



INVESTMENTBERICHT 2013 / 2014



EYB WALLWITZ

# INVESTMENTBERICHT

2013 / 2014

# Inhalt

---

- 06 **Rückblick 2013**
- 14 **Gewinner und Verlierer des Jahres**
- 21 **Rückblick Phaidros Funds**
- 30 **Fluch und Segen der Diversifikation**
- 34 **Ausblick**
- 43 **Wichtige Hinweise**

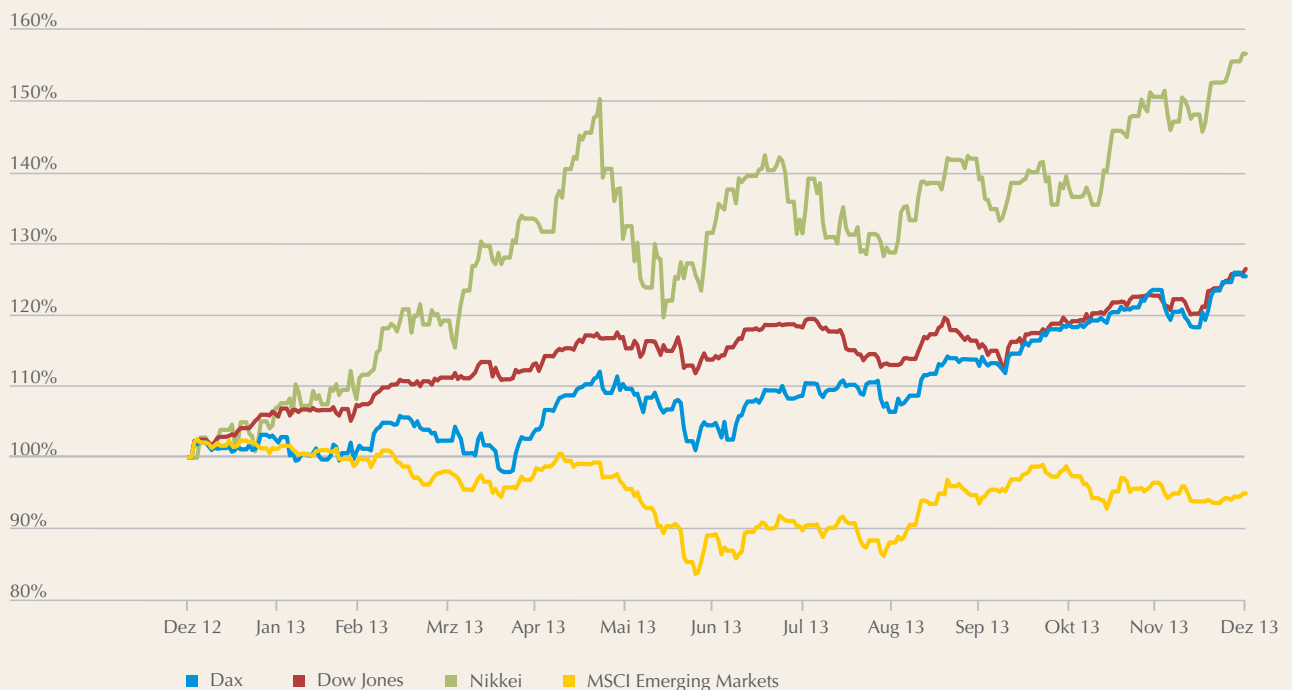


## Rückblick 2013

Das Jahr 2013 war wieder eines jener Jahre, in denen man merkt, dass die Aktienmärkte im Schaufenster des investierenden Bewusstseins stehen. Das Jahr wird als ein gutes in die Geschichte eingehen, an das man sich gern erinnert. Die amerikanischen und europäischen Leitindizes sind zwischen 15% und 30% gestiegen. Die Zentralbanken sorgten für sehr entspannte Konditionen bei der Versorgung der Märkte mit Geld und versicherten glaubhaft, in der Not mit allen Mitteln einspringen zu wollen. Und da es auf die Dauer ermüdend und gefährlich ist, gegen Institutionen zu wetten, deren Taschen unendlich tief sind, stellte man sich lieber auf die Seite der Starken und kaufte Aktien. Segensreiche Zeit!

Der Eurostoxx 50 stieg um knapp 18%, der Dax um 25%, der Dow Jones um 27% und der Japanische Nikkei 225 um satte 57%. Die Japaner haben es in diesem Jahr mit Abwertung, Gelddrucken und den übrigen, auch andernorts schon fast üblichen, quantitativen Spielchen am weitesten getrieben und sind dafür belohnt worden. Und die Europäer waren am konservativsten. Den Aktienmärkten kann man leicht die Gesinnung der jeweiligen Währungshüter ablesen (vgl. Grafik 1).

*Grafik 1: Nur Aktien aus Schwellenländern lagen 2013 im Minus*



Und sonst? Sonst war es eher schattig in diesem Sonnenjahr. Schon die Aktienmärkte der Schwellenländer haben teilweise erheblich verloren. Sie litten unter der Furcht vor dem Ende des billigen Geldes. Das nervöseste Kapital fließt immer in die Schwellenländer, und wenn das Glück die Märkte verlässt, merken diese es meist als erste. Das galt in diesem Jahr auch für Anleihen aus den Schwellenländern, die vor kurzem noch den Ruf eines sicheren Hafens hatten auf Grund der niedrigen Verschuldung und des hohen Wirtschafts- und Bevölkerungswachstums. Sie waren zu Jahresanfang noch der Gegenentwurf zur kranken Eurozone, wurden dann aber wieder von ihrem Image als Wackelkandidaten eingeholt.

Ben Bernanke, Präsident der amerikanischen Zentralbank FED, hat in der Tat im Mai einmal etwas zu laut mit dem Gedanken gespielt, man könne die jährlichen Anleihekäufe von etwas über USD 1.000 Mrd. reduzieren („Tapering“). Daraufhin gab es erhebliche Verluste an den Aktien- und Anleihemärkten, von denen die letztgenannten sich auch nicht wieder erholt haben - obwohl die FED bald wieder zurückruderte und sichtlich bemüht war, die Märkte zu beruhigen. Erst im Dezember war es nach langer Vorbereitungszeit schließlich soweit: die FED kürzte ihre monatlichen Anleihekäufe um USD 10 Mrd. auf USD 75 Mrd.

