



EYB  WALLWITZ

# INVESTMENTBERICHT

2014 / 2015

# Inhalt

---

- 06 **Rückblick 2014**
- 14 **Gewinner des Jahres**
- 18 **Verlierer des Jahres**
- 22 **Rückblick Phaidros Funds**
- 31 **SPEZIALTHEMA: Liquidität an den Rentenmärkten**
- 35 **Ausblick**
- 50 **Wichtige Hinweise**

# Rückblick 2014

---

## Rückblick 2014

Das große Thema des Jahres 2014 war die Stärke der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA. Während Europa sich weiter mit Stagnation und Währungskrise plagte, während Japan immer noch darauf wartete, dass die unkonventionellen Maßnahmen von Notenbank und Politik ein Ergebnis zeigten und während China immer neue Anstrengungen unternahm, um seine Wirtschaft umzubauen und gleichzeitig das Platzen der Kredit-/Immobilienblase zu verhindern - während also der Rest der Welt mit sich selbst gerungen hat, haben sich die USA abgekoppelt und völlig anders entwickelt. So wurde die Stärke des US-Dollars zum Symbol für die Entwicklung der Weltwirtschaft in diesem Jahr – in ihr ist alles auf den Punkt gebracht (**vgl. Grafik 1**).

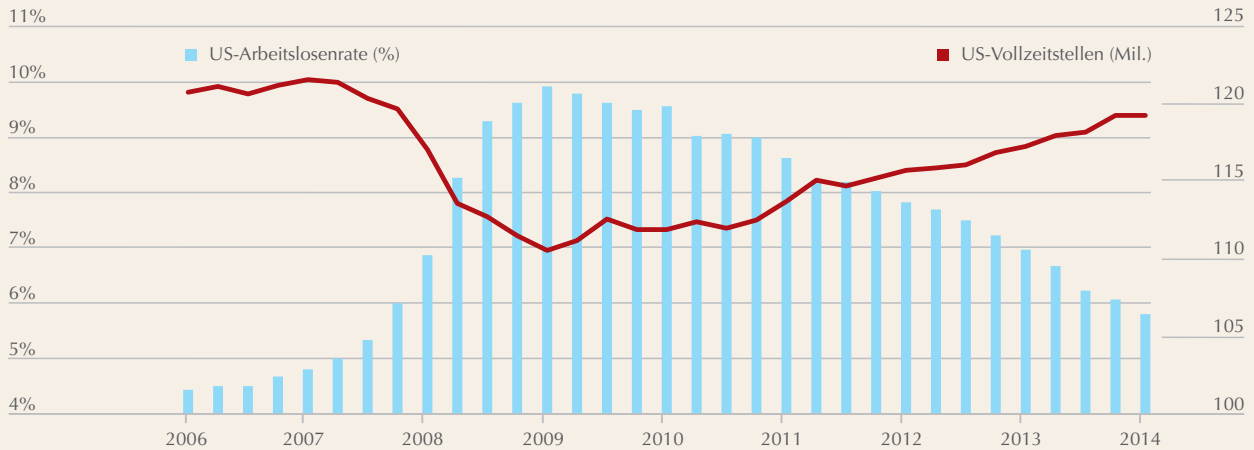
Die USA haben im abgelaufenen Jahr in vieler Hinsicht die große Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 endgültig hinter sich gelassen. Wirklich normal ist zwar auch dort die Wirtschaftspolitik noch nicht (die Nullzinspolitik und das Zögern, sich von der Politik des billigen Geldes zu verabschieden, sind noch Nachwirkungen dieser Zeit), aber was ist schon normal? Die Wirtschaft ist ein lebendiger Organismus, der immer zu Über- oder Untertreibungen neigt, der sich immer irgendwie schief und quer stellt zu dem Ideal, welches die Wirtschaftswissenschaft vor Augen hat. So fühlt sich der massive Eingriff der Zentralbank in das Finanzsystem heute immer unpassender an, ebenso wie die Höhe der Staatsschuld und die Zurückhaltung der Unternehmen (und teilweise der Staaten) bei den Investitionen.

**Grafik 1: USD hat in 2014 um 10% gegenüber dem EURO gewonnen**

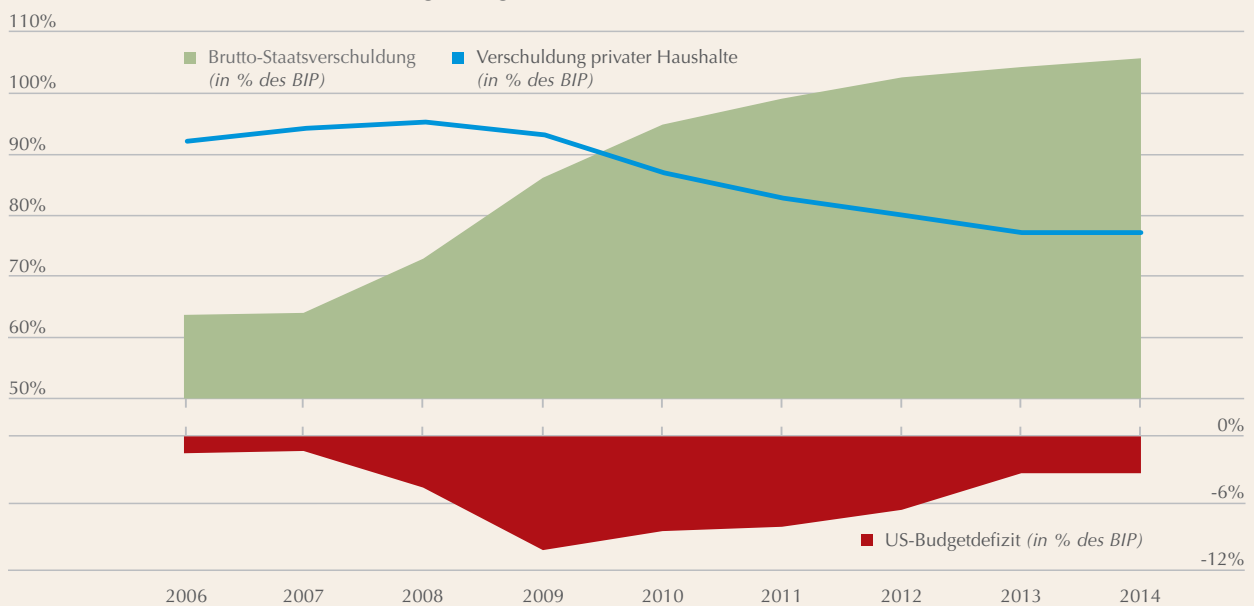


Aber verglichen mit den Zuständen vor fünf Jahren, der Situation in Europa und den Prognosen der letzten beiden Jahre stehen die USA glänzend da. Die Arbeitslosigkeit sinkt und die Anzahl der Beschäftigten steigt (**vgl. Grafik 2**). Das Haushaltsdefizit des Staates ist unter Kontrolle und die Verschuldung der privaten Haushalte geht zurück (**vgl. Grafik 3**). Das Vertrauen ist zurückgekehrt. Entsprechend sind die amerikanischen Aktienmärkte weit besser gelaufen als die Börsen Europas oder der Schwellenländer.

**Grafik 2: Seit 2010 stetige Erholung am US-Arbeitsmarkt**



**Grafik 3: Neuverschuldung verlangsamt sich, insbesondere entschulden sich seit 2009 US-Privathaushalte**



Mitte der 00er-Jahre haben Ökonomen lebhaft über die Möglichkeit diskutiert, ob der Rest der Welt weiter wachsen und sich entkoppeln kann von einer schwächelnden amerikanischen Wirtschaft. Die große Finanzkrise hat diese Frage negativ beantwortet. Nun sieht es aber so aus, als wäre andersherum eine Entkoppelung sehr wohl möglich. Auch wenn der Rest der Welt in Schwierigkeiten steckt, können die USA (die nur 13% ihrer Wirtschaftsleistung exportieren) wachsen.

Europa hat auch im Jahr 2014 vom Versprechen des Präsidenten der Europäischen Zentralbank profitiert, die Eurozone zusammenzuhalten - koste es, was es wolle. Die Zinsen für 10-jährige Anleihen aus Italien und Spanien sind unter zwei Prozent gesunken. Lediglich Griechenland halten die Finanzmärkte derzeit noch für einen echten Wackelkandidaten.

Dabei sind die Schwierigkeiten der Eurozone unübersehbar: Das Wachstum der Eurozone lag 2014 unter 1%, und für das nächste Jahr wird wenig mehr erwartet. Die Arbeitslosigkeit in den Krisenländern liegt nach wie vor teilweise weit über 20%. Das Haushaltsdefizit wird auch im nächsten Jahr in Spanien und Frankreich (und Großbritannien) über 4% der Wirtschaftsleistung liegen. Der Schuldenstand ist in allen Krisenländern so hoch, dass er noch auf Jahre hin das Wachstum hemmen wird (das Geld, welches für die Schuldentilgung ausgegeben wird, fehlt für die Investitionen und den Konsum, welche die Wirtschaft eigentlich weiter bringen). Und Deutschland, das die Möglichkeit hätte, als Konjunkturlokomotive zu fungieren, ist derart auf seine Schuldenbremse fixiert, dass es die extrem niedrigen Zinsen (0,54% für 10 Jahre) nicht nutzt, um in seine bröckelnde Infrastruktur zu investieren.

Insgesamt folgten die Finanzmärkte im Jahr 2014 lange Zeit ihrem saisonalen Muster - insbesondere in Europa. Das erste Quartal war von Optimismus geprägt, das zweite von Sorglosigkeit. Im dritten Quartal waren alle beunruhigt und verunsichert und sogar der Einbruch im Oktober kam wie bestellt, so als müsse dieser Monat seinen Ruf als Crashmonat verteidigen. Aber mit Verlusten von 10% bis 15% blieb alles im Rahmen. Die übliche Erholung im November und Dezember wurde allerdings vom dramatischen Verfall des Ölpreises überlagert und so war die Wertentwicklung im Eurostoxx mit 1,20% (ohne Dividenden) unbefriedigend.

Dabei hat Europa in einigen Bereichen durchaus richtige Entscheidungen getroffen, was durch die Ukraine-Krise und den folgenden Sanktionen gegen Russland überdeckt worden ist:

- Der fallende Eurokurs hat die Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität der Unternehmen deutlich gestärkt.
- Der fallende Ölpreis – sofern er nicht zu einer ökonomischen Kernschmelze in Russland führt - hilft Konsumenten und Unternehmen.
- Die EZB beginnt mit Quantitativer Lockerung nach angelsächsischem Vorbild.
- Die EZB-Politik und der Banken-Stresstest, der endlich auch in Europa durchgeführt wurde, führen zu einem Ende der Kreditklemme.
- Der Mindestlohn in Deutschland sorgt dort für höhere Lohnstückkosten, was der Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie-Länder hilft und die Eurozone besser ausbalanciert.

Insgesamt sieht es also nicht schlecht aus für Europa, auch wenn es sich über weite Strecken nicht so angefühlt hat.

In Japan ging den Reformen des Ministerpräsidenten Abe die Luft etwas aus. Die Vorschusslorbeeren aus dem Jahr 2013 wurden schnell welk und mussten im November (die Wirtschaftsleistung schrumpfte um -1,9% p.a.) aufgefrischt werden – durch eine noch stärkere Ausweitung der Zentralbankbilanz, eine Verschiebung der angekündigten Mehrwertsteuererhöhung und Neuwahlen (um tieferegehende strukturelle Reformen zu legitimieren). Entsprechend waren die Aktienmärkte dort lange Zeit sehr schwach.

Für Außenseiter bleibt Japan schwer zu begreifen: Eigentlich müsste das Land längst unter seiner Staatsschuld zusammengebrochen sein, eigentlich müssten die schwache Demographie und das magere Wachstum zu einem Aufstand der Jungen oder sonst einer Krise geführt haben, eigentlich müsste bei der Energieversorgung die Lust aufs Atom endgültig vergangen sein, eigentlich... Japan wird jedenfalls für Ausländer immer wieder seinem Ruf gerecht, es sei das Land, wo das Kapital zum Sterben hingeht.

China war 2014 mitten in einem politischen und wirtschaftlichen Anpassungsprozess - und entsprechend erratisch verhielten sich die Aktienmärkte.

Der im Vorjahr zum Staatspräsidenten gewählte Xi Jinping konsolidierte seine Macht ungewöhnlich schnell. Durch eine Reihe von Korruptionsprozessen (bei denen es erst in zweiter Linie um Korruption ging) wurden vermeintliche und tatsächliche Gegner kalt gestellt und Xi sagt man heute nach, mehr Macht zu haben als je ein chinesischer Führer seit Deng. Diese Macht ist nötig, denn die chinesische Wirtschaft steht vor einem erheblichen Umbau. Der Konsum muss auf Kosten der Investitionen ein erheblich größeres Gewicht erhalten. Von den Investitionen profitieren aber die Parteikader, während sie vom Konsum der Massen wenig haben. Daher ist es eine notwendige Bedingung für diese Neuausrichtung, dass die Führung stark genug ist, um sich auch gegen die Interessen vieler Parteikader durchzusetzen.

Xi hat 2014 die Voraussetzungen geschaffen, die Wirtschaft auszubalancieren. Ob er den Umbau tatsächlich will und tatsächlich schafft, ist eine der interessantesten Fragen für das Jahr 2015. Im Jahr 2014 wuchs die Wirtschaft jedenfalls so wenig wie zuletzt 2009 - kein guter Startpunkt für einschneidende Reformen.

Neben dieser langfristigen Aufgabe schlägt sich die chinesische Führung aber auch noch mit einem akuten Problem herum: Es ist zu viel Geld in sinnlose (Immobilien)Projekte investiert worden und es ist unklar, wer die drohenden Verluste tragen wird. Peking hat daher im Lauf des Jahres immer wieder eingegriffen, um einzelne Akteure oder den ganzen Markt zu stabilisieren. Dabei wurde gleichzeitig aber klar gemacht, dass es keine Blankoschecks gibt für Firmen, die schlecht wirtschaften. Pleiten sind durchaus erlaubt. Die Chinesen an die Realitäten nach der Phase des rasanten Wirtschaftswachstums zu gewöhnen, ohne sie dabei völlig zu verschrecken, ist eine Aufgabe, die noch eine Weile auf der Tagesordnung bleiben wird.

Insgesamt hatten die Schwellenländer kein gutes Jahr. Lediglich Indien stach heraus, wo der neue Ministerpräsident Modi zu der Hoffnung Anlass gab, die Verkrustung des Landes wenigstens teilweise aufzubrechen. Alle anderen Favoriten der letzten Jahre waren aber eine einzige Enttäuschung.

Brasiliens Wirtschaft entwickelte sich wie ein 1:7-Verlierer. Die Zinsen mussten auf knapp 12% angehoben werden, um der Inflation von fast



7% Herr zu werden, während das Wachstum sich auf europäisches Niveau verringerte. Der private Konsum fiel zuletzt um 0,3%. Die Investitionen machten in Brasilien aber nur 17,4% aus (im 3. Quartal), viel zu wenig, um die Schwäche des Konsums aufzufangen. Folgerichtig ist der brasilianische Aktienmarkt zum Jahresende in einen Bärenmarkt geraten.

