4.500 Mrd. ist es der FED gelungen, die Arbeitslosenquote auf 4,6% zu senken. Gleichzeitig steigen die Preise auch wieder in Richtung des angestrebten Niveaus von 2% (die Kerninflationsrate liegt sogar schon darüber (vgl. Grafik 13)).

Grafik 13: Arbeitslosenquote und Preissteigerung sind in der Nähe der Zielwerte



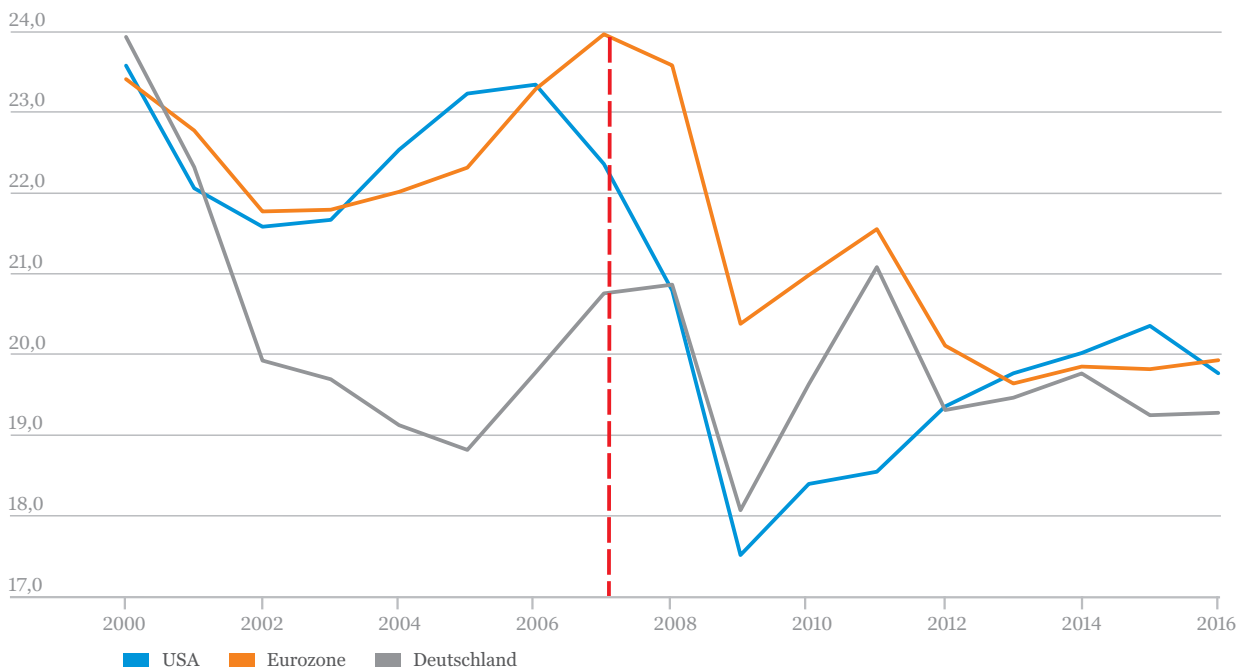
Diese Entwicklung hat die FED bewogen, nach einer Pause von einem Jahr im Dezember erneut den Leitzins anzuheben. 2017 werden voraussichtlich drei weitere Schritte folgen. Auf ihrer letzten Sitzung hat die EZB zwar eine Verlängerung des Anleihekaufprogramms bis Dezember 2017 beschlossen. Aber ab April werden die monatlichen Käufe von EUR 80 Mrd. auf EUR 60 Mrd. gesenkt. Die japanische Notenbank wird an ihrem jüngst eingeschlagenen Kurs der Stabilisierung der Zinsstrukturkurve festhalten, d.h. negative Renditen am kurzen und leicht positive Renditen am langen Ende, zumindest bis sich die Inflationsrate bei über 1% eingependelt hat.