So wurde es auch ein schlechtes Jahr für den seriösen Teil des Anleihemarktes - dessen Volumen dasjenige des Aktienmarktes um ein vielfaches übersteigt. Lediglich Anleihen aus der Peripherie der Eurozone und solche mit sehr schlechten Ratings hatten ein gutes Jahr, ihr Treiber war das Vertrauen auf die Zentralbanken.

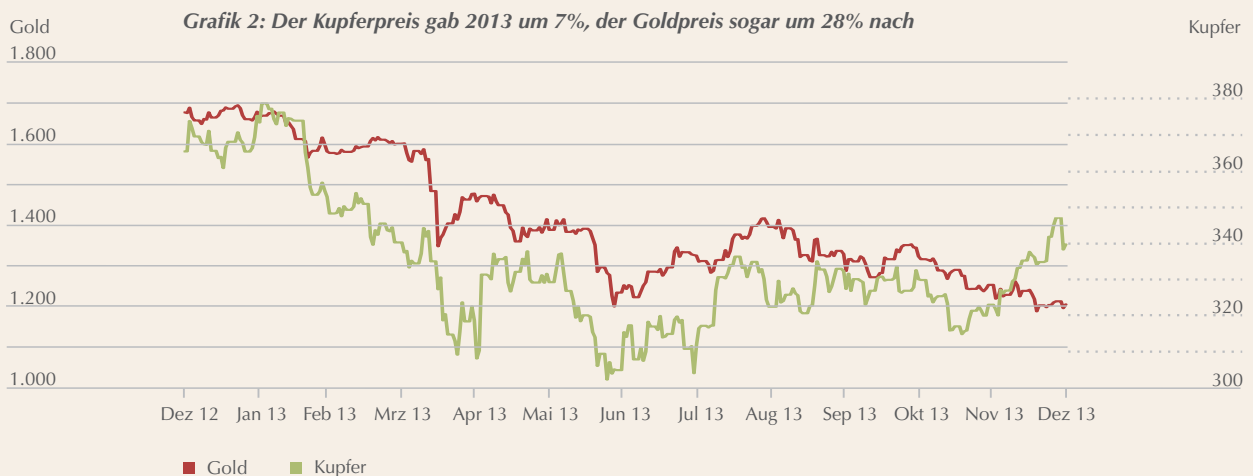
Anekdotisch ist festzuhalten, dass, wer zu Anfang der großen Krise, im Jahr 2007, italienische Anleihen gekauft und die Nerven behalten hat, heute besser dasteht, als ein Sparer, der zur selben Zeit deutsche Staatsanleihen gekauft hat.

So ist im Jahr 2013 vielleicht am bemerkenswertesten, was nicht passiert ist: In den USA hat die politische Vernunft die Oberhand gewonnen und es ist nicht nur nicht zu dem befürchteten Staatsbankrott gekommen, sondern es gibt im Gegenteil zum ersten Mal seit Jahren wieder einen regulären Bundeshaushalt. In Euroland hat sich die Krise nicht erneut verschärft, die Lage hat sich tatsächlich entspannt. Es hat konkrete

Schritte hin zur Bankenunion gegeben, die Defizite (Budget und Leistungsbilanz) haben sich verringert, die Eigentümerbasis der Staatsanleihen ist jetzt stabil (Ausländer haben verkauft, Inländer haben gekauft und fühlen sich wohl mit ihren Gewinnen). Und schließlich ist es in einer Reihe von Schwellenländern, in denen sich eine größere Krise angebahnt hatte (insbesondere in Indien) nicht zum Äußersten gekommen. Auch das ist eine gute Nachricht.

Während man mit Anleihen sein Kapital wenigstens (nominal) erhalten konnte, war die Entwicklung am Rohstoffmarkt teilweise grauenvoll. Insbesondere Gold ist hier zu nennen, nach 13 Jahren gab es hier erstmals wieder einen Verlust. Da der Verlust bei etwa einem Drittel liegt (je nach Währung), können wir guten Gewissens festhalten, dass der Bullenmarkt für Gold zu Ende ist (vgl. „Verlierer des Jahres“). So ein Schlag löst zweierlei aus: Erstens kommen den Ängstlichen Zweifel, ob Gold tatsächlich so ein guter Ort ist, sein Vermögen aufzubewahren. Und Zweitens gibt es nun viele Investoren, die auf Verlusten sitzen und nur darauf warten, dass die Kurse sich wieder ein wenig erholen, um dann zu verkaufen. Das wird in Zukunft schwer wie ein Gully Deckel auf den Kursen lasten.

Unter den übrigen Rohstoffen ist Kupfer herauszuheben, dem eine große Konjunktursensibilität nachgesagt wird. Es wird in der Industrie, beim Bau und in der Informationstechnologie reichlich verwendet. Steigende Kupferpreise gelten daher als ein Zeichen robuster Konjunktur. Im Jahr 2013 sind sie aber um 7% gefallen (vgl. Grafik 2).



Man kann das Jahr auch so auf den Punkt bringen: Die große Wette auf den großen Zusammenbruch - insbesondere der Eurozone - ist nach hinten losgegangen. So stellte sich der Euro als die stabilste Währung heraus und wertete gegen alle anderen großen Währungsräume teilweise deutlich auf. Die Zentralbank hat, gegen den Trend, ihre Bilanzsumme sogar um mehr als 20% verkleinert. Das Versprechen, die Eurozone jedenfalls zusammen zu halten, verschaffte der EZB diesen Spielraum. So ist der Euro insbesondere gegenüber dem Dollar deutlich gestiegen - gegen den japanischen Yen sowieso (vgl. Grafik 3).