Mit dem Verfall der Rohstoffpreise (und insbesondere des Ölpreises) kommen nun wieder harte Zeiten auf Brasilien zu und es stellt sich heraus, dass die guten Zeiten nicht genutzt wurden, um in Infrastruktur, Rechtssystem, Sicherheit, Ausbildung etc. zu investieren. Das Land hat sich an seiner wiedergefundenen Kreditwürdigkeit berauscht und zu viel Geld für den Konsum ausgegeben.

Brasilien ist wieder dabei, seinem Ruf gerecht zu werden, für immer das Land der Zukunft zu bleiben, weil es die Gegenwart nicht im Griff hat. Es sieht so aus, als hätte es nach wie vor kein nachhaltiges wirtschaftliches Fundament.

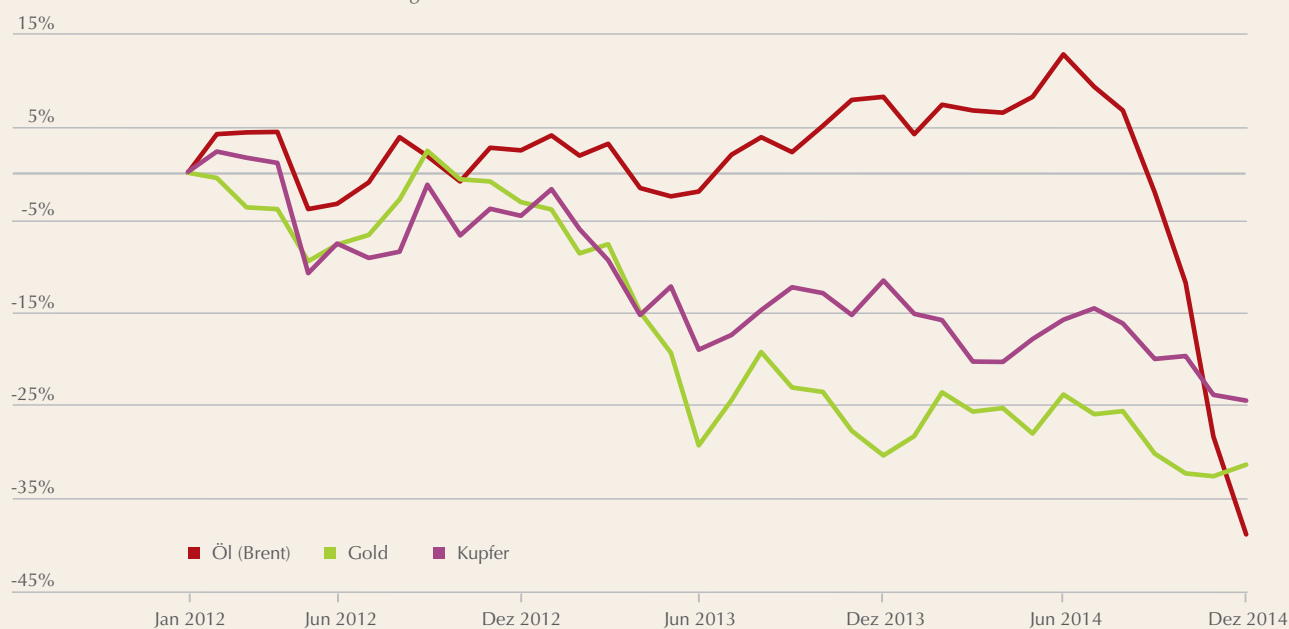
Russland, einst ebenfalls ein Liebling der Schwellenland-Investoren, hat ganz eigene Probleme entwickelt. Die Besetzung und Annexion der Krim und die systematische Destabilisierung der Ukraine (und anderer Nachbarn) hat im Westen eine erstaunlich geschlossene Reaktion hervorgerufen. Durch die Sanktionierung einzelner Firmen und Personen ist das Investitionsklima in Russland noch unsicherer geworden. Der Rubel hat sich in den freien Fall begeben (-50% gegenüber dem Dollar), die Inflationsrate ist massiv angestiegen und die Wirtschaft ist in eine Rezession geraten, deren Ausmaß noch nicht abzuschätzen ist. Für das kommende Jahr erwartet die Zentralbank eine Schrumpfung von vier bis fünf Prozent. (Vgl. die ausführliche Darstellung weiter unten im Abschnitt „Verlierer des Jahres“)

Für Russland und Brasilien kam erschwerend hinzu, dass der Rohstoff-Boom, den die Welt seit den frühen 00er-Jahren erlebt hat, endgültig zu Ende gegangen ist (**vgl. Grafik 4**). Edelmetalle und Kohle haben weiter an Glanz verloren. Am deutlichsten zeigt sich die Wende des Zyklus an der Entwicklung des Ölpreises. Der Preis hat sich im zweiten Halbjahr nahezu halbiert. Das hat mit einer schwachen Weltkonjunktur zu tun, mit einer erheblichen Ausweitung der Förderung von Öl und

(Schiefer-)Gas in den USA (die USA fördern heute fast so viel Öl wie Saudi-Arabien) und mit dem Unwillen der OPEC-Staaten, ihre Förderung auf das vereinbarte Maß zu kürzen. Wenn diese Entwicklung dauerhaft ist - worauf vieles hindeutet - dann bedeutet dies ein gewaltiges Konjunkturprogramm für die entwickelte Welt (aber auch andere Importeure wie Indien und die Türkei). Fällt der Ölpreis auf 40 Dollar, so wird der durchschnittliche amerikanische Autofahrer, der im letzten Jahr 3.000 Dollar für Benzin ausgegeben hat, um 800 Dollar entlastet. Das entspricht einer Gehaltserhöhung um 2%.

Solange es nicht zu einer Kettenreaktion kommt, bei der die Banken der entwickelten Länder in den Strudel von Zahlungsausfällen bei Ölförderunternehmen oder Staaten wie Venezuela oder Russland gezogen werden, ist damit eine gute Grundlage für die Entwicklung in Europa, Japan, China und den USA gelegt. Und auf diese kommt es an.

**Grafik 4: Die Rohstoffpreise haben seit 2012 deutlich nachgegeben**  
Relative Wertentwicklung in % seit 2012



## Gewinner des Jahres: Die USA

---

## Gewinner des Jahres: Die USA

### Die Kunst des perfekt temperierten Wachstums

Als die USA im Jahr 2008 in die große Finanz- und Wirtschaftskrise schlitterten, war es nicht abzusehen, dass Amerika auch als erstes wieder aus dem Schlamm kommen würde. Zu tief steckte das Land in Problemen. Viele Kommentatoren sahen eine verlorene Generation.

Sechs Jahre später geht es den Amerikanern wieder gut, während es im Rest der Welt fast nirgendwo rund läuft. Der Dow Jones Aktienindex hat das ganze Jahr über neue Höchstmarken gesetzt und erlebte nur im Oktober so etwas Ähnliches wie eine Korrektur (vgl. **Grafik 5**). Auf einen Rückgang von über 10% warten preisbewusste Investoren seit über drei Jahren. Seit den Tiefen des Jahres 2009 haben sich amerikanische Aktien verdreifacht und fast die ganze Welt hinter sich gelassen.

Anders als in Europa haben sich in den USA die Unternehmensgewinne bestens entwickelt. Die Umsätze haben nicht ganz Schritt gehalten, aber die Margen haben sich umso stärker verbessert, sodass es den Unternehmen in den USA heute besser geht denn je (vgl. **Grafik 6**). Von den europäischen Konkurrenten lässt sich dies nicht behaupten, dort verharren die Gewinne nach wie vor deutlich unter dem Niveau von 2007.

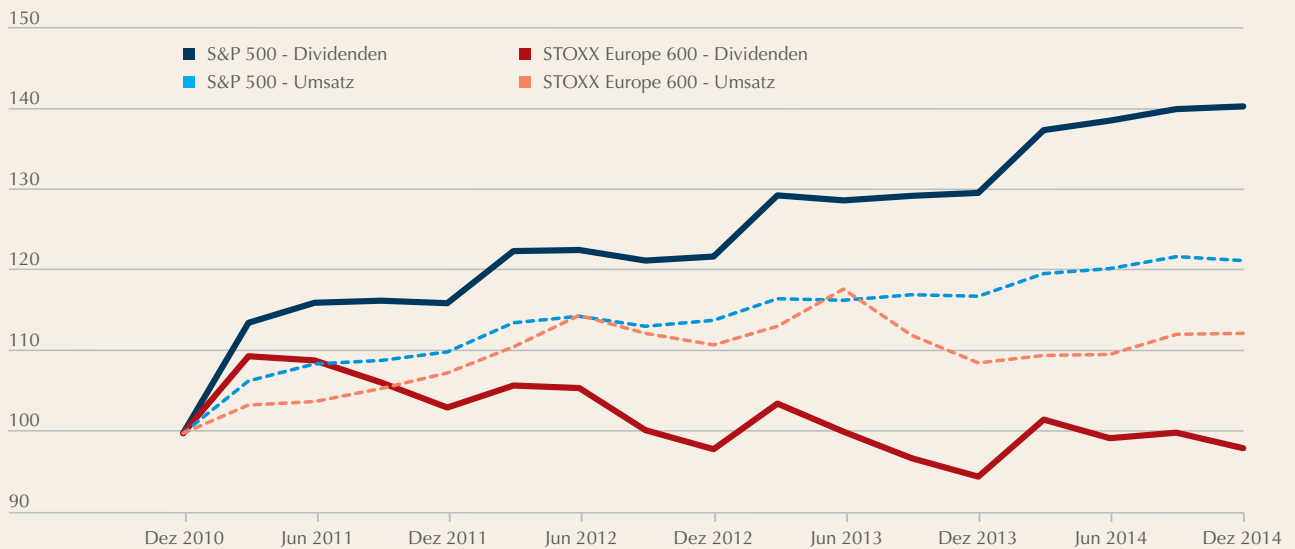
Die Gründe liegen auf der Hand: Die Zentralbank scheute in den USA nicht vor unorthodoxen Methoden zurück, wie die Zinsen zu senken und die Wirtschaft mit sehr viel Liquidität zu versorgen, während in Europa der EZB durch die orthodox denkende Bundesbank die Hände

**Grafik 5: Dow Jones erreichte das ganze Jahr über neue Höchstwerte**



gebunden sind. Das Bankensystem wurde in den USA bereits 2009 einem rigorosen Stresstest unterzogen und rekapitalisiert. In Europa hat dieser Prozess erst 2014 begonnen. Darüber hinaus haben die USA von einem lange Zeit schwachen Dollar profitiert, während die Europäer ihrer Währungskrise zum Trotz unter einem weit über der Kaufkraftparität notierenden Euro litten.

**Grafik 6: US-Unternehmen liegen bei Dividendenzahlungen und Umsatzentwicklung vor europäischen Unternehmen (Indizierung zum 31.12.2010)**



Der Immobilienmarkt hat in den USA wieder angezogen, die privaten Haushalte haben ihre Schulden in den Griff bekommen und die Arbeitslosenquote ist wieder auf ein niedriges Niveau gefallen. Vielen Amerikanern geht es wieder deutlich besser und es ist zu erwarten, dass unter dieser Voraussetzung auch der Staat sein Haushaltsproblem lösen wird.

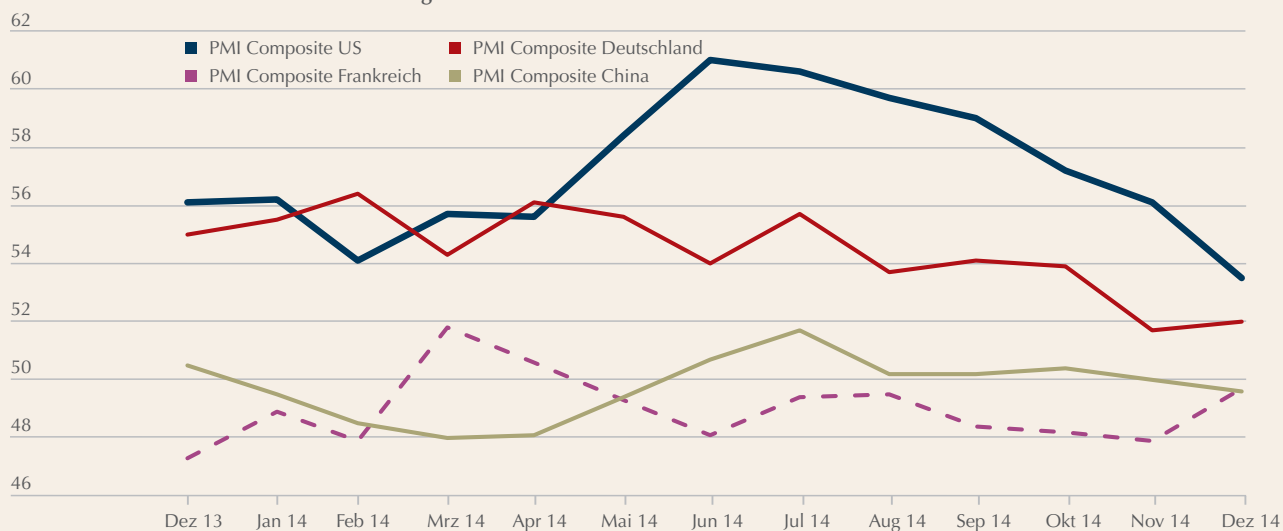
Alle wesentlichen Konjunkturbarometer sehen für die USA gut aus. Die Einkaufsmanager im produzierenden Gewerbe sind im gesamten angelsächsischen Raum optimistisch, während in Europa und China keine gute Stimmung aufkommen will (vgl. Grafik 7). Hier hat sicher der Schiefergas-Boom für billige Energie gesorgt und Produktionskapazitäten angezogen. Dort schränken hohe Energiekosten und Überkapazitäten die Handlungsfähigkeit der Unternehmen ein.

Den USA hilft auch heute, was ihnen in ihrer Geschichte immer geholfen hat: Ein unternehmerfreundliches System, das sich schnell auf neue Gegebenheiten einstellt. Eine Regierung, die nicht lange fackelt, wenn es darum geht, günstige Bedingungen für die Unternehmen zu schaffen. Und ein optimistischer Blick in die Zukunft.

Das Ergebnis ist derzeit ein perfekt temperiertes Wachstum. Es ist stark genug, um Arbeitsplätze zu schaffen und die Unternehmensgewinne zu steigern. Aber es ist nicht so stark, dass es Inflation hervorrufen und damit bald eine Zinserhöhung provozieren würde.

So haben amerikanische Aktien sich in diesem Jahr wesentlich besser entwickelt als globale Aktien. Ob dies so weiter gehen wird, darf allerdings bezweifelt werden. US-Aktien sind mittlerweile teuer (das über den Zyklus adjustierte KGV liegt bei 26) und die Zinsen werden bald steigen (Es war eine der großen Überraschungen des abgelaufenen Jahres, dass die Zinsen in den USA von 3% auf knapp über 2% gefallen sind.). Die Differenz zwischen 10-jährigen amerikanischen und deutschen Zinsen ist heute so groß wie seit 1999 nicht mehr (sie liegt aktuell bei 1,5%). Daher wären deutsche Aktien, die auf einem adjustierten KGV von 16 handeln und Rückenwind von den Zinsen haben, auf dem Papier die bessere Wette für das Jahr 2015 - wenn es nicht schon seit jeher ein Fehler gewesen wäre, auf den Niedergang der USA zu wetten.