Auch wenn die Finanzmärkte bislang relativ entspannt auf diese Entwicklung reagiert haben, ist nicht garantiert, dass es 2017 nicht doch noch zu „Unfällen“ kommt. Wir erinnern uns alle an das sogenannte „Taper Tantrum“ aus dem Jahr 2013, als Ben Bernanke nach der Ankündigung einer weniger generösen Liquiditätsversorgung von den Finanzmärkten mit einem sprunghaften Renditeanstieg zur Wiederaufnahme des Anleihekaufprogramms „gezwungen“ wurde.

Die Trendwende in der Geldpolitik könnten die Finanzmärkte leicht verdauen, wenn der private Sektor weltweit genug Eigendynamik hätte, um ein zufriedenstellendes Wirtschaftswachstum herbeizuführen. Zwar gibt es in den USA und zuletzt auch in der Eurozone, vor allem in Deutschland, ermutigende Signale vom privaten Verbrauch. Die private Investitionstätigkeit und die Industrieproduktion bleiben aber immer noch trotz der guten Finanzierungsbedingungen weit hinter den Erwartungen zurück. 2017 wird deshalb das Jahr der „Wiederauferstehung“ der guten alten Fiskalpolitik werden (vgl. Grafik 14).

Grafik 14: Der Anteil der Investitionen an der Wirtschaftsleistung ist seit der Finanzkrise deutlich rückläufig



## Hoffnungen ruhen auf Fiskalpolitik

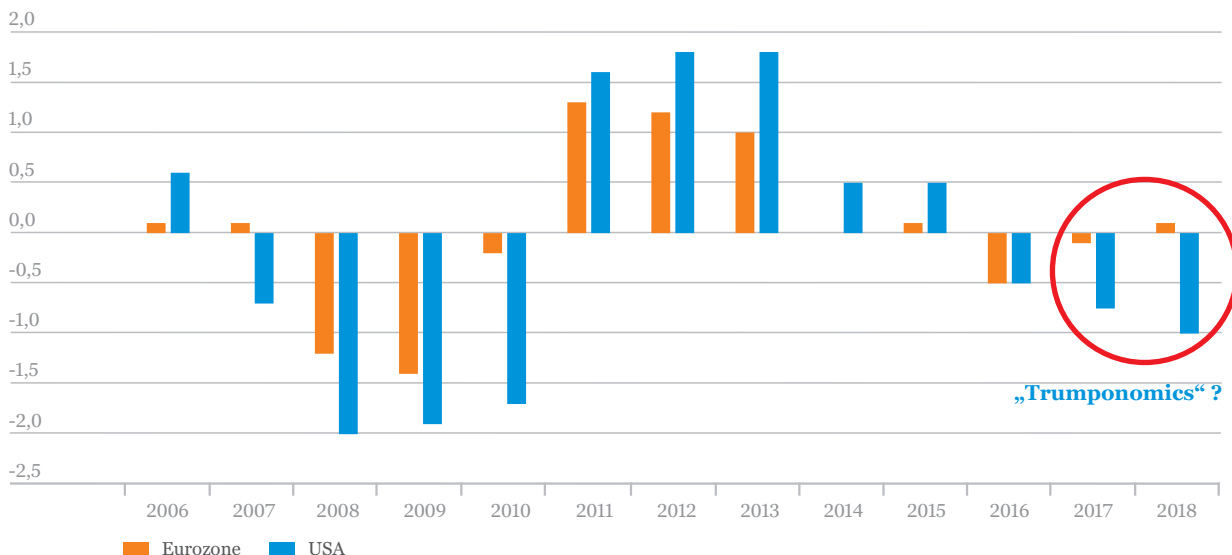
Nach einem Jahrzehnt rigoroser Ausgabenkürzungen stehen immer mehr Regierungen vor einer fiskalpolitischen Kehrtwende. An vorderster Front sind die USA: Donald Trump möchte sein Land ja wieder „groß machen“ und greift hierfür auf das wirtschaftspolitische Instrumentarium aus der Ära von Präsident Reagan zurück. Höhere Staatsausgaben und geringere Steuersätze stehen auf seiner Agenda ganz oben. Ziel ist nicht nur ein kurzfristiger Wachstumsschub, sondern vor allem eine Steigerung des mittelfristigen Trendwachstums, das im letzten Jahrzehnt von über 3% auf nur noch 2% gefallen ist. Hintergrund ist vor allem die schleppende Produktivitätsentwicklung, die mittels öffentlicher Investitionen in die Infrastruktur

einen Adrenalinschub erhalten soll. Auch in der EU gibt es derartige Überlegungen (Stichwort: Juncker-Plan), die allerdings immer wieder von der vor allem in Deutschland herrschenden fiskalpolitischen Zurückhaltung gebremst werden.