**Grafik 3: Der Euro hat sich um 5% gegenüber dem US-Dollar und um mehr als 20% gegenüber dem Yen aufgewertet**

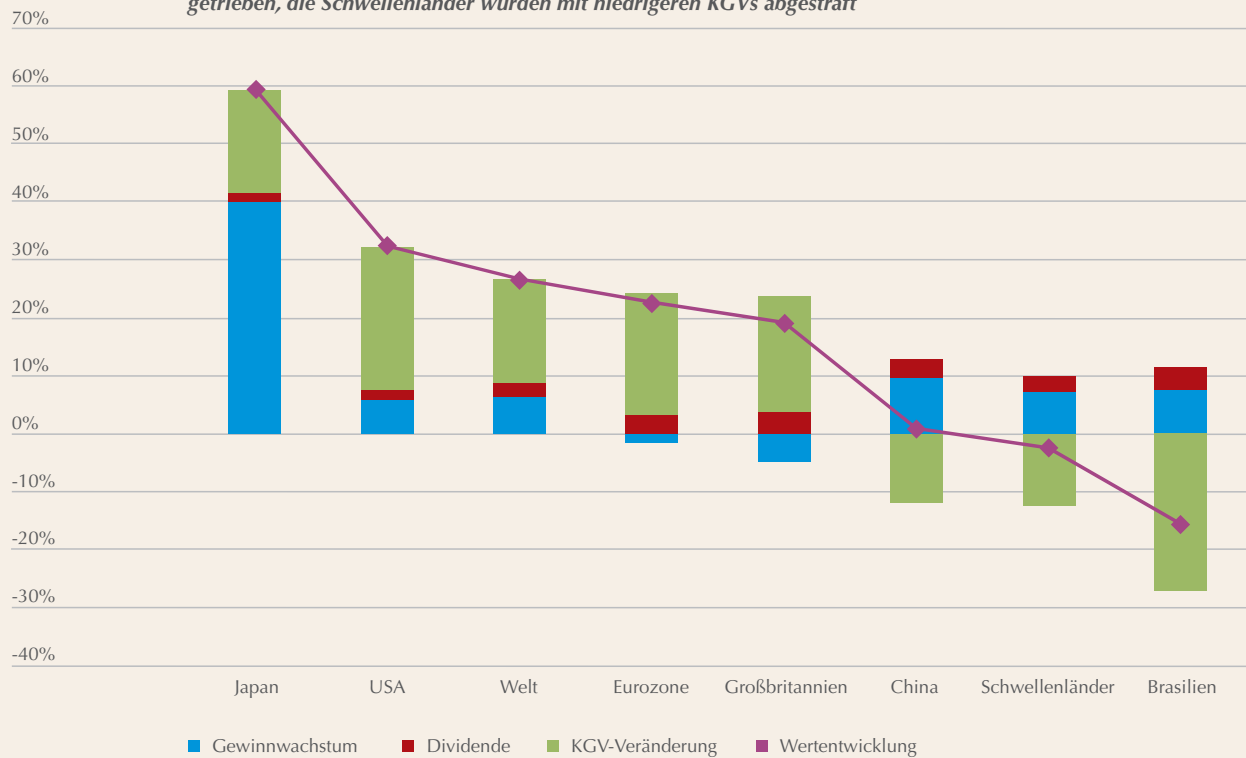


Kurz, wer auch immer noch ein Gedächtnis hatte für die Probleme, die in den entwickelten Ländern nach wie vor nicht bereinigt sind, sah in diesem Jahr schlecht aus. Unsolide war besser als solide, viele Schulden waren besser als wenige Schulden, zyklische Geschäftsmodelle waren besser als solche, mit denen man auch in schweren Zeiten Geld verdienen kann.

Spätestens ab Mitte des Jahres wurden die Aktienkurse nur noch von höheren Bewertungsrelationen getrieben, nicht von einer Verbesserung

der Gewinnsituation (vgl. Grafik 4). Damit haben sich die Märkte einen Scheck auf die Zukunft ausgestellt. Wenn die Gewinne sich in Zukunft nicht so einstellen, wie sie heute prognostiziert und erhofft werden, ist für die Kurse auch wieder viel Platz nach unten - und wenn sie sich doch so einstellen, so ist das Potenzial für weitere Kurssteigerungen überschaubar.

**Grafik 4: Die Wertentwicklung in den Industrieländern wurde vor allem durch höhere KGVs getrieben, die Schwellenländer wurden mit niedrigeren KGVs abgestraft**



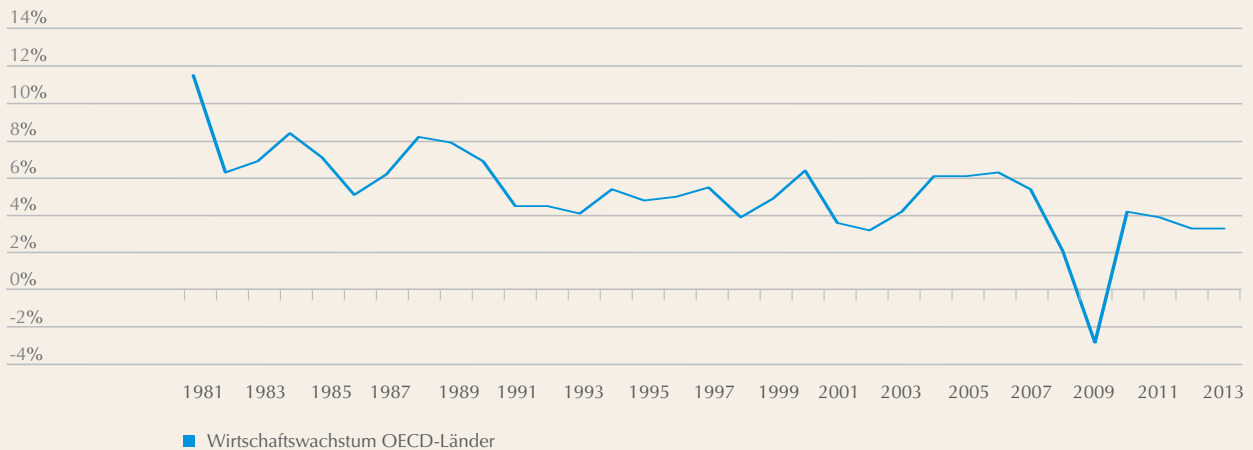
Wie also ist es der Wirtschaft ergangen? Ideal für die Kursentwicklung! Sie war stabil, aber auch wieder nicht so gut, als dass die Zentralbanken guten Gewissens das Geld hätten teurer machen können. So etwas lieben die Aktionäre, sie nennen es das „Goldlückchen-Szenario“ (nach dem bekannten englischen Märchen: Goldilocks and the Three Bears), denn das billige Geld sorgt für immer neue Käufer für Unternehmen. Diese wiederum sehen, wie wenig sie für ihr Geld auf dem Konto bekommen und kaufen eigene Aktien oder andere Unternehmen. Sparer verzweifeln noch mehr und tauschen ihre Pfandbriefe in Nachranganleihen oder gleich in Aktien. Allein im Oktober und November sind in den USA USD 43 Mrd. in Aktienfonds geflossen, was nichts weniger als

eine Verzweiflungstat ist, nachdem man sich jahrelang an die Auffassung gewöhnt hatte, dass Aktien nur Unglück bringen.