**Grafik 7: US-Einkaufsmanagerindex konstant über europäischen und asiatischen Einkaufsmanagerindizes**



## **Verlierer des Jahres: Russland**

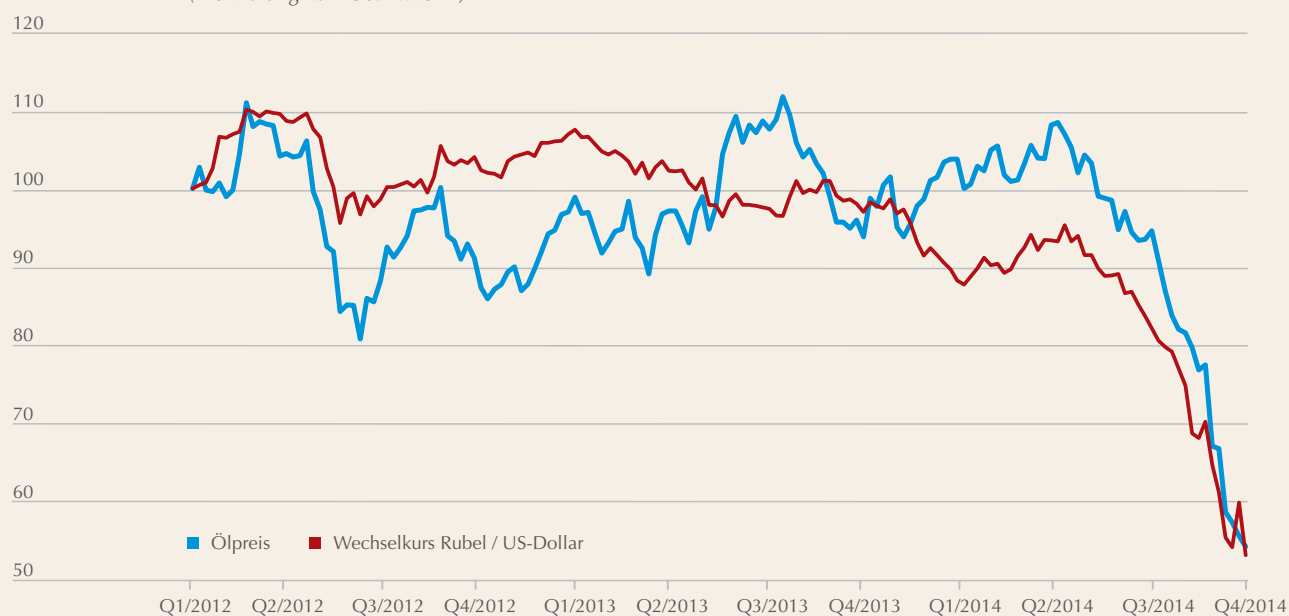
---

## Verlierer des Jahres: Russland

### Zwischen Physiokratie und Kleptokratie

Russland ist im Jahr 2014 nicht aus dem Krisenmodus gekommen. Dies spiegelte sich unter anderem in teils kräftigen Revisionen des Wirtschaftswachstums nach unten wieder: Wurde zu Beginn des Jahres von einem – für einen BRIC-Staat – bereits moderaten Wachstum von nur 1,3% für 2014 ausgegangen, wurde dieses zu Mitte des Jahres im Zuge des Ukraine-Konfliktes bereits auf 0,5% revidiert. Im Sog des Ölpreisverfalls in der zweiten Jahreshälfte gelangte man schließlich in den Bereich eines Nullwachstums für 2014 (vgl. **Grafik 8**). Für das Jahr 2015 erwartet die russische Zentralbank mittlerweile eine Schrumpfung um viereinhalb Prozent.

**Grafik 8: Entwicklung von Ölpreis und Rubel-US-Dollar-Wechselkurs**  
(Indizierung zum 30.12.2011)



Nahezu im Parallelmodus ist der Rubel zum US-Dollar mit einem Wertverlust von zwischenzeitlich über 50% gefallen wie ein Sack Wolga-Kartoffeln. Dies entspricht dem größten Wertverlust seit der Russland-Krise des Jahres 1998 (damals waren es 71%). Mit dem Verfall des Rubels stieg auch die Inflationsrate in Russland von 6% auf über 11%. Sie ist damit noch immer weit entfernt von den Inflationsraten der späten 90er Jahre, aber auch von ihrem hart erkämpften Tiefpunkt von unter 5% in 2012 (vgl. **Grafik 9**).

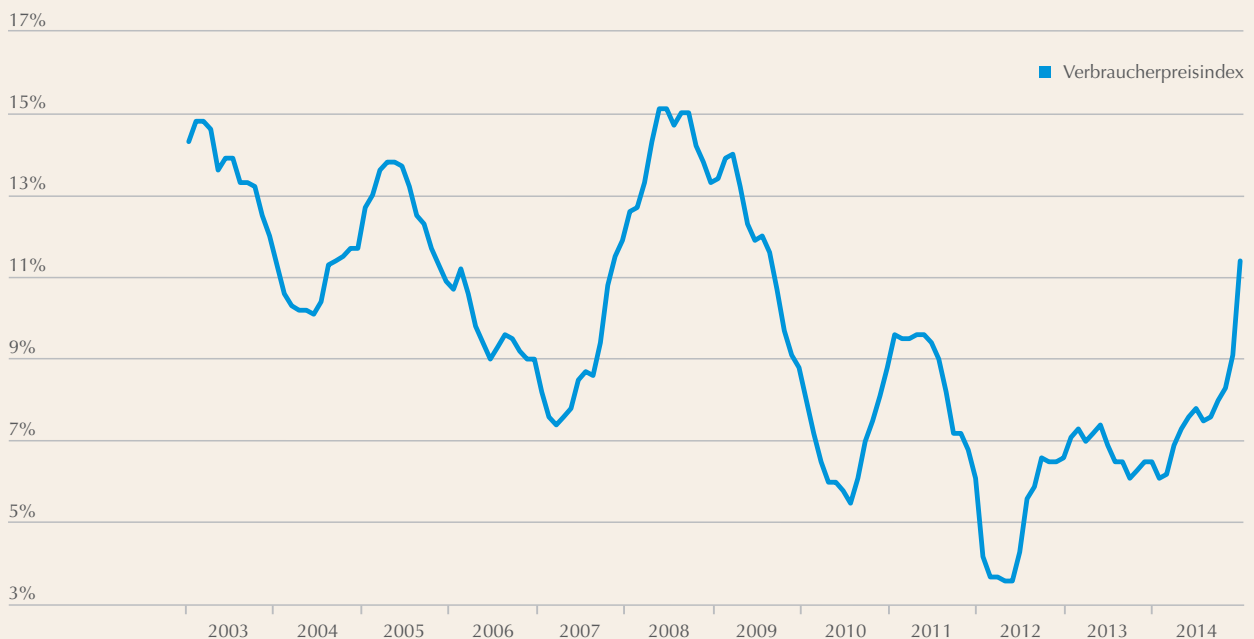


Die russische Nationalbank versuchte im Lauf des Jahres mehrfach mit Interventionen den Verfall des Rubels zu stoppen, musste aber erkennen, dass die schwindenden Reserven dazu nicht ausreichen. Die Zentralbank erhöhte daraufhin am 16. Dezember die Zinsen auf 17% – eine Verteidigungsstrategie, die nicht lange durchzuhalten ist, und deren Effektivität sich derzeit noch nicht beurteilen lässt.

Mitte des Jahres kündigte die russische Regierung an, sie werde bei einem Ölpreis von weniger als 96\$/Barrel in 2015 den staatlichen Reservefonds anzapfen (Jahresschlusskurs 2014: ca. \$57/Barrel), was auf einen Umstand hinweist, den Russland unverändert von den anderen BRIC-Staaten unterscheidet: Die ungebrochen hohe Abhängigkeit von seinen zugegeben gigantischen Rohstoffvorkommen. Dabei wäre es aber gerade für Russland wichtig, Unternehmungen in neuen Technologien im nötigen Ausmaß zu fördern – nimmt dessen Bevölkerung doch aufgrund einer der niedrigsten Geburtenraten der Welt konstant ab.

Das Land hat in vieler Hinsicht in den 15 Jahren der Herrschaft Putins keinerlei Fortschritte gemacht. Wie Reformen aussehen sollen, solange er an der Macht bleibt, ist kaum zu sagen.

**Grafik 9: Russlands Inflationsrate zieht wieder an**



Die russische Regierung scheint heute ökonomisch auf dem Stand der Schule der Physiokraten zu sein, welche im Westen im 18. Jahrhundert ausgestorben ist (Hauptvertreter: François Quesnay). Diese Schule meinte, aller Reichtum eines Landes bestehe in seinen Bodenschätzen. Was Handwerk und Industrie aus diesen Rohstoffen machen, sei letztlich nur eine Umformung des Wohlstandes, keine Wertschöpfung. So scheint es auch von Putins Beratern gesehen zu werden.

Eine andere Sicht der Dinge kann ein Land, das im Wesentlichen eine Kleptokratie ist, vielleicht auch nicht haben. Aller Wert, den Unternehmen in Russland schöpfen, steht permanent in der Gefahr enteignet oder geklaut und außer Landes geschafft zu werden. Daher gibt es dort auch keine unternehmerische Initiative. Jeder, der etwas schaffen möchte, geht in den Westen, wo er die Früchte seiner (nachvollziehbar besteuerten) Arbeit behalten darf. Das einzige, was bleibt und was man nicht mitnehmen kann, sind die Bodenschätze. Alles andere verschwindet oder entsteht gar nicht erst. Auf diese Weise bleibt eine Kleptokratie immer von Bodenschätzen abhängig. Diese sind in der Tat der einzige Wert, den Russland hat. Und wenn deren Preis fällt, so fällt auch der Wohlstand, ganz wie von den Physiokraten vorhergesagt. Das Land hat noch Jahre der Agonie vor sich.

## Rückblick Phaidros Funds

---



## Rückblick Phaidros Funds

Das Jahr 2014 ist insgesamt gut für unsere Fonds verlaufen. In einem weitgehend ruhigen Jahr hatten sie eine stetige und überdurchschnittliche Wertentwicklung, die, wie schon in den letzten Jahren, deutlich über dem Branchendurchschnitt lag. Entsprechend haben sich auch die Mittelzuflüsse sehr positiv entwickelt. So hat allein der Phaidros Funds Balanced um über EUR 50 Millionen zugelegt – damit erkennt nun auch ein breiteres Publikum die Qualität unseres Portfoliomanagements an.

### Phaidros Funds Balanced

Der Phaidros Funds Balanced hat im Jahr 2014 je nach Anteilsklasse zwischen 8,17% und 9,09% zugelegt. Im selben Zeitraum haben deutsche Anleihen (RexP) um 7,10% zugelegt, Europäische Aktien (Eurostoxx 50) um 4,86% und globale Aktien (MSCI World) um 19,58%.

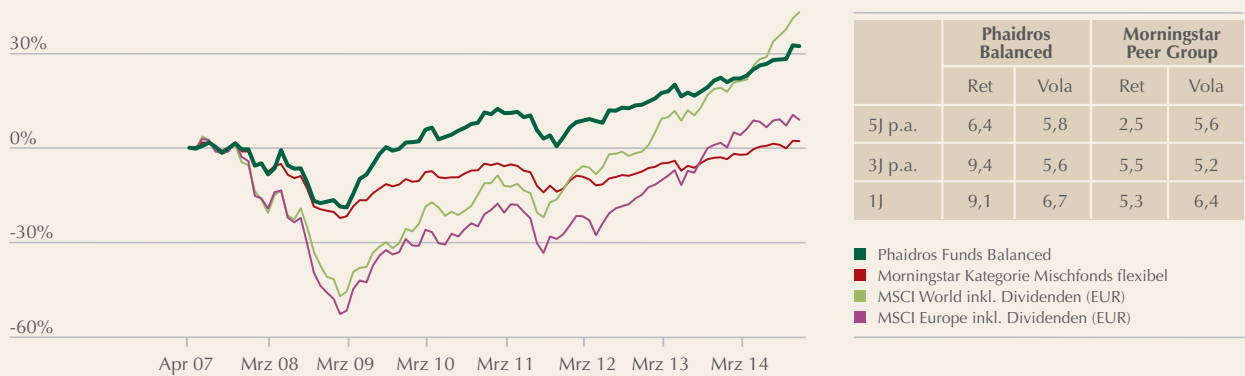
Das Jahr startete wenig verheißungsvoll. In Japan gab es im Januar einen richtigen Einbruch im Aktienmarkt. Aber rückblickend blieben Januar und Dezember (als Russland ins Wanken geriet) die einzigen Verlustmonate für den Fonds – obwohl auch März, September und Oktober für die Märkte sehr mühsame Monate waren (der Dax notierte zwischenzeitlich bei -12%).

Die gute Wertentwicklung ist auf drei wesentliche Faktoren zurückzuführen: Technologie, Pharma und Nebenwerte.

Technologie und Pharma waren unsere größten Sektorwetten im vergangenen Jahr. Die klassischen Technologiewerte wie Microsoft, Intel oder Apple, die wir schon länger favorisieren, sind von der Börse im Rahmen der Hausse in den Social-Media-Unternehmen wiederentdeckt worden. In einem Klima der allgemeinen Stagnation wird Wachstum mit einer Prämie belohnt, sodass nicht nur die heiß gehandelten Werte wie Facebook steigen, sondern auch die Klassiker, welche die Infrastruktur für die Computerwelt liefern. Insbesondere Microsoft ist der Umstieg auf Dienstleistungen aus der Cloud gut gelungen. Und Apple erstaunt jedes Mal wieder mit seiner Fähigkeit, ein gutes Produkt zu liefern, das eine große und loyale Käufergemeinde teuer einkauft.

Ebenfalls eine Renaissance erlebte der Pharma-Bereich. Auch dort lernte der Markt wieder das Wachstum zu schätzen, welches teilweise auch die Pharma-Riesen haben. In der Schweiz hat sich Roche gut entwickelt, in Deutschland Bayer. Beide gehören zu unseren Kernpositionen.