Ob die von Trump angekündigten Maßnahmen in der geplanten Form tatsächlich umgesetzt und auch die beabsichtigte Wirkung zeigen werden, werden wir im Laufe des Jahres sehen. Unabhängig davon hat sich aber die Stimmung unter den Investoren in den letzten Wochen deutlich verbessert. Dass eine wirtschaftliche Belebung, ausgehend von den USA, ins Haus steht, wird mittlerweile nicht mehr bezweifelt. Es geht „nur“ noch um die Frage, wie stark und nachhaltig sie sein wird. Das weltwirtschaftliche Wachstum wird sich 2017 wahrscheinlich im Bereich 3,5% - 4% bewegen und damit seit langem wieder einmal dem längerfristigen Trendwachstum entsprechen. Dieser Aufschwung geht mit einer stärker werdenden Preisdynamik einher. „Reflation“ heißt das neue Zauberwort. Die Finanzmärkte haben auf das neue Umfeld bereits mit einem Renditeanstieg um bis zu 1% bei 10-jährigen Staatsanleihen seit ihrem Tiefstand im Juli reagiert.

Im Gegensatz zu den letzten Jahren wird diese Wachstumsbelebung diesmal von Industrie- und Schwellenländern gleichermaßen getragen. Der größte Beitrag kommt erwartungsgemäß aus China. Nach einem schwierigen ersten Halbjahr 2016 haben verstärkte Kapitalverkehrskontrollen, die graduelle Abwertung des Renminbi und gezielte fiskalpolitische Impulse das Wachstum bei etwa 6,5% stabilisiert. Aber auch Länder wie Brasilien oder Russland haben die konjunkturelle Durststrecke bereits weitgehend hinter sich, so dass die Schwellenländer 2017 mit gut 6% wachsen werden. Höhere Staatsausgaben bei gleichzeitig immer noch sehr lockerer Geldpolitik werden in den Industrieländern für einen Wachstumsschub in Richtung 2,5% sorgen, wobei die USA mit 3% vor der Eurozone mit 1,7% und Japan mit knapp 1% liegen werden. Die Inflationsraten werden ausgehend von den USA weiter steigen und selbst Japan hat 2017 gute Chancen, die Phase rückläufiger bzw. stagnierender Preise endgültig hinter sich zu lassen (vgl. Grafik 15).

Grafik 15: Veränderung des Primärsaldos im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung



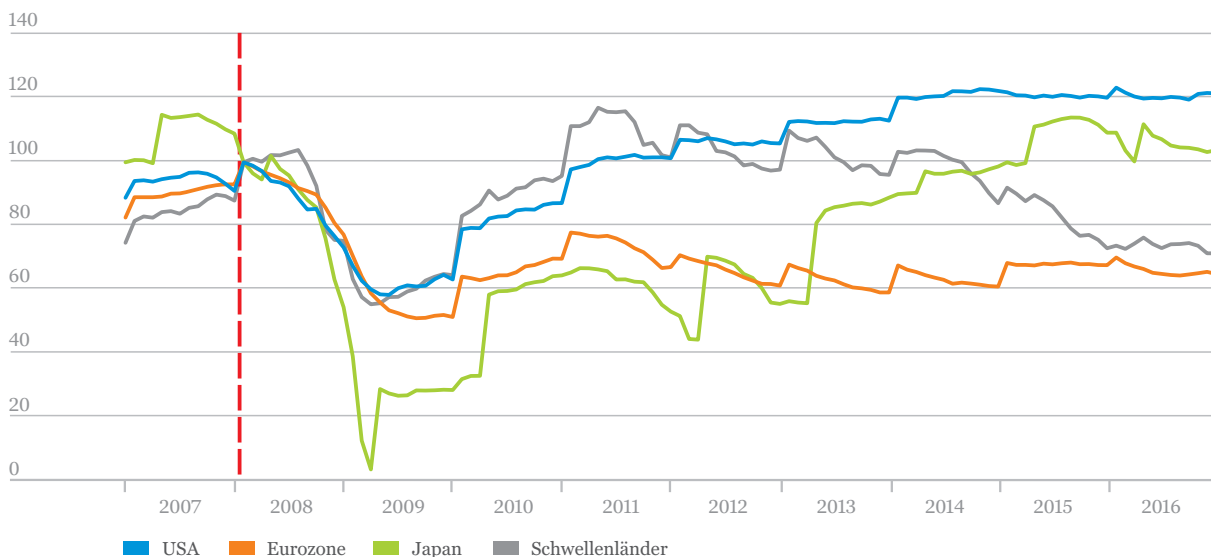
Konjunkturell wird es also 2017 in allen Regionen der Welt aufwärtsgehen. Die Notenbanken werden diese Entwicklung genau beobachten. Ihr oberstes Ziel wird bleiben, die Finanzmärkte nicht zu erschrecken, so dass sie auch im Zweifelsfall ein Überschießen der Preisentwicklung (v.a. in den USA und Großbritannien) erst einmal tolerieren werden. Gerade Donald Trump braucht die Unterstützung der FED, damit seine „Reaganomics 2.0“ nicht durch deutlich höhere Zinsen konterkariert werden. Trotz gegenteiliger Rhetorik im Wahlkampf wird also auch in Zukunft das Verhältnis zwischen dem Weißen Haus und der FED von der wirtschaftlichen Vernunft bestimmt sein.

Um auch 2017 eine adäquate Wertentwicklung zu erreichen, ist eine gewisse Gelassenheit im Umgang mit Schwankungen unerlässlich. Der schwindende Einfluss der Geldpolitik macht das Geschehen an den Finanzmärkten weniger berechenbar, eröffnet auf der anderen Seite aber auch Chancen. Denn das Umfeld ist gerade für die risikanteren Anlageklassen, insbesondere für Aktien aus Industrieländern, aber auch für Hochzinsanleihen, attraktiv.

### Schub bei Unternehmensgewinnen

Liegen wir mit unserem Konjunkturausblick richtig, werden auch die Unternehmensgewinne 2017 wieder stärker zulegen. Dies ist umso wichtiger, als wir uns in einem Übergang von einem zins- zu einem gewinngetriebenen Aktienmarktumfeld befinden. Obwohl das Wirtschaftswachstum in den USA höher sein wird als in der Eurozone oder Japan, wird das Gewinnwachstum „nur“ bei 5%-7% liegen. Die kräftige Aufwertung des US-Dollars in den letzten zwei Jahren, das schlechtere Liquiditätsumfeld und die steigenden Lohnkosten schmälern die Gewinnmargen. Angesichts eines KGV von knapp 19 ist die „margin of safety“ um einiges geringer als in der Eurozone. Zwar wurden hier in den letzten 5 Jahren die Hoffnungen regelmäßig enttäuscht, aber ein knapp zweistelliges Gewinnwachstum sollte 2017 erreichbar sein (vgl. Grafik 16).