In den USA ist die Arbeitslosenquote auf (immer noch) 7% gefallen, Spanien hat zu einem (geringen) Wachstum zurückgefunden, die Eurozone hat sich (vorläufig) stabilisiert. Das ist zwar noch kein Anlass für Euphorie, aber immerhin mehr, als viele Schwarzseher (welche man an ihren großen Goldbeständen erkennen konnte) zu Anfang des Jahres erwartet hatten.

Der Zustand der Wirtschaft gibt dahingehend zu denken, dass dieser moderate Zustand alles ist, was unter Bedingungen einer extrem lockeren Geldpolitik erreicht wurde. Dagegen wird gerne eingewandt, dass es nun mal mehrere Jahre dauert, bis die Wirtschaft sich von großen Finanz- und Schuldenkrisen erholt. Aber dieses Argument greift zu kurz, da die Geldpolitik auch vor 2008 schon locker genug war, um große Immobilienblasen entstehen zu lassen - ohne dass damit ungewöhnlich hohes Wachstum oder Inflationsdruck entstanden wäre (vgl. Grafik 5).

**Grafik 5: Das nominale Wirtschaftswachstum in den OECD-Ländern ist im Trend weiter rückläufig**



Dieser Umstand deutet darauf hin, dass wir uns weniger am Beginn einer neuen Ära der Inflation befinden, sondern eher in einem Zeitalter der Stagnation. In der Eurozone ist die Kerninflationsrate im Oktober 2013 auf 0,8% gefallen, den tiefsten Stand seit vier Jahren. Die Produzentenpreise sind sogar um 1,4% zurückgegangen. Die Geldmenge M3 ist nur noch um 1,5% gewachsen, und Kredite an den privaten Sektor



sind um 2,9% geschrumpft. Die Zukunft sieht zwar auch nicht aus wie das Japan der letzten 25 Jahre, wo es keine Stagnation, sondern eine Schrumpfung gab. Die Inflationszeit der frühen 20er-Jahre steht uns aber auch nicht bevor, sondern eher eine lange Phase mit einem Wachstum, das zu niedrig ist, um die Unternehmen zu den nötigen Investitionen und die Konsumenten in Kauflaune zu bringen. Dazu passen auch die Marktbewegungen: Gold fällt nicht um ein Drittel, wenn eine Inflation zu erwarten ist. 10-jährige Zinsen liegen nicht unter 2%, wenn etwas anderes als eine lange Phase der Stagnation als wahrscheinlichstes Szenario angenommen wird.

Es ist klar, dass die Staaten (und in vielen Ländern auch die privaten Haushalte) sich entschulden müssen. Die Märkte gehen davon aus, dass dies nicht über Inflation geschehen wird und ebenso wenig über (in Demokratien immer schwierige) Vermögensabgaben. Also bleibt nur die so genannte Finanzielle Repression, das Schröpfen der Sparer über niedrige Zinsen, weit unterhalb der nominalen Wachstumsraten. Das ist eine Umverteilung innerhalb der Gesellschaft von der (sparenden) Bevölkerung zum (verschuldeten) Staat, und innerhalb der Bevölkerung von den (vermögenden) Alten zu den (oft verschuldeten) Jungen. Der Preis für diese Art der Problemlösung ist geringes Wachstum: Es werden Schulden abgebaut, anstatt dass konsumiert und investiert würde.

Insgesamt lag das Wachstum der Weltwirtschaft real bei 3% (bei 5% nominal). Das ist genug, um die gegenwärtigen Bewertungen an den Aktienmärkten zu rechtfertigen. Aber ökonomisch fühlt es sich an wie eine Stagnation. Es handelt sich dabei um ein globales Phänomen, in verschiedenen Schattierungen. In Japan lag das Wachstum im dritten Quartal 2013 bei 1,1%, zu wenig für das Ausmaß der Abwertung und der quantitativen Lockerung (vgl. „Gewinner des Jahres“). In der Türkei lag das Wachstum im Jahr 2012 bei 2,2% und im Jahr 2013 bei knapp 4% - deutlich unter den 5%, die nötig wären, um der wachsenden Bevölkerung Arbeit zu verschaffen. Die Liste ließe sich fortsetzen.

Wenn die Wirtschaft in den Jahren 2008 und 2009 wie ein brennendes Haus war, ist 2013 das Jahr der Erleichterung über die erfolgreiche Löschung und der Ahnung, dass das Leben in vier mit Löschwasser getränkten Wänden nicht wirklich gemütlich wird.

## Gewinner und Verlierer des Jahres

### Gewinner des Jahres: Japan

Eine ganze Generation von Portfoliomanagern ist mit dem Mantra aufgewachsen, dass mit japanischen Aktien kein Geld zu verdienen ist. Viele Unternehmen wie beispielsweise Sony oder Olympus haben ihre einstige Technologieführerschaft verloren, die Bevölkerung ist überaltert, es wird kaum noch investiert und die Preise für Güter und Dienstleistungen befinden sich seit Jahren im Rückwärtsgang. Gleichzeitig fehlte es den verschiedenen Regierungen und der Notenbank bislang an Mut und Weitsicht, sich gegen diesen Abwärtstrend zu stemmen. 2013 könnte aber im Rückblick der Wendepunkt gewesen sein.

Verantwortlich hierfür ist der seit Dezember 2012 amtierende Ministerpräsident Abe mit seiner „Strategie der 3 Pfeile“ (im englischsprachigen Raum spricht man auch gerne von „Abenomics“). Darunter versteht man eine Kombination aus extrem expansiver Geldpolitik, flexibler Fiskalpolitik und Maßnahmen zur besseren Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen. Der erste Pfeil wurde bereits abgeschossen: Das offizielle Ziel der Geldpolitik ist eine Inflationsrate von 2% - ein Wert, der zuletzt 1998 erreicht wurde. Um die Preissteigerungsrate auf dieses Niveau anzuheben, hat die japanische Notenbank bereits massiv Staatsanleihen gekauft und damit ihre Bilanzsumme auf bald 50% der Wirtschaftsleistung ausgeweitet - zum Vergleich: die Bilanzsumme der FED oder der EZB beträgt etwa 25% der Wirtschaftsleistung. Nach mehreren Monaten positiver und steigender Inflationsraten auf inzwischen über 1% scheint die Notenbank auf dem richtigen Weg zu sein.