**Grafik 10: Wertentwicklung des Phaidros Funds Balanced, der Vergleichsgruppe und von verschiedenen Marktindices seit Fondsaufgabe**



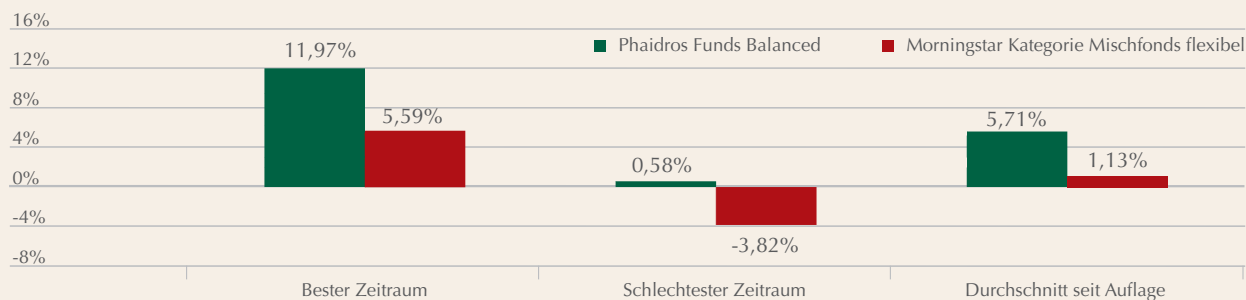
**Monatsperformance und Risikokennzahlen seit Auflage**

	JAN	FEB	MRZ	APR	MAI	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	NOV	DEZ	JAHR
<b>2007</b>	-	-	-	-0,25	0,82	0,06	-1,33	-1,87	1,47	1,57	-1,90	0,01	<b>-1,5</b>
<b>2008</b>	-5,21	0,78	-3,70	2,14	6,16	-4,87	-1,10	0,09	-4,95	-6,46	-0,84	0,59	<b>-16,7</b>
<b>2009</b>	0,64	-2,40	-0,34	5,43	5,59	1,59	3,92	4,16	2,69	1,24	0,80	2,37	<b>25,4</b>
<b>2010</b>	0,25	0,34	4,08	0,68	-3,47	-0,12	0,80	1,31	0,99	1,17	0,45	3,08	<b>9,8</b>
<b>2011</b>	-0,43	1,61	-0,08	0,10	0,39	-1,41	0,58	-4,16	-2,49	1,08	-3,23	2,86	<b>-5,3</b>
<b>2012</b>	3,12	1,70	0,51	0,54	-0,51	-0,43	3,60	-0,04	0,92	-0,10	0,86	0,25	<b>10,8</b>
<b>2013</b>	0,93	0,94	1,59	0,48	1,82	-2,96	1,08	-0,73	1,15	1,22	1,81	0,81	<b>8,3</b>
<b>2014</b>	-1,07	1,00	0,09	0,82	2,03	0,59	0,47	1,02	0,22	0,23	3,37	-0,11	<b>9,1</b>

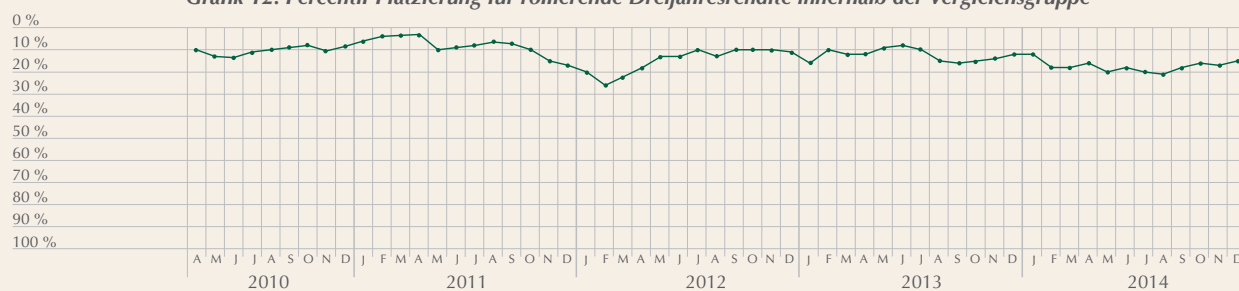
Anzahl positiver Monate	65
Anzahl negativer Monate	29
Anteil positiver Monatsergebnisse	69%
Anteil negativer Monatsergebnisse	31%
Bestes Monatsergebnis	6,16%
Schlechtestes Monatsergebnis	-6,46%
Ø 3J-Volatilität	5,6%
3J-Sharpe Ratio	1,65

Max. Kursrückgang auf Monatsendwerte gerechnet	
2007	-3,18%
2008	-16,97%
2009	-2,82%
2010	-3,76%
2011	-6,70%
2012	-1,08%
2013	-3,09%
2014	-1,07%
seit Auflage	-16,97%

**Grafik 11: Rollierende Dreijahresrendite p.a. des Phaidros Funds Balanced und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe**



**Grafik 12: Percentil-Platzierung für rollierende Dreijahresrendite innerhalb der Vergleichsgruppe**



Ebenfalls hilfreich war eine glückliche Hand bei den Nebenwerten. Wir halten schon länger Aktien des Immobilienwerts Hamborner, der sich sehr erfreulich entwickelt hat. Zugekauft haben wir Patrizia Immobilien (ein Vermögensverwalter im Immobilienbereich), Hugo Boss und Kuka (ein Roboterhersteller), die ebenfalls gut gestiegen sind, obwohl deutsche Nebenwerte insgesamt nicht gut gelaufen sind. Insgesamt machen Nebenwerte etwa 7% des Volumens des Phaidros Funds Balanced aus.

Diese positiven Faktoren haben deutlich die negativen Beiträge von einigen unserer wichtigsten Positionen überwogen. Unsere größte Einzelposition, die Aktie von Amazon, war ein deutlicher Verlierer und hat das Jahr mit einer zweistelligen Minusperformance abgeschlossen (nach einer extrem guten Entwicklung im Vorjahr). BASF verlor ein Viertel seines Werts – auch hier schlug die Russland-Krise zu. An beiden Werten halten wir aber fest, denn wir investieren langfristig und an den Geschäftsmodellen hat sich nichts geändert.

Bei den Anleihen können wir erneut auf ein sehr gutes Jahr zurückblicken. Wir waren zwar nicht in den Staatsanleihen der Europäer investiert (wo die Zinsen für 10-jährige spanische und italienische

Papiere unter die Marke von 2% gefallen sind), aber unsere Unternehmensanleihen, die den größten Teil des Portfolios ausmachten, haben sich nicht wesentlich schlechter geschlagen - und bergen kein politisches Risiko, welches wir letztlich nicht abschätzen können. Einzig die Anleihen von Gazprom waren ein Wermutstropfen: Sie sind um etwa 10% gefallen. Aber da wir keinen Ausfall dieser Anleihen befürchten, haben wir an ihnen festgehalten und sehen nun einer Verzinsung von 6% p.a. bis zum Ende ihrer Laufzeit (2018 bzw. 2021) entgegen.

Unsere Währungsallokation ist in diesem Jahr ebenfalls aufgegangen. Wir hatten schon lange ein starkes Gewicht bei US-Aktien (ca. 40% des Aktienportfolios) und haben nun auch bei den Anleihen in Pfund und Dollar diversifiziert. Bereits im letzten Jahr haben wir uns von Schwellenländerwährungen verabschiedet, sodass wir von deren Wertverfall in diesem Jahr nicht betroffen waren.

Ebenfalls hilfreich war, dass wir, bis auf eine kleine Position in dem französischen Ölproduzenten Total, nicht in Rohstoffwerten (oder Gold) investiert waren. Der ganze Rohstoffsektor ist unter die Räder gekommen, denn es hat sich herumgesprochen, dass der „Superzyklus“ zu Ende gegangen ist.

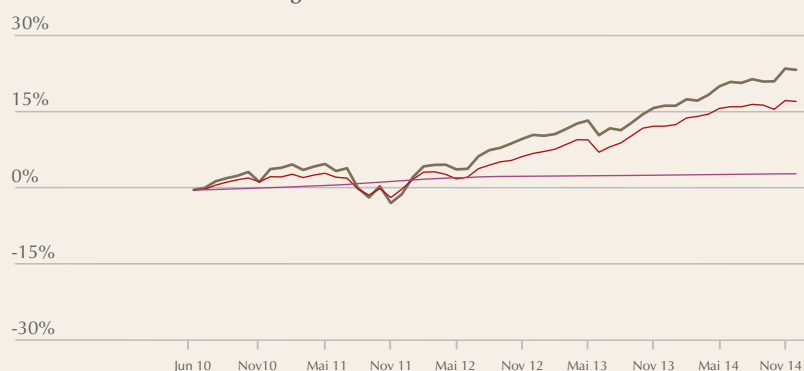
So hat sich auch in diesem Jahr die alte Fondsmanagerweisheit wieder bewahrheitet, dass 70% des Erfolges durch das Vermeiden von größeren Fehlern erklärt wird. Wir haben die Portfolios breit diversifiziert und uns von den „heißen“ Marktsegmenten der letzten Jahre fern gehalten. Der Rest erklärt sich durch eine glückliche Hand, gute Nerven und viel Disziplin beim Auswahlprozess für unsere Wertpapiere.

## Phaidros Funds Conservative

Unser konservativer Fonds, dessen Aktienquote um die 20% liegt, hat sich ebenfalls gut geschlagen und weist für 2014 eine Wertsteigerung je nach Anteilsklasse zwischen 5,57% und 6,00% auf.

Die Wertentwicklung des Fonds ist aufgrund seiner Struktur in hohem Maße von den Anleihemärkten abhängig. Trotz des allgemeinen „risk-on“-Modus haben sich 2014 Unternehmensanleihen weniger gut entwickelt als Staatsanleihen. Das allgemein günstige Liquiditätsumfeld und die Hoffnung auf den Einstieg der EZB in die Politik der „Quantitativen Lockerung“ nach amerikanischem Vorbild haben vor allem die Kurse italienischer und spanischer, aber auch französischer Anleihen beflügelt.

**Grafik 13: Wertentwicklung des Phaidros Funds Conservative und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe**



	Phaidros Conservative		Morningstar Peer Group	
	Ret	Vola	Ret	Vola
3J p.a.	7,8	2,5	5,1	2,5
1J	6,0	3,2	5,5	2,9

■ Phaidros Funds Conservative  
 ■ Morningstar Kategorie Mischfonds defensiv  
 ■ 3M Euribor

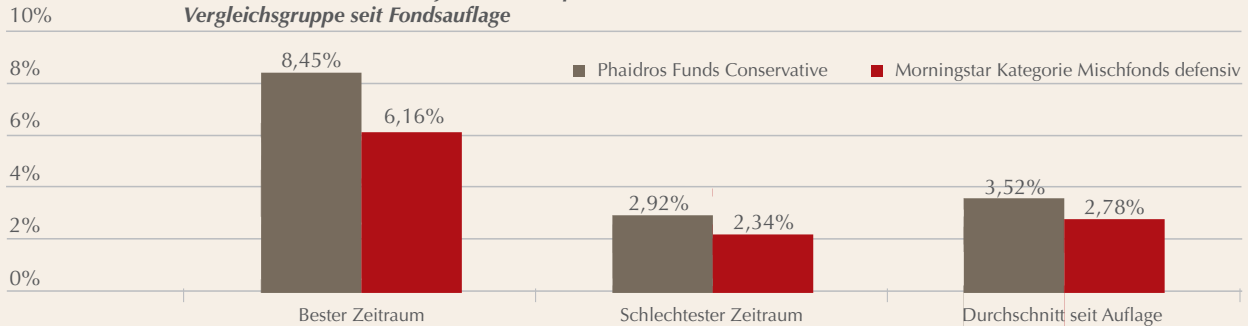
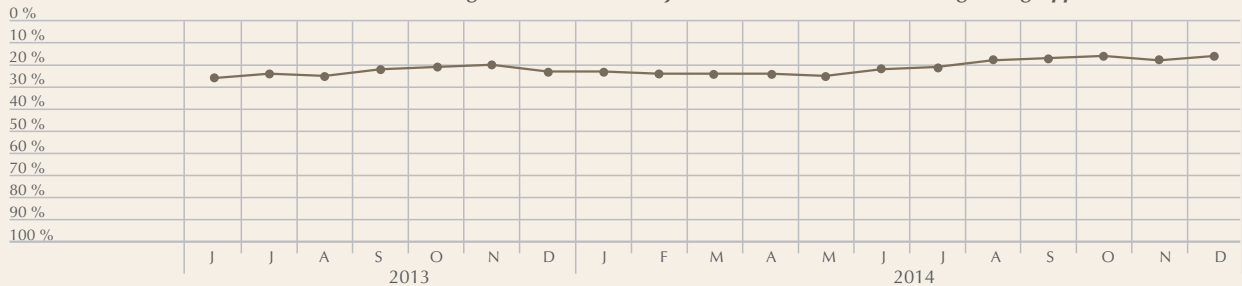
### Monatsperformance und Risikokennzahlen seit Auflage

	JAN	FEB	MRZ	APR	MAI	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	NOV	DEZ	JAHR
<b>2010</b>	-	-	-	-	-	0,39	1,27	0,6	0,45	0,74	-1,87	2,45	<b>4,0</b>
<b>2011</b>	0,24	0,61	-1,01	0,65	0,47	-1,29	0,51	-3,60	-1,82	2,31	-3,20	1,72	<b>-4,4</b>
<b>2012</b>	3,41	2,12	0,32	0,10	-0,80	0,14	2,40	1,14	0,51	0,81	0,90	0,73	<b>12,2</b>
<b>2013</b>	0,15	0,34	0,93	0,11	0,55	-2,50	1,24	-0,45	1,32	1,42	1,08	0,38	<b>5,3</b>
<b>2014</b>	-0,01	1,08	-0,22	0,97	1,38	0,66	0,02	0,60	-0,38	0,03	2,04	-0,19	<b>6,0</b>

Anzahl positiver Monate	42
Anzahl negativer Monate	15
Anteil positiver Monatsergebnisse	74%
Anteil negativer Monatsergebnisse	26%
Bestes Monatsergebnis	3,41%
Schlechtestes Monatsergebnis	-3,60%
Ø 3J-Volatilität	2,5%
3J-Sharpe Ratio	3,08

Max. Kursrückgang auf Monatsendwerte gerechnet	
2010	-1,87%
2011	-6,94%
2012	-0,62%
2013	-2,41%
2014	-0,38%
seit Auflage	-6,94%



**Grafik 14: Rollierende Dreijahresrendite p.a. des Phaidros Funds Conservative und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe**

**Grafik 15: Percentil-Platzierung für rollierende Dreijahresrendite innerhalb der Vergleichsgruppe**


Bis Juli hatte der Fonds bereits um etwa 4% zugelegt, ehe die Verschärfung der Krise um die Ukraine und Kommentare der FED über die angespannte Bewertung der Finanzmärkte Aktien und den Hochzinsanleihen zusetzte, so dass der Fonds bis Mitte August in etwa die Hälfte seiner Gewinne wieder abgeben musste. Danach entspannte sich die Situation wieder. Ab Mitte September sorgten enttäuschende Konjunkturdaten aus den USA und China für eine deutlichere Korrektur am Aktienmarkt und Abflüsse aus dem Segment der Hochzinsanleihen, deren Kurse deutlich unter Druck gerieten. Beruhigende Aussagen seitens der Notenbanken halfen den Finanzmärkten allerdings ab Mitte Oktober schnell wieder auf die Beine, so dass der Fonds seine Gewinne bis zum Jahresende ausbauen und ein neues „All-time-High“ erreichen konnte. Von diesem Höhepunkt wurden durch die Russlandkrise im Dezember wieder 2% abgegeben, aber bis Jahresende größtenteils wieder aufgeholt. Insgesamt bleibt die Entwicklung für einen anleihenlastigen Fonds in einem Niedrigzinsumfeld aber gut.

Angesichts unserer positiven Einschätzung des US-Dollars und des britischen Pfunds haben wir im Laufe des Jahres Unternehmensanleihen in diesen Fremdwährungen gekauft und entsprechende Währungsgewinne erzielt. Daneben haben sich einige Nachranganleihen bzw.

Contingent Convertibles sehr positiv entwickelt (z.B. Royal Bank of Scotland und Credit Suisse) ebenso wie Unternehmensanleihen aus Südeuropa (Finmeccanica, Enel und Telefonica) und einige Werte, die von positiveren Einschätzungen der Ratingagenturen profitieren konnten (Nokia, Wendel, Heidelberger Zement, K&S). Negativ wirkten sich hingegen vor allem die Anleihen von Gazprom („Russland-Discount“), Petrobras (Korruptionsskandal) und Südzucker (Verfall des Zuckerpreises) aus.

Die Aktienbeimischungen entwickelten sich mit wenigen Ausnahmen (BASF, Siemens und Total) durchwegs erfreulich, wobei die größten positiven Beiträge von Patrizia, Kuka und Novartis stammten. Die Fokussierung auf Aktien mit stabilem, wenig zyklischem Geschäftsmodell und renditestarke Immobilienaktien (Alstria, Hamborner, Patrizia) hat sich wieder einmal bewährt und entspricht in hohem Maße dem Profil des risikoaversen Anlegers.