Grafik 16: Unternehmensgewinne indexiert auf Höchststand vor Finanzkrise



Die „Wildcard“ für 2017 ist wieder einmal der japanische Aktienmarkt. Da mittlerweile auch die Regierung Abe die Vorzüge einer expansiven Fiskalpolitik entdeckt hat, wird die Kursentwicklung japanischer Aktien nicht mehr ausschließlich von der Yen-Dollar-Parität abhängen. Das im Oktober verabschiedete Fiskalpaket aus höheren Staatsausgaben und dem Verzicht auf Steuererhöhungen bis 2019 verspricht einen Gewinnschub für japanische Unternehmen (mit Potential bis zu 20%), vorausgesetzt der Yen wertet sich nicht zu stark auf. Dies wird aber die BoJ, die nach wie vor die expansivste Politik aller Notenbanken betreibt, mit allen Mitteln zu verhindern suchen. Die Bewertung mit einem KGV von 14 ist sowohl im historischen Vergleich wie auch im Vergleich zu den USA günstig. Gleichzeitig haben internationale Investoren ungefähr die Hälfte ihrer seit Beginn der Abenomics im Jahre 2012 gekauften Aktien wieder abgestoßen und sind mittlerweile deutlich unterinvestiert. Vor diesem Hintergrund könnte Japan wieder einmal positiv überraschen. Der Euro-basierte Investor sollte sich aber auf Währungsverluste einstellen, die die prognostizierte positive Aktienentwicklung wenigstens zum Teil aufzehren können.

### Schwellenländer: Gute Einstiegsgelegenheiten im Laufe des Jahres

Aktien und Anleihen aus Schwellenländern haben seit dem Wahlsieg Donald Trumps ungefähr die Hälfte ihres seit Ende 2015 verbuchten Kursanstiegs wieder eingebüßt. Steigende Renditen in den USA, die Aufwertung des US-Dollars und nicht zuletzt die protektionistische Rhetorik haben zu deutlichen Kapitalabflüssen in Richtung USA gesorgt. Wir glauben, dass es sich dabei um eine Überreaktion handelt und sich im Laufe der nächsten Monate interessante Einstiegsniveaus auftun werden. Die Gründe hierfür sind das bereits geschilderte verbesserte konjunkturelle Umfeld, stabile bis steigende Rohstoffpreise und die Aussicht auf eine lockerere Geldpolitik im Zuge rückläufiger Preissteigerungsraten (im Gegensatz zu den Industrieländern). Davon werden insbesondere Anleihen in Hart- aber auch in lokaler Währung profitieren.

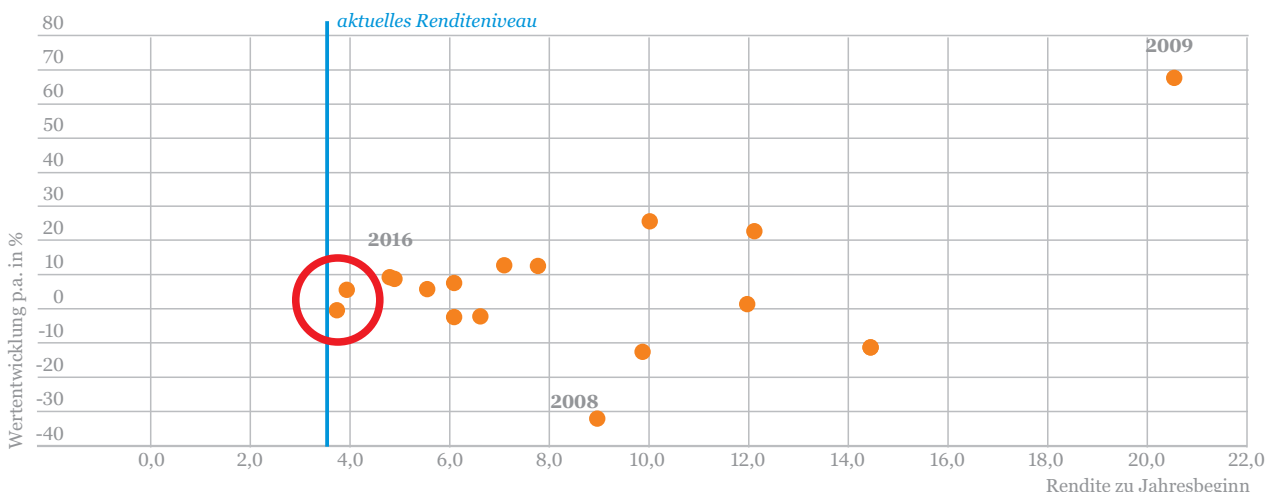
Die Aktienmärkte in den Schwellenländern werden sich erst zu einem späteren Zeitpunkt nachhaltig erholen. Zwar ist der Bewertungsabschlag gegenüber den Industrieländern infolge der jüngsten Kursrückschläge wieder auf fast 30% angewachsen. Allerdings leiden die Aktienmärkte viel stärker unter dem negativen Newsflow und Kapitalabflüssen als Anleihen. Lediglich China könnte positiv überraschen. Zwar ist der Handelsüberschuss mit den USA immer wieder ein heikles Thema. Für die Wertentwicklung chinesischer Aktien spielen aber heimische Faktoren eine größere Rolle. Außerdem sind die wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen den USA und China mittlerweile derartig eng, dass Strafaktionen der neuen US-Regierung vermutlich die US-Wirtschaft stärker schädigen würden als umgekehrt.