Sie verlässt sich bei der Bekämpfung der Deflation aber nicht nur auf die Bilanzverlängerung, sondern auch auf die Abwertung des Yen, selbst wenn sie offiziell nicht gerne darüber spricht, um nicht der Währungsmanipulation verdächtigt zu werden. Auch auf diesem Gebiet gibt es erste Erfolge: Handelsgewichtet und gegenüber dem US-Dollar hat der Yen 2013 um etwa 18%, gegenüber dem Euro sogar um über 20% nachgegeben. Der schwächere Yen und fiskalpolitische Maßnahmen in Höhe von 2% der Wirtschaftsleistung (zweiter Pfeil) haben zu einer Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums und zu einem Anstieg der Gewinne japanischer Unternehmen um 40% geführt.

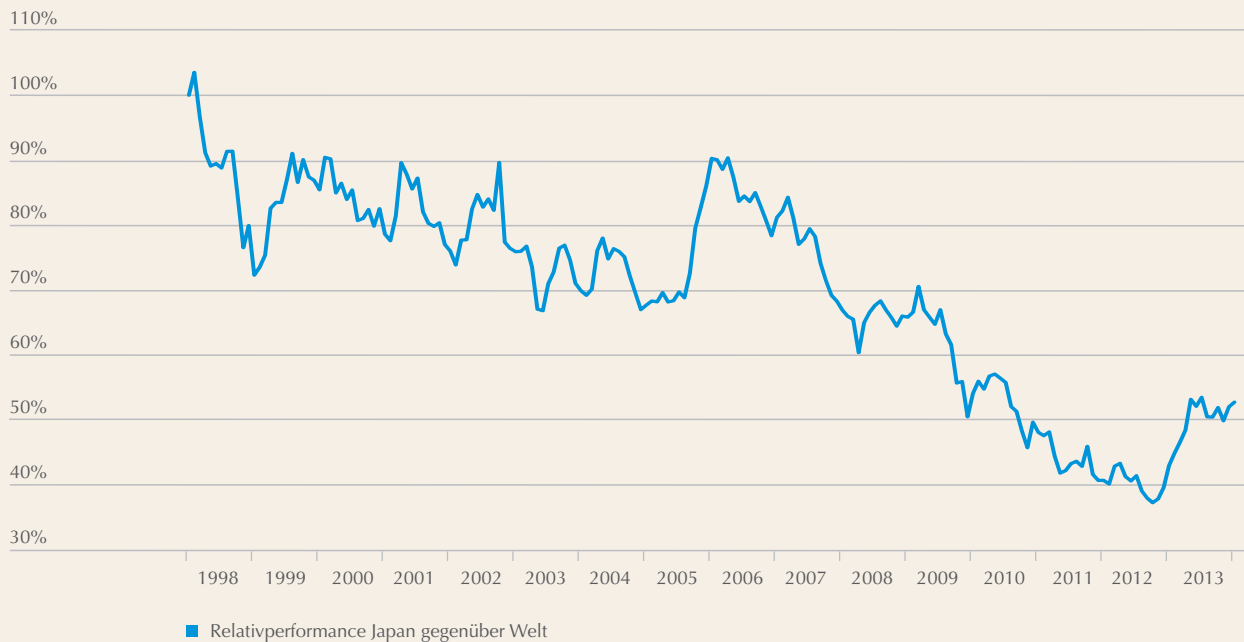
Die dynamische Erholung hat für Kapitalzuflüsse aus dem Ausland gesorgt, die den japanischen Nikkei-Index mit einer Wertentwicklung von +57% (in Yen) zum Star unter den Aktienmärkten der OECD-Länder gemacht haben. Selbst in US-Dollar gerechnet, befindet sich der Nikkei auf dem höchsten Stand seit der Jahrtausendwende. Ob die freundliche Entwicklung am japanischen Aktienmarkt nachhaltig ist, hängt zunehmend vom zweiten und dritten Pfeil in Abes Köcher ab. Für 2014 ist die Anhebung der Mehrwertsteuer von 5% auf 8% geplant. Im Gegensatz zur letzten Steuererhöhung 1997 sollen diesmal staatliche Ausgabenprogramme im Umfang von Yen 6.000 Mrd. (d.h. etwa 1,5% der Wirtschaftsleistung) und Steuersenkungen für Unternehmen das erneute Abgleiten in die Rezession verhindern.

Strukturell hat sich die japanische Wirtschaft bislang kaum verändert. Die sozialen Sicherungssysteme, der Arbeitsmarkt, die Landwirtschaft und die Energieversorgung bleiben dringend reformbedürftig. Nur ein schwächerer Yen genügt nicht. Japanische Unternehmen investieren nach wie vor zu viel im Ausland und zu wenig im Inland.

Am vielversprechendsten, zumindest für den Aktienmarkt, ist und bleibt die Politik der japanischen Notenbank. Neben Staatsanleihen wird sie auch verstärkt Aktienmarkt-ETFs kaufen und somit die Kurse unterstützen. Im Gegensatz zur FED, EZB oder Bank von England macht sie sich bisher auch noch keine Gedanken über die Einschränkung der Liquiditätsversorgung, eher im Gegenteil. Allerdings wird die Reflationierungspolitik nur dann erfolgreich sein, wenn nicht nur die (Asset-) Preise, sondern auch die Löhne nachhaltig steigen werden.

Egal wie das Experiment „Abenomics“ letztlich ausgehen wird, nach einer Underperformance von fast 50% gegenüber dem MSCI Welt in den letzten 15 Jahren stehen zum ersten Mal die Chancen gut, dass Japan den Kampf gegen die Deflation doch noch gewinnen wird und sich damit die Aussichten für japanische Aktien nicht nur kurzfristig verbessern werden (vgl. Grafik 6).