### **Phaidros Funds Fallen Angels**

Der Phaidros Funds Fallen Angels konnte als jüngstes Kind unserer Fondsfamilie auch im Jahr 2014 überzeugen und legte zwischen 4,66% und 5,19% zu.

Fallen Angels sind Anleihen von Unternehmen, die auf Grund verschlechterter wirtschaftlicher Verhältnisse von den Ratingagenturen nicht mehr zum Investment-Grade Bereich gezählt werden sondern zu den Hochzinsanleihen. Es handelt sich dabei um Unternehmen, die zwar in Schwierigkeiten geraten sind, aber über eine gute Substanz verfügen und in der Vergangenheit bewiesen haben, dass sie ihre Schulden auch zurückzahlen können. Mit einem durchschnittlichen Rating von BB gehören sie innerhalb des Hochzinsspektrums zu den Unternehmen mit der besten Bonität.

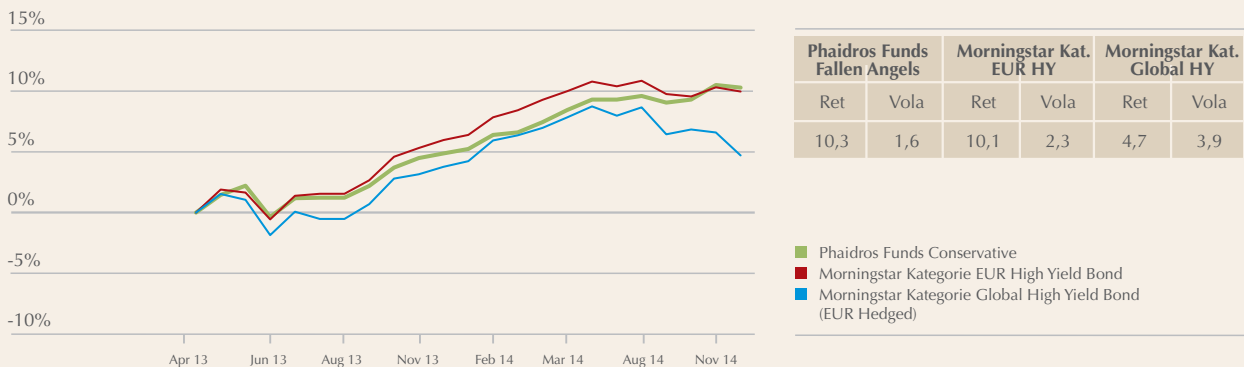
Gerade die Konzentration auf das oberste Hochzinssegment hat sich in den letzten 12 Monaten ausgezahlt. Während das hochspekulative Ratingsegment CCC bis C in der „Stressphase“ zwischen Juni und Oktober mehr als 8% verlor, gab der Phaidros Funds Fallen Angels nur um 2% nach. Darüber hinaus konnte er sich von diesen Tiefständen deutlich erholen und das Jahr in der Nähe des „All-time-High“ von

Anfang Dezember abschließen. Damit hat sich der Fonds auch innerhalb seiner Vergleichsgruppe sehr gut geschlagen. Besonders positiv fällt hierbei auch die geringe Schwankungsbreite auf, die um etwa ein Drittel niedriger als bei vergleichbaren Produkten liegt.

Die Einzelwerte in dem Fonds sind dem Rentenportfolio der anderen beiden Phaidros Funds nicht unähnlich. Der Schwerpunkt liegt auf Konsum- und Industrierwerten, ergänzt um einige nachrangige Finanzwerte. Besonders positiv entwickelten sich die Nachranganleihen der Royal Bank of Scotland und der Commerzbank ebenso wie Unternehmensanleihen aus Südeuropa (Finmeccanica, Enel und Telefonica) und einige Werte, die von positiveren Einschätzungen der Ratingagenturen profitieren konnten (Nokia, Wendel, Heidelberger Zement, K&S). Negativ schlug hingegen die Anleihe von Südzucker wegen des Verfalls des Zuckerpreises zu Buche.

Dass unser Konzept eines defensiven Hochzinsfonds, der in größere Emissionen und bessere Bonitäten investiert, aufgeht, hat sich auch 2014 wieder gezeigt. Wir sind weiterhin überzeugt, dass der Phaidros Funds Fallen Angels ein attraktives Vehikel darstellt, in dem aktuellen Niedrigzinsumfeld bei vertretbaren Risiken eine attraktive Verzinsung des eingesetzten Kapitals zu erwirtschaften.

**Grafik 16: Wertentwicklung des Phaidros Funds Fallen Angels und der Vergleichsgruppe seit Vollinvestition**



**Monatsperformance und Risikokennzahlen seit Auflage**

	JAN	FEB	MRZ	APR	MAI	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	NOV	DEZ	JAHR
<b>2013</b>	-	-	0,34	1,36	0,74	-2,53	1,56	0,04	0,97	1,47	0,76	0,36	<b>4,7</b>
<b>2014</b>	0,35	1,10	0,20	0,80	0,93	0,76	0,03	0,27	-0,50	0,23	1,11	-0,20	<b>5,2</b>

# **SPEZIALTHEMA:** **Liquidität an den Rentenmärkten**

---

## **SPEZIALTHEMA: Liquidität an den Rentenmärkten**

Auch wenn die Rentenmärkte vor allem aufgrund des anhaltenden Niedrigzinses etwas stärker in den Fokus der Sparer gerückt sind, führen diese unverändert ein beschauliches Nebendasein in der medialen Berichterstattung. Dies äußert sich insbesondere im Vergleich zu den in der Öffentlichkeit intensiv verfolgten, aber vom Volumen her gesehen wesentlich kleineren Aktienmärkten.

Dabei haben sich die Rentenmärkte in den letzten Jahren wesentlichen Veränderungen unterzogen: Da ist zum einen das weltweit stark gestiegene Emissionsvolumen im Unternehmensanleihenbereich zu nennen. Dieses ist vor allem auf die Verschärfung der Kreditwesenregulierung – Stichwort Basel III – sowie auf die seit nunmehr mehreren Jahren anhaltende Niedrigzinspolitik fast aller Notenbanken der Welt zurückzuführen. Diese beiden Faktoren führen dazu, dass Unternehmen sich zunehmend direkt über den Kapitalmarkt mittels Emission von niedrigverzinslichen Rententiteln anstatt teuren und zum Teil sehr restriktiven Bankendarlehen (re-)finanzieren.

Im gleichen Zeitraum nahm der Anteil dieser risikoreicheren Anlagekategorie in den Portfolien sämtlicher Investorengruppen zu. Dies kann zum einen als eine Reaktion auf die Suche nach einer auskömmlichen Rendite verstanden werden. Insbesondere Leveraged Loans (um Zusatzoptionalitäten angereicherte und somit höher rentierliche Rententitel) sind in diesem Zusammenhang zu nennen. Zum anderen war und ist vielen institutionellen Kunden der Zugang zu anderen Assetkategorien wie etwa Aktien, Immobilien oder Rohstoffen in nennenswertem Umfang ebenfalls durch entsprechende Regulierungen – Basel III und Solvency II – erheblich erschwert worden. Dies erklärt das immens große Interesse dieser bedeutenden Investorengruppe an ertragreichen, aber Eigenkapital schonenden Rententiteln.

Für sich alleine genommen ist diese Entwicklung insbesondere für den europäischen Rentenmarkt als positiv zu beurteilen, da dadurch die Abhängigkeit der Unternehmungen von der zunehmend restriktiven Kreditvergabe der Banken sinkt und sich dadurch eine weitere und häufig kostengünstigere Variante der Unternehmensfinanzierung auf breiter Basis – wie dies in den Vereinigten Staaten seit Jahrzehnten der Fall ist – etabliert. Jedoch zeigte sich in diesem Jahr bereits mehrmals, dass diese Entwicklung zumindest unter einem wesentlichen Gesichts-

punkt als kritisch eingestuft werden muss: Mangelnde Marktliquidität pro Emission im Sekundärmarkt (d.h. der Handel dieser Papiere nach der Emission bis zu deren Endfälligkeit).

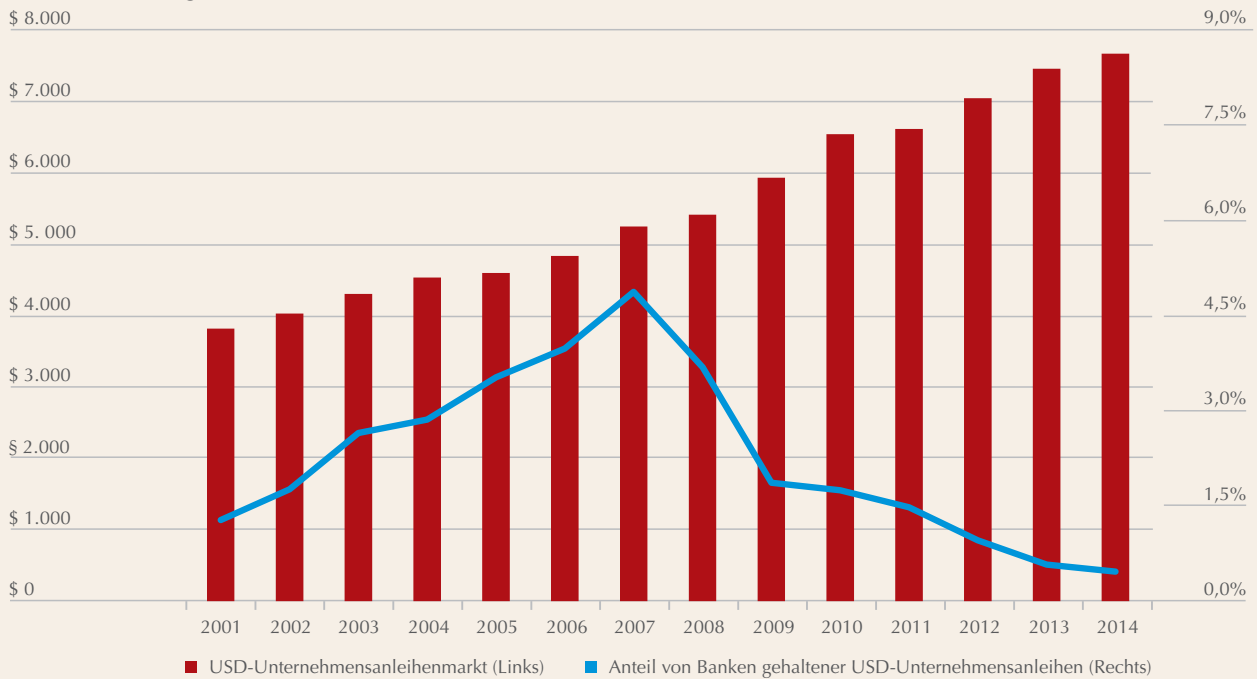
Aufgrund der sehr hohen Nachfrage nach höher verzinslichen Rententiteln in den letzten Jahren wurde das gestiegene Risiko mangelnder Verkaufsfähigkeit zu angemessenen Preisen („Fungibilität“) nur teilweise am Markt offensichtlich, hat sich in 2014 aber bereits gelegentlich angekündigt. So ist etwa die Rendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen am 15. Oktober 2014 innerhalb von wenigen Minuten um 0,3% gefallen, obwohl es keine nennenswerten Neuigkeiten gab, die diesen Renditeverfall von mehr als -10% (von 2,20% auf 1,86%) in einem der liquidesten Rentenmärkte der Welt (mit einem täglichen Handelsvolumen von regelmäßig mehr als einer halben Billion US-Dollar) begründen könnte. Noch gravierender stellt sich die Situation im Unternehmensanleihenbereich dar, insbesondere im Non-Investment-Bereich mit einem Rating unterhalb von BBB.

Was sind die wesentlichen Faktoren, die zu dieser mangelnden Liquidität an den Rentenmärkten führten bzw. verstärkt führen werden? Eine wesentliche Ursache stellt ohne Zweifel die kleinteilige Struktur der Rentenmärkte dar, welche sich im Zuge der günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten der letzten (Niedrigzins-)Jahre nochmals wesentlich vertieft hat. So weist mittlerweile ein Unternehmen des STOXX Global 3000 im Durchschnitt über 80 individuell ausgestaltete Rentenemissionen auf. Dies führt für sich allein genommen bereits zu einem geringen Handelsvolumen pro Einzelemission. Sind die Emissionen zusätzlich mit individuell ausgestalteten Optionalitäten versehen, wie dies bei Leveraged Loans der Fall ist, dann sinkt die Zahl möglicher Kaufinteressenten nochmals wesentlich.

Vor der Finanzkrise 2007 haben Banken in großem Umfang für Liquidität in den Rentenmärkten durch Halten von großen Rentenportfolios in ihrem Bestand gesorgt und somit der kleinteiligen Struktur der Rentenmärkte entgegen gewirkt. Durch die negativen Erfahrungen während der Finanzkrise sowie entsprechende Regulierungsvorschriften verkleinern Banken jedoch zunehmend ihre eigenen Rentenbestände, um ihre Kapitalbasis im Sinne von Basel III zu optimieren (**vgl. Grafik 17**).

Im angeführten Beispiel Mitte Oktober wurden die Auswirkungen dieser Entwicklung nur allzu deutlich: Unter Verkaufszwang schlägt sich die mangelnde Liquidität besonders nieder und führt auch zu Verkaufszwängen in liquideren Assetkategorien wie etwa Aktien. Als Beschwichtigungsargument wird insbesondere von institutionellen Investoren oft die verfolgte Buy-And-Hold-Strategie in diesem Zusammenhang angeführt. Wie bei jeder Strategie sind aber auch dieser natürliche Grenzen gesetzt, etwa bei einer Zunahme von Unternehmenspleiten in unzureichend differenzierten Portfolios oder unvorhergesehenen Belastungen des regulatorischen Risikokapitals abseits von Kapitalanlage- risiken z.B. im Bereich Langlebiger Risiken.

**Grafik 17: Entwicklung USD-Unternehmensanleihenmarkt (Mrd. \$) vs. Anteil der von Banken gehaltenen USD-Unternehmensanleihen**



Welche Lehren sollte man aus dieser veränderten Situation auf den Rentenmärkten ziehen? Zum einen sollte die Suche nach höherer Rendite nicht um jeden „Liquiditätspreis“ erfolgen. Und zweitens wird man sich an eine höhere Rentenmarkt-Volatilität und eine deutlich nervenaufreibendere Zukunft einstellen müssen. Anleihen sind nicht mehr der stabile Anker, der sie einmal waren.



# Ausblick

---



## Ausblick

Glaubt man den Umfragen, gehen die Amerikaner so optimistisch wie schon lange nicht mehr in das neue Jahr. Die Stimmung der Verbraucher hat einen neuen Höchststand seit der Finanzkrise erreicht, es wird zunehmend leichter, einen Job zu finden und der Aktienmarkt eilt nicht nur von Rekord zu Rekord, sondern kaum jemand rechnet mit einem größeren Rückschlag.

Spätestens jetzt sollte der „prudent investor“ aber hellhörig werden. Denn nach wie vor gibt es im globalen Finanzsystem Risiken, die sich zu einer handfesten Krise auswachsen und die Finanzmärkte kräftig durchschütteln können.