### Staatsanleihen trotz Renditeanstiegs immer noch kein Thema

Staatsanleihen aus den Kernländern der Eurozone und den USA sind trotz des jüngsten Renditeanstiegs unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten nach wie vor keine

lohnende Anlageklasse. Weniger Unterstützung durch die Notenbanken, nachlassender Sparwille der öffentlichen Haushalte und eine Beschleunigung des Preisauftriebs lassen für 2017 sogar Kursverluste erwarten. Ein Renditeanstieg 10-jähriger Bundesanleihen auf 1% (von aktuell 0,2%) oder 10-jähriger US-Anleihen auf 3% (von aktuell 2,40%) würde beispielsweise Kursverluste in der Größenordnung von über 7% bzw. 5% bedeuten. Vor diesem Hintergrund bietet auch ein Risikoaufschlag für Anleihen aus dem Investmentgrade-Segment von 0,7% keinen ausreichenden Puffer mehr. Lediglich die von uns seit langem favorisierten Hochzinsanleihen bieten noch in gewissem Umfang Schutz vor steigenden Zinsen. Der Renditeaufschlag von über 3% gegenüber Staats- und 2,5% gegenüber Unternehmensanleihen und die niedrige Ausfallquote im Zuge der von uns erwarteten Konjunkturbelebungen werden erneut dafür sorgen, dass sich dieses Anleihe-segment besser als die meisten anderen entwickeln wird. Trotzdem hat es aufgrund der bereits sehr positiven Wertentwicklung an Attraktivität eingebüßt (vgl. Grafik 17).

Grafik 17: Je höher die Rendite zu Jahresbeginn desto besser die Wertentwicklung



### Währungen: US-Dollar hat viel vorweggenommen

Nachdem es lange Zeit nach einem Comeback des Euro und vor allem des japanischen Yen ausgesehen hat, kennt der US-Dollar spätestens seit der US-Präsidentenwahl nur noch den Weg nach oben. Die bereits erwähnten Parallelen zu den „Reaganomics“ der 1980er-Jahre haben die Renditedifferenz zwischen Anlagen in den USA und der Eurozone bzw. Japan so stark anwachsen lassen, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro und dem Yen auf den höchsten Stand seit über 10 Jahren geklettert ist. Dies ist passiert, ohne dass Donald Trump bisher konkrete wirtschaftspolitische Maßnahmen verkündet hätte. Hierin liegt auch die Gefahr für 2017: Die gesamte Finanzcommunity rechnet mit einem kräftigen fiskalischen Impuls und ist deswegen „bullish“ auf die weitere Entwicklung des US-Dollars. Hinzu kommt, dass sich auch die meisten Anleger bereits so positioniert haben. Im Grunde ist dies die Garantie, dass es gerade nicht so kommen wird. Die anderen Währungen, wie das britische Pfund, bleiben abhängig vom Fortgang des „Scheidungsverfahrens“ mit der EU oder werden wie Schweizer Franken und Yen maßgeblich von den jeweiligen Zentralbanken gemanagt.