**Grafik 6: Fortschritte bei der Deflationsbekämpfung werden mit Outperformance japanischer Aktien honoriert**

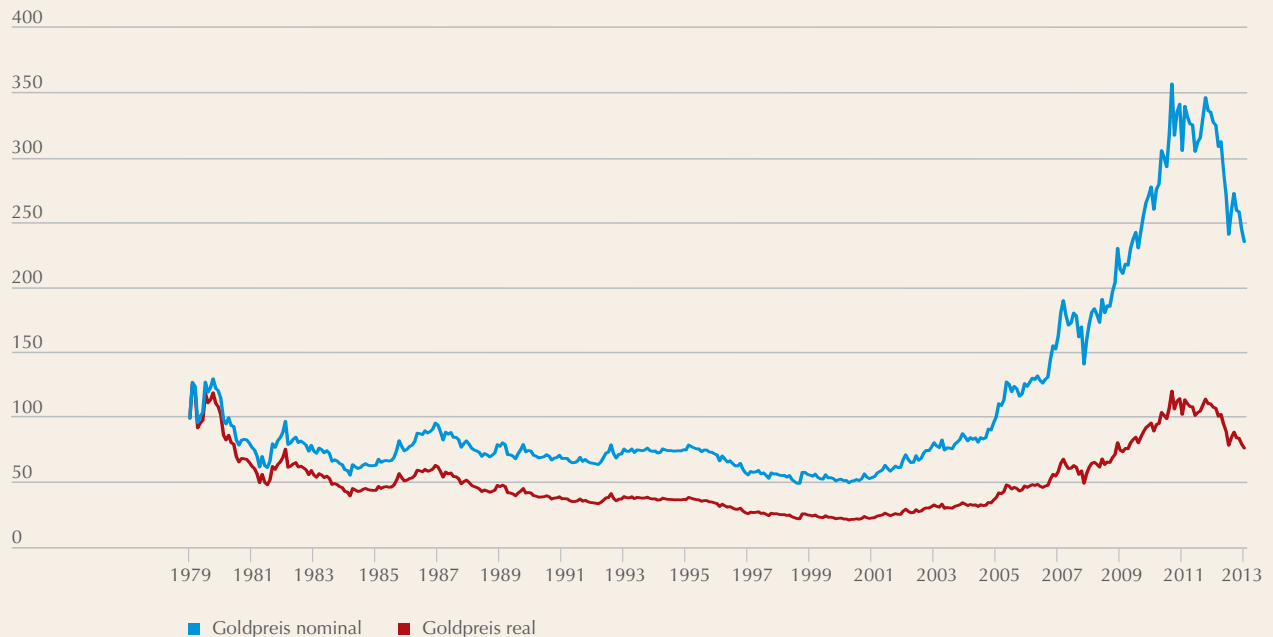


### Verlierer des Jahres: Gold

John Maynard Keynes hatte in seinem Tract on Monetary Reform, der inmitten der Debatte um die Wiedereinführung des Goldstandards nach dem Ersten Weltkrieg erschienen war, diesen als ein „barbarisches Relikt“ bezeichnet. Damit brachte er auf den Punkt, dass Gold im Wesentlichen nach emotionalen Kriterien bewertet wird. Aktien und Anleihen lassen sich einigermaßen objektiv bewerten, denn sie werfen Zinsen und Dividenden ab, die einen (einigermaßen) zählbaren Wert haben. Bei Gold hingegen ist man, um damit kein Geld zu vernichten, darauf angewiesen, dass man jemanden findet, der mehr dafür zahlt als man selbst.

Leider ist es nicht ausgemacht, dass es immer jemanden gibt, der höhere Preise bietet - da unterscheidet der Goldmarkt sich nicht vom Kunstmarkt. So hat Gold von seinen Höchstkursen zu Anfang des Jahres 1980 bis zu seinem Tiefpunkt Anfang 2001 etwa 80% seiner Kaufkraft verloren. Uns würde es nicht wundern, wenn sich das Jahr 2013 als der

**Grafik 7: Selbst über lange Zeiträume war Gold kein guter Inflationsschutz  
(31.12.79 =100)**



Auftakt zu einem ähnlichen Desaster herausstellen würde (vgl. Grafik 7).

Gold wird in erster Linie gekauft als Schutz vor Inflation und vor politischer und wirtschaftlicher Instabilität. Da die letzten Jahre geprägt waren von der Furcht vor beiden, hat sich der Goldpreis versiebenfacht – was allein den unbeteiligten Beobachter schon an eine Blase denken lässt. Diese Ängste haben sich nun abgenutzt; man hat sich an sie gewöhnt und festgestellt, dass am Ende wohl doch alles nicht so schlimm kommen wird.

Realistisch betrachtet hat Gold sich in der Vergangenheit nur langfristig als Inflationsschutz bewährt. Auf kurze und mittlere Sicht gibt es kaum eine nennenswerte Korrelation zwischen Goldpreis und Inflation. Wer einen Zeithorizont von 50 oder 100 Jahren hat, ist mit Gold gut bedient. Für die Sterblichen unter uns ist der Nutzen eher überschaubar.

Und genau genommen lässt die allseits angekündigte Inflation bedenklich lange auf sich warten. Reflexartig hat die populäre Presse seit der Lehman-Pleite im Jahr 2008 bei jeder Rettungsaktion der Zentralbanken den großen Inflationsschub angekündigt. Tatsache ist, dass



heute – jedenfalls in Europa – Deflation die größere Gefahr ist. Die Geldmengen in den USA und Europa wachsen nicht sehr stark, die Kreditvergabe ist nach wie vor stockend. Entsprechend schlecht war das Jahr 2013 auch für inflationsgeschützte Anleihen, die bei einer herannahenden Inflation eigentlich gut laufen sollten.

So dämmert es immer mehr Marktteilnehmern, dass es eine gute Idee sein könnte, die Gewinne mitzunehmen und auf andere Weise mit der (vielleicht auch ganz ausbleibenden) Inflation umzugehen.

Das andere Argument für Gold ist die (mittlerweile auch schon seit fünf Jahren) kurz bevorstehende globale Wirtschafts- und Währungs Krise. Aber wo soll diese herkommen? Die Zentralbanken haben gezeigt, dass sie willens und in der Lage sind, das Finanzsystem zu stützen. Die Anhänger des Gold-Arguments suggerieren meist eine ernst zu nehmende Wahrscheinlichkeit, dass unser Finanzsystem kollabiert. Das ist aber bestenfalls albern. In einem solchen Fall wären übrigens landwirtschaftliche Flächen ein sinnvollerer Kauf. In dem ausgeschlossenen Fall, dass wir in eine neue Steinzeit zurückfallen, würde der Autor dieser Zeilen lieber von selbstgezogenen Rüben als von gehortetem Gold abbeißen.