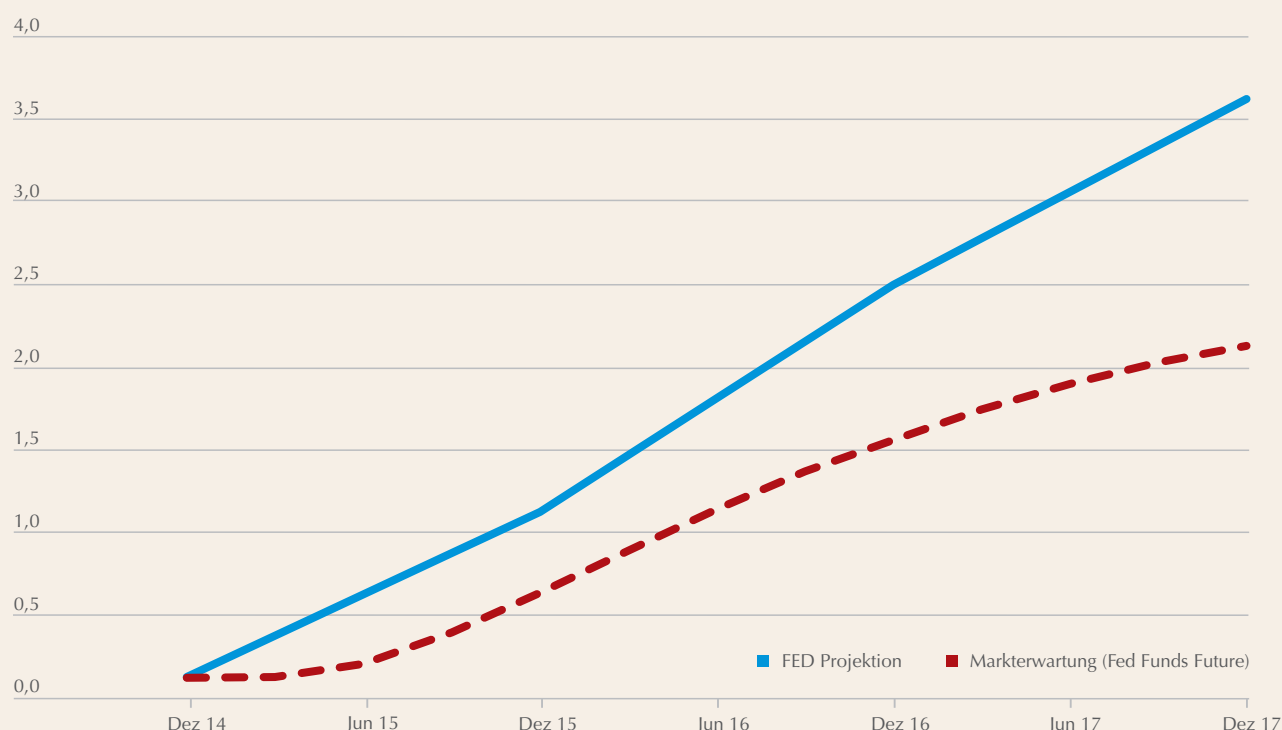
Über allem steht die weitere Entwicklung der Geldpolitik in den USA. Die Politik der Quantitativen Lockerung (kurz: QE) ist Geschichte, die Auswirkungen dieses „Experiments“ auf die Realwirtschaft sind bisher weniger positiv bzw. nachhaltig als erhofft, die Folgen für die Finanzmärkte aber dafür umso dramatischer. Viele Vermögenspreise (Aktien, Anleihen, Immobilien) sind derart stark gestiegen, dass nicht nur Pessimisten das globale Finanzsystem aktuell für gefährdeter halten als 2007. Die FED steht 2015 vor einem schwierigen Balanceakt: Sie muss einerseits die Finanzmärkte schrittweise von der ständigen Liquiditätszufuhr „entwöhnen“, aber andererseits den Anstieg der kurz- und langfristigen Zinsen bremsen, um einen Finanzmarktcrash wie 1987 zu verhindern.

Aktuell kreist die Diskussion sowohl um das „lift-off-date“ (d.h. den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung, wahrscheinlich um die Jahresmitte) wie auch um den Zinserhöhungspfad bzw. dessen Endpunkt. Die FED plant, in den nächsten Jahren jeweils mehrfach die Zinsen anzuheben. Der wahrscheinliche Endpunkt wird bei 3,5% bis 4% liegen, einem Niveau, das die FED-Funds zuletzt 2007 erreicht haben. Obwohl die FED eine klare Kommunikationsstrategie verfolgt, erwarten die Finanzmärkte deutlich geringere Zinssteigerungen (**vgl. Grafik 18**).

Diese Annahme lässt sich eigentlich nur rechtfertigen, wenn Realwachstum und Inflation auf dem Niveau der Vorjahre verharren, d.h. unter dem Trendwachstum von 3% bei einer Preissteigerung von weniger als 2%. Sollte sich aber im Laufe der nächsten Monate herausstellen, dass sich die US-Konjunktur, angetrieben von niedrigen Energiepreisen und Produktivitätsgewinnen, doch dynamischer entwickelt, wird es zwangs-

läufig zu Verlusten bei Anleihen kommen mit entsprechend negativen Folgen für den Aktienmarkt. Das Meinungsbild für die US-Konjunktur ist jedenfalls ungewöhnlich breit. Ängste bestehen sowohl vor zu starkem, aber auch vor zu schwachem Wachstum. Wir glauben, dass diese unbegründet sind und erwarten, dass sich der Trend der letzten Jahre („nicht zu heiß und nicht zu kalt“) fortsetzen wird.

**Grafik 18: Die Finanzmärkte erwarten geringere Zinserhöhungen als die FED**

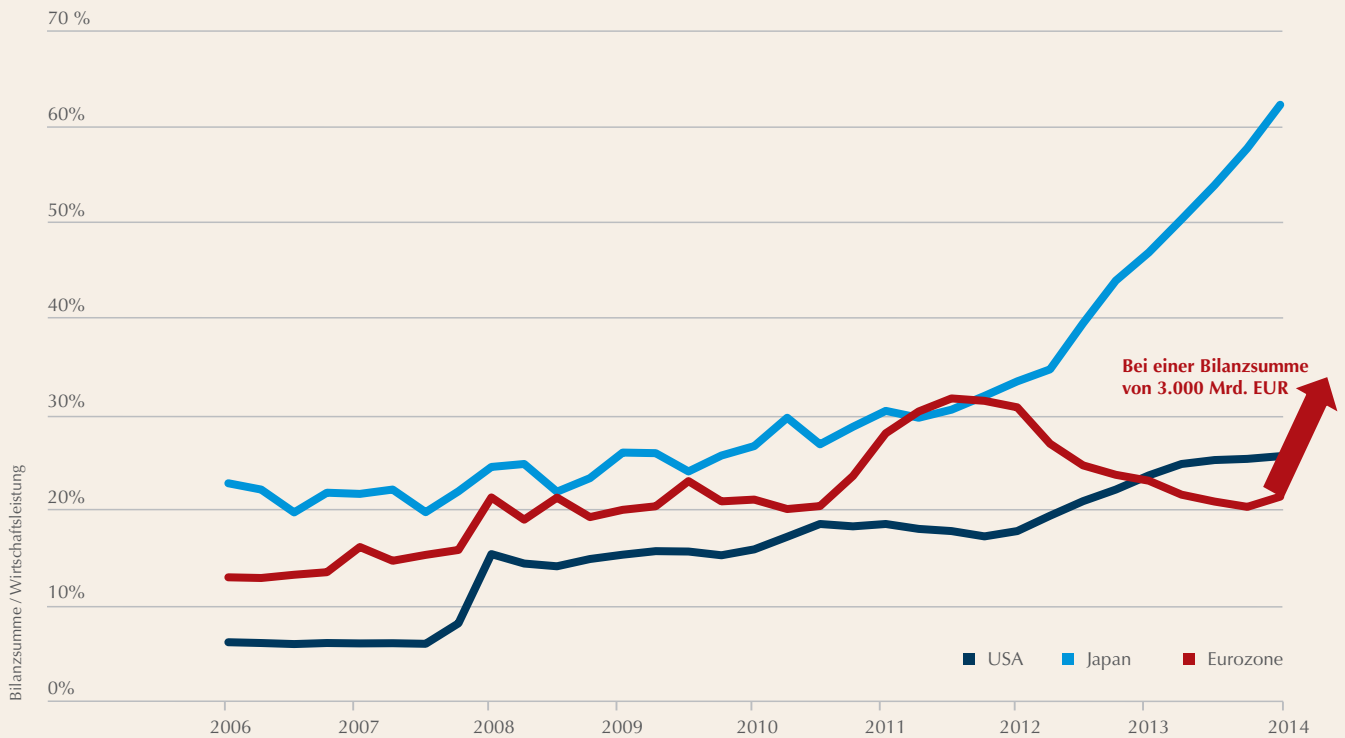


Auch wenn die Geldpolitik außerhalb der USA weniger bedeutend für die globalen Finanzmärkte ist, können die japanische Notenbank (BOJ) und die EZB aber etwaige negative Auswirkungen steigender US-Zinsen doch wenigstens dämpfen.

Die BOJ spielt dabei in einer eigenen Liga. Ihre Bilanzsumme ist bereits jetzt mehr als halb so groß wie die jährliche Wirtschaftsleistung Japans (zum Vergleich: in den USA und der Eurozone liegt dieser Wert zwischen 20% und 25%, vgl. **Grafik 19**). Trotzdem sieht die BOJ in der weiteren Bilanzverlängerung ein probates Mittel, um endgültig aus der Deflationsphase der letzten 15 Jahre herauszukommen. Gleichzeitig hat

die japanische Regierung mit der umstrittenen Mehrwertsteuererhöhung vom April dem Land erneut zwei Quartale mit negativem Wachstum beschert. Die Kombination aus extrem lockerer Geldpolitik und restriktiver Fiskalpolitik ist wie in der Eurozone auch für Japan bislang nicht das richtige Rezept für einen tragfähigen Aufschwung. In Japan kommt hinzu, dass der private Verbrauch sowieso schon unter den jahrelangen Reallohnrückgängen leidet und durch eine weitere Mehrwertsteuererhöhung noch zusätzlich geschwächt würde.

**Grafik 19: EZB und BOJ sind weiter auf Expansionskurs**



Dies hat mittlerweile auch die japanische Regierung eingesehen und die für 2015 geplante erneute Steuererhöhung erst einmal verschoben. Besser als eine weitere Belastung des Konsums wäre die höhere Besteuerung der übermäßigen Ersparnisse im Unternehmenssektor.

Japanische Unternehmen sind bekannt dafür, liquide Mittel in viel größerem Umfang zu horten als europäische oder amerikanische Unternehmen und nur in geringem Maße in Form von Dividenden auszuschütten oder in Sachkapital zu investieren. Ministerpräsident Abe

bleibt also noch einiges zu tun, bevor sein sogenannter „dritter Pfeil“ (d.h. die Strukturreformen) ins Ziel trifft. 2015 wird wieder ein Jahr des Übergangs sein mit einem Realwachstum von 1% und einer Inflationsrate, die nach wie vor unter der angestrebten Marke der BOJ von 2% liegen wird. Für eine abschließende Beurteilung des Erfolgs der „Abenomics“ ist es aber noch zu früh.

Während in Japan aber zumindest ein Plan zur Bekämpfung der jahrelangen Krise vorliegt, fehlt dieser in der Eurozone. Es gibt keine andere Region auf der Welt, für die der Begriff der „secular stagnation“ aktuell passender wäre. Zwar ist unbestritten, dass die meisten Euroländer ein Wettbewerbsproblem haben und deshalb Reallohnsenkungen nötig sind (das beste Beispiel ist Spanien, einer der wenigen Lichtblicke in der gesamten Eurozone). Richtig ist allerdings auch, dass diese in einem Umfeld stagnierender oder sogar rückläufiger Preise ungleich schwieriger zu erreichen sind.

Außerdem haben die meisten Länder neben Wettbewerbsproblemen auch eine ausufernde Verschuldung, deren Abbau (wenigstens relativ zur Wirtschaftsleistung) in einem derartigen Umfeld weitgehend illusorisch wird. Hinzu kommt, dass die Bereitschaft zu Strukturreformen, v.a. am Arbeitsmarkt, weiterhin zu wünschen übrig lässt. Besonders negativ fällt in diesem Zusammenhang Frankreich auf: Dort wird lieber gegen die Globalisierung gewettert und verlangt, dass Deutschland mehr zur Ankurbelung des Wachstums tun soll. Dies könnte tatsächlich im Laufe des Jahres 2015 aktuell werden, wenn das Wirtschaftswachstum unter 1% fallen sollte. Noch stützt die gute Beschäftigungslage den privaten Verbrauch und damit die Konjunktur. Die Investitionstätigkeit ist aber trotz sprudelnder Unternehmensgewinne schwach und auch der Export lahmt bereits wegen des geringeren Wachstums in den Schwellenländern, v.a. China, Brasilien und Russland und den dortigen Währungsturbulenzen. Aktuell dominiert in Deutschland aber noch die fiskalische Orthodoxie.

Innerhalb der Eurozone ist die EZB der einzige handlungsfähige und –willige Akteur, der sich gegen „japanische Verhältnisse“ stemmt. EZB-Präsident Draghi betont immer wieder seine Absicht, die Bilanzsumme von aktuell etwa €2.000 Mrd. auf €3.000 Mrd. zu erhöhen. Um diesen Wert wie 2012 erneut zu erreichen, werden Käufe von Pfandbriefen und

verbrieften Kreditforderungen (sog. ABS-Papieren) nicht ausreichen, so dass die EZB wahrscheinlich im Laufe des ersten Quartals 2015 auch Staatsanleihen kaufen wird. Angesichts der selbst für deutsche Verhältnisse niedrigen Preissteigerung von 0,6% und der sich immer deutlicher abzeichnenden Wachstumsschwäche werden bis dahin auch die Bundesregierung und die Bundesbank ihren Widerstand weitgehend aufgegeben haben. Wenn die EZB wirklich die Kreditvergabe durch das Bankensystem ankurbeln will, wäre sie allerdings besser beraten, den Banken direkt Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, sei es durch den Kauf von Bankaktien aus Kapitalerhöhungen oder zusätzlich emittiertem Hybridkapital. Realwirtschaftlich sollte man sich von einem erneuten monetären Impuls nicht allzu viel versprechen, wie die Erfahrungen aus den USA und zuletzt Japan zeigen, die Finanzmärkte freut es trotzdem.

Über die weitere konjunkturelle Entwicklung der Eurozone sind sich die meisten Finanzmarktteilnehmer wieder einmal weitgehend einig: 2015 wird erneut ein verlorenes Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von nicht einmal 1% und einer Inflationsrate in ähnlicher Größenordnung. Unseres Erachtens werden dabei allerdings die wachstumsfördernden Effekte aus dem rückläufigen Ölpreis, dem schwächeren Euro und der Lockerung der allzu strengen Haushaltsdisziplin nur unzureichend berücksichtigt. Zwar liegt vieles im Argen, aber angesichts der sehr niedrigen Erwartungen könnte die Eurozone 2015 tatsächlich einmal positiv überraschen. Die Chancen für eine europäische Variante der „Abenomics“ aus expansiverer Geldpolitik und weniger fiskalischer Orthodoxie bzw. einigen Strukturreformen stehen jedenfalls nicht schlecht.