Der Renminbi wird seine langsame Abwertung gegenüber dem US-Dollar fortsetzen, wobei die chinesische Notenbank bestrebt ist, die US-Regierung nicht unnötig zu „provozieren.“

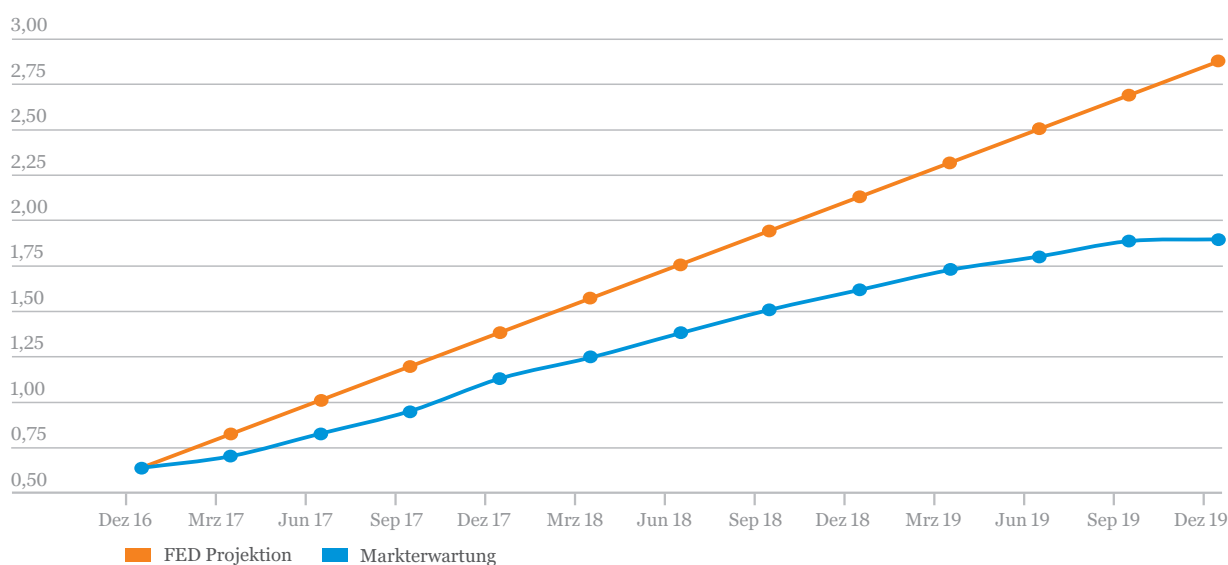
## Asset-Allocation und Aktien(markt)selektion als Performancetreiber

Die Wertentwicklung eines gemischten Portfolios wird auf Sicht der nächsten 12 Monate in weit stärkerem Ausmaß von der Aktienallokation bestimmt werden als noch 2016. Am meisten versprechen wir uns nach wie vor von Aktien aus Europa und den USA, punktuell ergänzt um Japan oder China. Wachstumswerte bleiben die erste Wahl, während sich zinssensitive Bereiche eher schwertun werden.

## Was könnte schiefgehen?

Das größte Risiko für unser Szenario liegt darin, dass die dargestellten Fiskalmaßnahmen nur einen kurzfristigen Wachstumsschub auslösen, aber die Preissteigerungsrate trotzdem nachhaltig erhöhen. Darauf würden die Notenbanken mit einer deutlicheren Verschärfung der Geldpolitik reagieren. Dies würde insbesondere die USA treffen, da die Finanzmärkte nach wie vor einen flacheren Zinserhöhungspfad als die FED eingepreist haben (vgl. Grafik 18). Deutliche Kursverluste bei Aktien und Anleihen wären die Folge.

Grafik 18: Die Markterwartung ist weniger aggressiv als die FED Projektion



China ist für etwa die Hälfte des von uns erwarteten weltweiten Wirtschaftswachstums von 4% verantwortlich. Sollte das Land einen erneuten Schwächeanfall wie im ersten Quartal 2016 erleiden, werden die Finanzmärkte nicht einfach zur Tagesordnung übergehen können. Vor allem der Rückgang der Währungsreserven ist besorgniserregend. Im Dezember lag er bei gut 40 Mrd. US-Dollar nach 70 Mrd. im