Darüber hinaus ist es überhaupt nur begrenzt sinnvoll, Vermögen außerhalb des Währungssystems zu haben, denn eine offizielle Währung zeichnet sich dadurch aus, dass in ihr Steuern und Waren und Dienstleistungen bezahlt werden. Mit Gold beim Bäcker Brötchen kaufen? Ist das ein praktischer Vorschlag?

Schließlich haben die Goldfreunde damit argumentiert, dass China und Indien immer reicher werden und einen Hang haben, sich Gold in den Tresor zu legen (das sagt man den Chinesen nach) oder sich damit zu schmücken (das sieht man in Indien). Die Nachfrage aus den Schwellenländern dürfte mit der Liberalisierung der Kapitalmärkte aber eher abnehmen. In Ländern, in denen man nicht ohne weiteres sein Geld in Euros oder Dollar eintauschen kann, liegt es nahe, seinen Wohlstand in Form von Gold aufzubewahren. In vielen Ländern ist Gold derzeit eine der wenigen Möglichkeiten überhaupt, sein Vermögen dem staatlichen Zugriff zu entziehen. Aber auch damit hat es ein umso schnelleres Ende, je stärker diese Länder in das internationale Finanzsystem einbezogen werden.

Die Entwicklung des Goldpreises ist vom Momentum getrieben. Das hat nach oben einen sehr starken Effekt, nach unten aber auch. So wie auf dem Weg nach oben viele Leute feststellen, dass sie zu wenig Gold haben, stellen auf dem Weg nach unten genauso viele fest, dass sie zu viel haben. Das scheint nun der Fall zu sein. Und so dämmert es immer mehr Investoren, dass es vielleicht doch nicht so einfach sein wird, jemanden zu finden, der mehr für das Gold zu zahlen bereit ist, als man es selbst in seiner Ängstlichkeit getan hat. Und dann gehen die Verkäufe los.

Aber wir bleiben glücklicherweise Barbaren, emotional und immer auf der Suche nach der nächsten Geschichte und dem schnellen Geld. So steht die nächste Ersatzreligion bereit, für alle, die sich mit Gold langweilen: Bitcoins.

## Rückblick Phaidros Funds

Es war ein gutes Jahr für die Phaidros Funds: Wir konnten für die Anleger, die uns ihr Geld anvertraut haben, eine anständige Rendite erwirtschaften. Alle Phaidros Funds haben im Dezember neue Höchstkurse erreicht, das in dem Phaidros Funds Umbrella verwaltete Volumen hat sich beinahe verdoppelt und die Phaidros Funds-Familie hat ein zusätzliches Mitglied bekommen, den Phaidros Funds Fallen Angels. Eine insgesamt positive Entwicklung, was sich vielleicht am deutlichsten darin zeigt, dass sich nun auch große institutionelle Investoren für unsere Fonds interessieren.

Herauszuheben ist insbesondere die Fondsauswahl einer renommierten und international agierenden Bank, welche in die - nach der Überzeugung der dortigen Fondsanalysten - besten vermögensverwaltenden Fonds investiert. Der Phaidros Funds Balanced ist einer dieser Fonds. Diese Bank ist weder auf Grund unseres Markennamens noch auf Grund geschäftlicher Verbindungen verpflichtet, uns auf diese Weise zu bevorzugen. Daher handelt es sich um einen echten proof of concept, eine mit echtem Geld unterlegte Bestätigung der Qualität unserer Leistung. So liegt das von uns in Spezial- und Publikumsfonds verwaltete Vermögen heute bei über EUR 200 Mio., welches eine gute Größe ist.

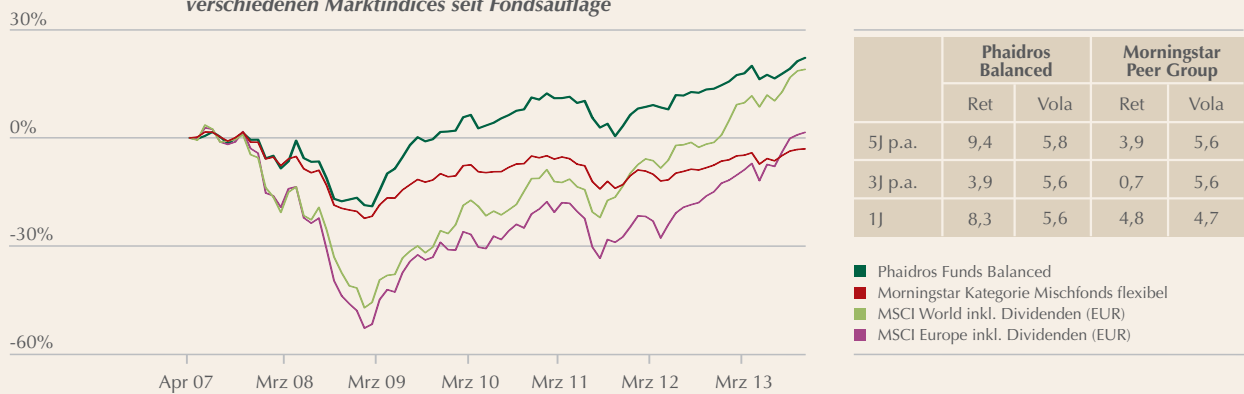
Die Märkte waren im Wesentlichen von der Frage getrieben, wie es mit der quantitativen Lockerung der FED weiter geht. Von der Spekulation über die Anleihekäufe der US-Zentralbank wurden alle relevanten Märkte erheblich beeinflusst. Als das Thema im Frühsommer aufkam, fielen Aktien-, Rohstoff- und Rentenmärkte in den USA und Europa. Gold beschleunigte angesichts möglicherweise höherer Zinsen seinen Absturz. Und an den Finanzmärkten der Schwellenländer kam es teilweise zu einer echten Krisenstimmung. Als die FED dann im Spätsommer zurückruderte und das Ende der quantitativen Lockerung erst einmal hinausschob, stiegen die Aktienmärkte wieder - die Renten- und Rohstoffmärkte hingegen blieben schwach.