Das Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft hat sich bei der offiziellen Zielgröße von 7% eingependelt. Ähnlich wie die Eurozone leidet auch China unter Überkapazitäten und seit mehreren Jahren rückläufigen Produzentenpreisen. Die Furcht vor „japanischen Verhältnissen“ veranlasste die chinesische Notenbank bereits zur ersten Zinssenkung seit 2012.

Deflationäre Tendenzen bremsen auch die Entwicklung des privaten Verbrauchs, da die Konsumenten Kaufentscheidungen in der Erwartung noch niedrigerer Preise aufschieben. Damit wird es auch schwieriger,

den Umbau der chinesischen Volkswirtschaft voranzutreiben. Es besteht vielmehr die Gefahr, dass die Regierung in alte Muster verfällt und die Investitionstätigkeit mit zusätzlichen Krediten weiter anheizt und versuchen wird, den Außenhandel durch eine Abwertung des Renminbi zu fördern. Letzteres hätte auch unangenehme Folgen für den Rest der Welt, da sich die sowieso schon vorhandenen disinflationären Tendenzen weiter verstärken würden. Die Erfolge der BOJ bei der Abwertung des Yen könnten jedenfalls auch in China Begehrlichkeiten wecken.

Während vieles in China angesichts eines Wirtschaftswachstums von immer noch 7% wie ein Luxusproblem wirkt, haben andere Schwellenländer deutlich weniger Handlungsalternativen. Vor allem Brasilien und die Türkei leiden unter hoher Inflation, einem ausufernden Leistungsbilanzdefizit und dem Ausbleiben privater Kapitalimporte aus dem Ausland. Sie müssen mit dem weniger generösen Liquiditätsumfeld auskommen, d.h. höhere Zinsen, und gleichzeitig ihre Budgetdefizite unter Kontrolle bringen. Beides bremst das Wirtschaftswachstum und legt den Fokus auf strukturelle Reformen, die für mehr Investitionen sorgen sollen. Zumindest Brasilien will dem Beispiel der indischen Regierung nacheifern, der es innerhalb weniger Monate gelungen ist, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln und Inflation und Leistungsbilanzdefizit zu senken und damit das Vertrauen der Finanzmärkte zurückzugewinnen.

Insgesamt unterscheidet sich der konjunkturelle Ausblick für 2015 nicht wesentlich von dem für 2014. Das globale Wirtschaftswachstum wird sich wieder bei etwa 3,5% einpendeln. Konjunkturlokomotiven bleiben die USA und wahrscheinlich auch China. Die restlichen Schwellenländer, Japan und die Eurozone werden sich weiterhin schwer tun. Allerdings sind wir hier weniger pessimistisch als der Konsens. Die Notenbanken bleiben vereint im Kampf gegen deflationäre Tendenzen, auch wenn die FED im Laufe des Jahres die Zinsen anheben wird. Liquidität ist vor allem außerhalb der USA weiter reichlich vorhanden und hält die Zinsen auf niedrigem Niveau.

Die Erfahrung der letzten Jahre lehrt, dass man als Portfoliomanager am besten als „Co-Investor“ der Notenbanken agiert. Dies bedeutet, dass sich Investments auf Regionen/Länder konzentrieren sollten, in denen sich die Liquiditätssituation tendenziell verbessert, wie z.B. 2012 in den

südeuropäischen Anleihemärkten, 2013 im japanischen oder 2014 im US-Aktienmarkt. Diese Vorgehensweise bietet auch einen gewissen Schutz vor sich verschlechternden Fundamentalbedingungen, da das Liquiditätsumfeld zumindest in der jüngeren Vergangenheit der wesentliche Treiber der Finanzmärkte war. Aus diesem Blickwinkel sind Anlagen vor allem in der Eurozone attraktiver als in den USA.

Wie schon in den letzten Jahren setzen wir dabei auf Aktien und Unternehmensanleihen. Die erneut phänomenale Wertentwicklung italienischer und spanischer Staatsanleihen (+15,12% und +16,10%), die nicht nur uns überrascht hat, aber auch deutscher Staatsanleihen mit 7,10% wird sich 2015 nicht wiederholen. Zwar sind durch den wahrscheinlichen Einstieg der EZB in QE nach US-Vorbild auch noch niedrigere Renditen vorstellbar, die Anleihemärkte haben aber schon viel vorweggenommen.

Außerdem zeigt das Beispiel USA, dass die Renditen bei der Ankündigung von Staatsanleihekäufen sinken, im Laufe der tatsächlichen Umsetzung aber tendenziell wieder steigen (**vgl. Grafik 20**).

**Grafik 20: Der Renditerückgang passierte hauptsächlich vor der eigentlichen Ankündigung von QE 1-3**



Alles in allem werden die Renditen von Staatsanleihen in Deutschland und der Peripherie auf niedrigem Niveau verharren und damit die Bewertung der riskanteren Anlageklassen unterstützen.

Unternehmensanleihen aus der Eurozone werden sich nach unserer Einschätzung 2015 besser als Staatsanleihen entwickeln. Zwar wird die absolute Wertentwicklung aufgrund der auch in diesem Segment stark gesunkenen Renditen im historischen Vergleich eher bescheiden ausfallen. Die Risikoaufschläge sind für ein Umfeld mit geringem Wachstum, niedriger Inflation und sich verbessernder EZB-Liquidität aber immer noch attraktiv. Dies trifft sowohl für Industriewerte wie auch für Finanzwerte zu, die bislang noch nicht adäquat von den Ergebnissen der Stresstests profitieren konnten.

Gleiches gilt für das obere High-Yield-Segment. Sollte die EZB Unternehmensanleihen kaufen, was sie ausdrücklich nicht ausgeschlossen hat, wird sie wahrscheinlich Ratings bis zu BB berücksichtigen, nicht aber darunter. Gerade unser langjähriger Investitionsschwerpunkt Fallen-Angels-Anleihen mit einem Durchschnittsrating von BB und hohen Emissionsvolumina befindet sich damit in einem „sweet spot“.

Neben den in Euro denominierten Unternehmensanleihen haben wir in den letzten Monaten auch zunehmend in Emissionen in US-Dollar bzw. britischen Pfund investiert. Vor allem der US-Dollar hat angesichts des im historischen Vergleich hohen Zinsdifferentials gegenüber deutschen Bundesanleihen, der asynchronen Politik von FED und EZB und den besseren Wachstumsaussichten weiteres Aufwertungspotential. Für einen Anleger in der Eurozone bedeutet dies neben der höheren Rendite von US-Dollar-Emissionen auch noch einen Währungsgewinn.

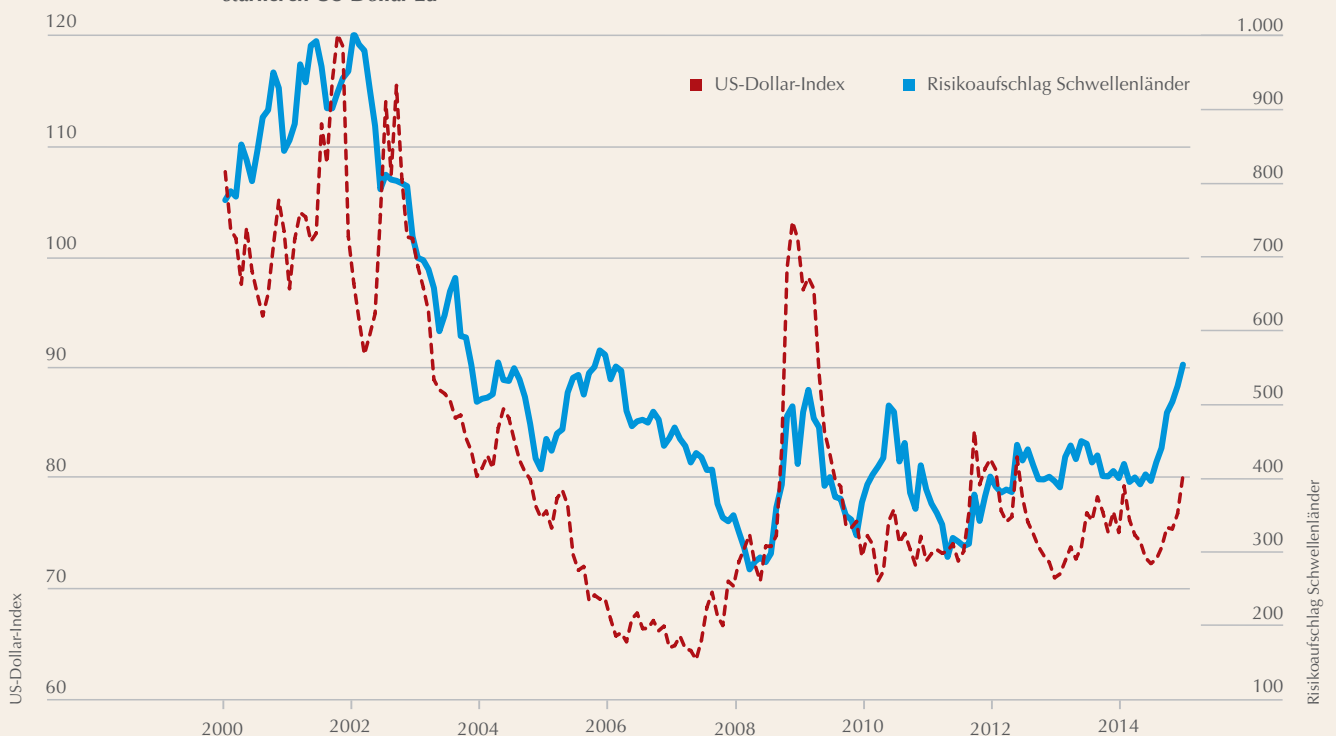
Anleihen aus den Schwellenländern werden es hingegen weiter schwer haben. Zwar haben sich auch dort die Renditeaufschläge in den letzten beiden Jahren sowohl für Anleihen in lokaler Währung wie auch in US-Dollar bzw. Euro wieder erhöht. Unseres Erachtens reflektieren sie aber noch nicht adäquat die Risiken in dieser Anlageklasse. Neben den bereits genannten Schwierigkeiten einiger Länder, ihr „Twin-deficit“ (d.h. Budget- und Leistungsbilanzdefizit) und die Inflation in den Griff zu bekommen, leiden Schwellenländer traditionell in Phasen, in denen sich der US-Dollar stark aufwertet (**vgl. Grafik 21**).



Man erinnert sich noch an die Krisen in Lateinamerika und Asien in den 1980er und 1990er Jahren. Anders als damals geht heute allerdings die Gefahr hauptsächlich vom Unternehmenssektor aus, der im Gegensatz zu den meisten Staaten nach wie vor zu 75% in US-Dollar verschuldet ist.

Hinzu kommt der Verfall der Rohstoffpreise, der vor allem Exportnationen wie Russland, Brasilien, Malaysia oder Südafrika belastet. Innerhalb des Schwellenländeruniversums ist Indien dank der Strukturreformen, die das Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig rückläufiger Inflation angekurbelt haben, und als großer Rohstoffimporteur noch am besten aufgestellt.

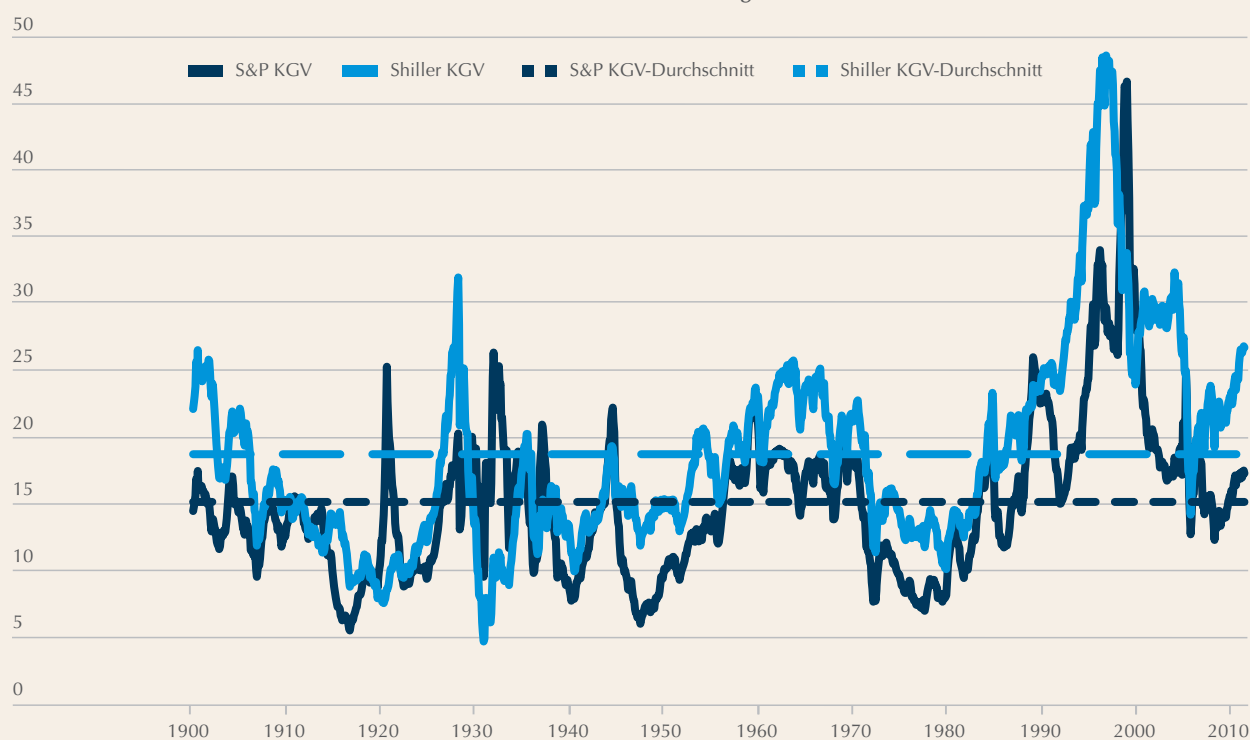
**Grafik 21 : Die Risikoaufschläge für Anleihen aus Schwellenländern nehmen bei einem stärkeren US-Dollar zu**



Die erneut gute Wertentwicklung des US-Aktienmarktes im Jahr 2014 ist nicht nur dem exzellenten Liquiditätsumfeld geschuldet, sondern auch dem dynamischen Unternehmenssektor, der es immerhin auf ein Gewinnwachstum von 8% brachte und damit die Eurozone und die Schwellenländer hinter sich ließ.

Für 2015 erwartet der Konsens einen Gewinnanstieg in Höhe von 4% bis 5%. Damit ist der S&P 500 mit dem 16,5-fachen seines Gewinns bewertet, was im historischen Vergleich eher teuer ist. Auch auf Basis des Shiller-KGVs (d.h. unter Berücksichtigung der Gewinne der letzten 10 Jahre) war der Markt nur 1929, 1999 und 2007 noch höher bewertet als aktuell (vgl. **Grafik 22**). Dies bedeutet zwar nicht, dass wir unmittelbar vor einem Kurssturz stehen, aber die Luft für erneute Kursgewinne wird zunehmend dünner. Eine weitere Bewertungsausdehnung ist nur schwer vorstellbar, es sei denn, dass sich das Umsatzwachstum im Unternehmenssektor beschleunigt. Dies ist umso wichtiger, als die zuletzt sehr positiven Effekte aus höheren Gewinnmargen und Aktienrückkaufprogrammen allmählich auslaufen.