November. Neben der Kapitalflucht ist hierfür auch die chinesische Zentralbank verantwortlich, die eine plötzliche Abwertung wie im August 2015 (damals waren es 5%) über den Verkauf von US-Dollar bislang verhindern konnte. In letzter Zeit hat auch die Regierung versucht, durch Kapitalverkehrskontrollen für in- und ausländische Unternehmen den Abfluss von Kapital ins Ausland zu erschweren. Bis zum Parteitag im Frühjahr 2017 werden die politisch Verantwortlichen mit Hilfe expansiver geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen für eine Stabilisierung des Wirtschaftswachstums sorgen. Im weiteren Jahresverlauf könnten die strukturellen Probleme des chinesischen Wirtschaftssystems wieder in den Vordergrund rücken und erneut Druck auf die Währung ausüben. Um diesen entgegenzuwirken, könnte sich die chinesische Notenbank zu Zinserhöhungen gezwungen sehen und damit vor einem ähnlichen Dilemma stehen wie die FED.

Last but not least haben in jüngster Zeit die Zentrifugalkräfte innerhalb der Eurozone wieder zugenommen. Italienische Banken sitzen auf faulen Krediten von über EUR 300 Mrd. Die Wirtschaft stagniert, der „Hoffnungsträger“ Renzi ist weg, es droht die Machtübernahme durch die Populisten, die für einen Austritt Italiens aus dem Euro plädieren. Gleichzeitig zeigt vor allem die deutsche Regierung vor der Bundestagswahl im Herbst zumindest offiziell wenig Bereitschaft, Italien zu unterstützen. Ohne die Anleihekäufe der EZB befände sich Italien mit einer Staatsverschuldung von 130% und einem „Target-Defizit“ von über 30% der jährlichen Wirtschaftsleistung wahrscheinlich bereits am Rande der Insolvenz. Als im Sommer 2011 Italien und Spanien in heftige Turbulenzen gerieten, verloren Aktien innerhalb von 3 Monaten etwa ein Drittel ihres Wertes. Ohne die Rekapitalisierung des italienischen Bankensystems unter Einsatz öffentlicher Mittel könnte es schlimmstenfalls zu einer ähnlichen Entwicklung kommen.

Weitere politische Ereignisse, die die Finanzmärkte erschrecken könnten, sind die Parlamentswahl in den Niederlanden im März, die französische Präsidentschaftswahl im Mai und nicht zu vergessen die Wahl zum deutschen Bundestag im September.



## WICHTIGE HINWEISE

Dieses Dokument enthält lediglich globale Einschätzungen, welche auf der Grundlage der mit größter Sorgfalt erstellten Analysen der Eyb & Wallwitz GmbH getroffen wurden. Die Eyb & Wallwitz GmbH gibt keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die verwendeten Quellen Bloomberg, IWF, Economist, Federal Reserve, Financial Times und Morningstar halten wir für verlässlich, garantieren aber nicht für sie. Die Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar, denn sie sind keine auf die persönlichen Verhältnisse des Anlegers abgestimmten konkreten Empfehlungen. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung.

Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Die angegebene Performance für die Phaidros Funds wurde auf Basis von Monatsultimo-Nettovermögenswerten in Prozent, in der Fondswährung nach Kosten und ohne Berücksichtigung etwaiger Zeichnungsgebühren berechnet. Alle Performanceangaben beziehen sich auf die Anteilsklassen B und C des Phaidros Funds Balanced sowie auf die Anteilsklasse B des Phaidros Funds Conservative und Phaidros Funds Fallen Angels.

Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanlagen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Eyb & Wallwitz GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.





EYB  WALLWITZ

Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

---

Maximilianstraße 21  
80539 München

Tel. +49 (0)89 / 255 466 - 0  
Fax +49 (0)89 / 255 466 - 10

---

Bockenheimer Landstraße 13 - 15  
60325 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0)69 / 71 40 197 - 90  
Fax +49 (0)69 / 71 40 197 - 99

---

[info@eybwallwitz.de](mailto:info@eybwallwitz.de)  
[www.eybwallwitz.de](http://www.eybwallwitz.de)  
[www.phaidrosfunds.com](http://www.phaidrosfunds.com)