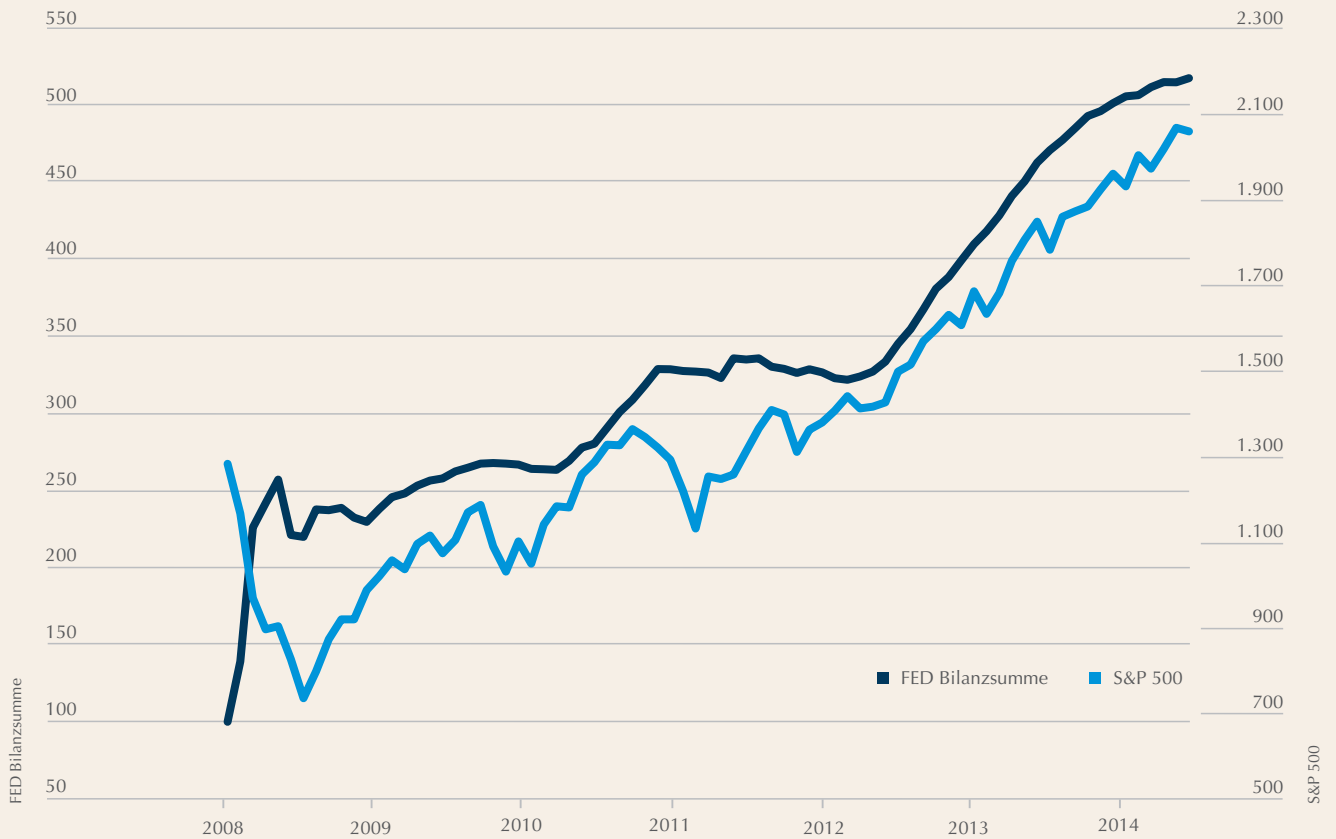
*Grafik 22: Vor allem das Shiller KGV ist im historischen Vergleich sehr hoch*



Hinzu kommt, dass Aktien enorm von der Bilanzverlängerung der FED profitiert haben (vgl. **Grafik 23**). Diese ist nicht nur vorbei, sondern die Bilanzsumme wird spätestens ab 2016 sogar deutlich schrumpfen. Eine wesentliche Unterstützung für den US-Aktienmarkt fällt also weg.

Zur Vorsicht mahnt auch die Entwicklung an den Kreditmärkten. Während der Aktienmarkt von Rekord zu Rekord eilt, sind die Renditeaufschläge für US-Hochzinsanleihen in den letzten Wochen deutlich gestiegen und haben schon fast wieder das Niveau des „Panikmonats“ Oktober erreicht. Die Kreditmärkte schätzen den Rückzug der FED und das fundamentale Umfeld offensichtlich problematischer ein als der Aktienmarkt. Leider lagen sie damit in der Vergangenheit meist besser als der zur Sorglosigkeit neigende Aktienmarkt.

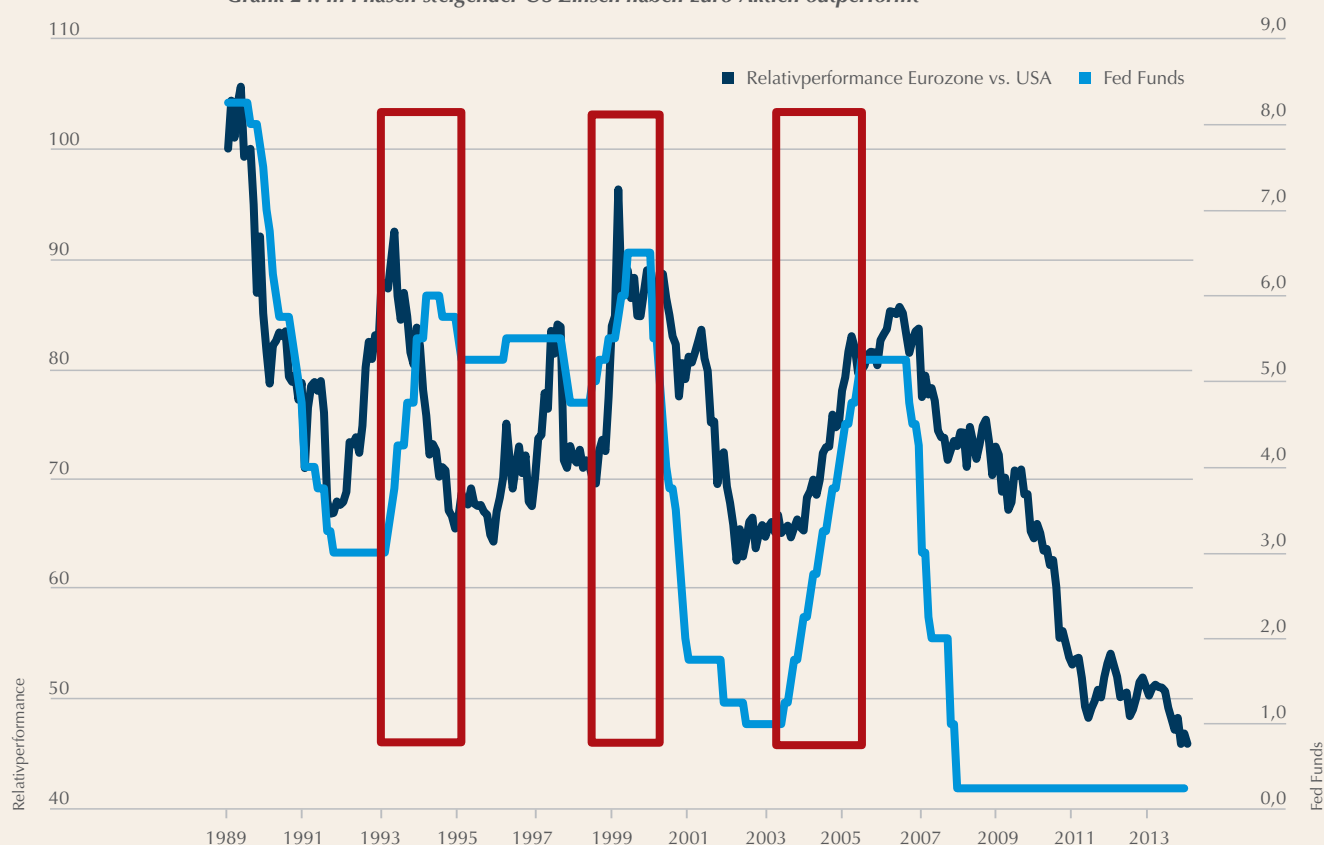
**Grafik 23: US-Aktien haben enorm von der expansiven Geldpolitik profitiert**



In der Eurozone ist zwar das fundamentale Umfeld bekanntermaßen schlechter als in den USA. Dies spiegelt sich aber auch in niedrigerer Bewertung, geringeren Gewinnmargen und weniger dynamischem Gewinnwachstum wider. Aber dafür ist die EZB eindeutig auf Expansionskurs.

Wir erwarten, dass das Tauziehen zwischen besserem Liquiditätsumfeld und ungünstigeren Fundamentalbedingungen zugunsten der Liquidität und damit zugunsten der Eurozone ausfallen wird. Hierin bestärkt uns auch die Historie: In Phasen restriktiverer FED-Politik entwickelten sich Aktien aus der Eurozone tendenziell besser als Aktien aus den USA (vgl. **Grafik 24**). Hinzu kommt noch das „Konjunkturprogramm“ durch den Ölpreisverfall, das einerseits für höhere Realeinkommen in allen Importländern sorgt und andererseits dank des preisdämpfenden Effekts der EZB mehr Spielraum gibt.

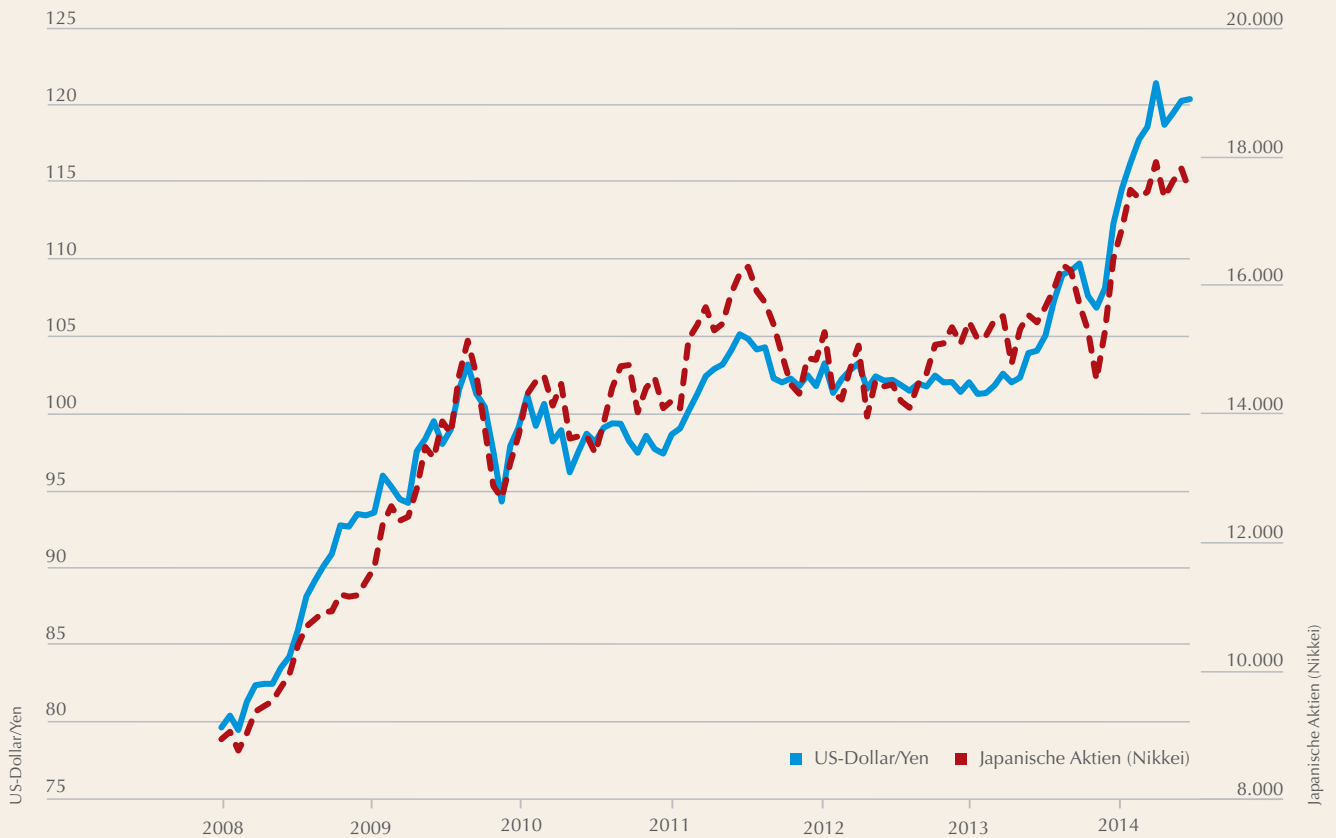
**Grafik 24: In Phasen steigender US-Zinsen haben Euro-Aktien outperformt**



Der japanische Aktienmarkt bleibt durch die „Abenomics“ unterstützt. Erste Strukturreformen im Unternehmenssektor beginnen bereits Früchte zu tragen. Allerdings sind japanische Aktien nach wie vor stark an die Dollar-Yen-Parität gekoppelt (vgl. **Grafik 25**). Hierin liegt auch die

große Gefahr: Gerade die asiatischen Nachbarn China und Korea werden einer weiteren Abwertung des Yen nicht tatenlos zusehen. Der Yen bleibt außerdem eine der beliebten Finanzierungswährungen für die sogenannten Carry-Trades (d.h. man verschuldet sich in Yen, um höherrentierliche Wertpapiere in einer anderen Währung zu kaufen) und macht ihn damit anfällig für plötzliche und starke Bewegungen.

**Grafik 25: Der schwache Yen hat den japanischen Aktienmarkt nach oben gezogen**



Nach einer langen Schwächephase ist ein vorübergehendes Erstarren des Yen jederzeit möglich und folglich auch eine Korrektur am Aktienmarkt. Unter Risiko-Ertrag-Sicht ist der Euro-Aktienmarkt jedenfalls attraktiver.

Dies gilt in noch stärkerem Maße für die Schwellenländer. Zwar ist ihre Wertentwicklung über ein Jahr, drei Jahre und 5 Jahre in US-Dollar gerechnet hinter der der entwickelten Märkte zurückgeblieben.

Ihr Bewertungsabschlag entspricht aber nach wie vor „nur“ dem Durchschnitt der letzten 15 Jahre (vgl. **Grafik 26**). Die Aktienkurse reflektieren unseres Erachtens noch nicht in ausreichendem Maße die bereits genannten fundamentalen Probleme.

*Grafik 26: Der Bewertungsabschlag für Aktien aus Schwellenländern entspricht "nur" dem Durchschnitt der letzten 15 Jahre*



Wir sind gerade von den Aktienmärkten in den letzten Jahren sehr verwöhnt worden. Der Trend zeigte beständig nach oben, zwischenzeitliche Kursrückschläge von über 10% waren die Ausnahme und passierten in den USA zuletzt 2012. Die Notenbanken haben es geschafft, die Volatilität aus den Finanzmärkten weitgehend zu verbannen. 2015 steht zumindest in den USA eine Richtungsänderung in der Geldpolitik an. Weniger Liquidität bedeutet aber höhere Schwankungen in allen Anlageklassen. Um adäquate Renditen auch in den Folgejahren zu erwirtschaften, ist es umso wichtiger, auf ein breit diversifiziertes Portfolio zu setzen.

## 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, die Website von Robert Shiller 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**  
**Vermögensmanagement GmbH**

Maximilianstr. 21  
80539 München

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