Am Ende ist der DAX um 25% gestiegen, der Dow Jones um 27%, der RexP (deutsche Staatsanleihen) hat um -0,5% und Rohstoffe haben in Euro um -9% nachgegeben. In diesem Umfeld haben sich unsere Fonds folgendermaßen geschlagen:

## Phaidros Funds Balanced

Der Phaidros Funds Balanced hat im Jahr 2013 je nach Anteilsklasse zwischen 7,53% und 8,34% zugelegt. Nach einem schwungvollen Start konnte der Fonds bis Ende Mai etwa 7% zulegen. Durch die Spekulationen um das „Tapering“, das Ende der lockeren Geldpolitik in den USA, kamen alle Anlageklassen unter Druck und damit gab der Fonds bis zur Jahresmitte etwa die Hälfte seiner Gewinne wieder ab. Da die Anleihemärkte eher schwach blieben, dauerte es bis zum Dezember, bis wieder neue Höchstkurse erreicht wurden (vgl. Grafiken 8 bis 10).

**Grafik 8: Wertentwicklung des Phaidros Funds Balanced, der Vergleichsgruppe und von verschiedenen Marktindices seit Fondsaufgabe**

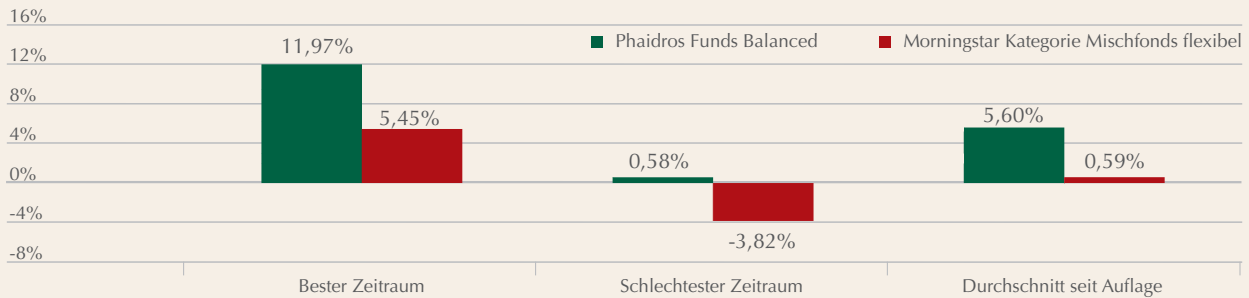
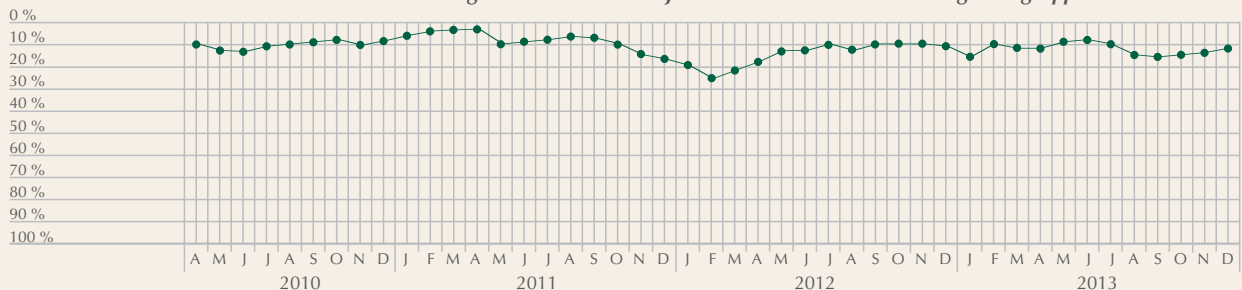


### Monatsperformance und Risikokennzahlen seit Auflage

	JAN	FEB	MRZ	APR	MAI	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	NOV	DEZ	JAHR
<b>2013</b>	0,96	0,91	1,66	0,46	1,83	-3,04	1,07	-0,77	1,17	1,23	1,86	0,78	8,3
<b>2012</b>	3,08	1,68	0,49	0,52	-0,54	-0,45	3,65	-0,04	0,89	-0,10	0,84	0,23	10,6
<b>2011</b>	-0,49	1,59	-1,12	0,09	0,37	-1,46	0,56	-4,18	-2,52	1,06	-3,26	2,85	-6,5
<b>2010</b>	0,21	0,32	3,72	0,71	-3,47	-0,33	0,88	1,18	0,87	1,14	0,44	3,10	9,0
<b>2009</b>	0,58	-2,44	-0,39	5,40	5,53	1,48	3,49	3,56	2,23	-0,14	0,57	2,03	23,9
<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	-16,7
<b>2007</b>				-0,25	0,82	0,06	-1,33	-1,87	1,47	1,57	-1,90	0,01	-1,5

Anteil positiver Monatsergebnisse	67%
Anteil negativer Monatsergebnisse	33%
Bestes Monatsergebnis	6,16%
Schlechtestes Monatsergebnis	-6,46%
Ø 3J-Volatilität	5,58%
3J-Sharpe Ratio	0,59

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%
seit Auflage	-16,97%

**Grafik 9: Rollierende Dreijahresrendite p.a. des Phaidros Funds Balanced und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe**

**Grafik 10: Percentil-Platzierung für rollierende Dreijahresrendite innerhalb der Vergleichsgruppe**


Bei den Aktien waren die stärksten Gewinner die Papiere von Bayer, Vodafone, Amazon, Mastercard und DDD (ein Hersteller von 3D-Druckern). Auffällig war der Umstand, dass es tendenziell „Wachstumsaktien“ waren, die starke Performancebeiträge gebracht haben. Im Zeitalter der Stagnation ist Wachstum ein seltenes Gut und verdient höhere Bewertungen.

Amazon ist exemplarisch für die Aktien, die auch in einem derartigen Umfeld gut aussehen. Die Firma ist längst über das Buchgeschäft hinausgewachsen. Amazon hat eine unvergleichliche Logistikkette aufgebaut, mit einem dichten Netz eigener Lagerhäuser, die, trotz und wegen all der Nachrichten über schlechte Arbeitsbedingungen, immer stärker automatisiert werden. Amazon sorgt mit diesen Investitionen in die Infrastruktur dafür, dass niemand Waren billiger zum Endkunden bringen kann. Wer die beste Infrastruktur hat, kann den niedrigsten Preis bieten und so den Wettbewerb klein halten. Amazon ist aber auch schon längst mehr als ein Laden, in dem es alles gibt: Das Unternehmen hat ausgesprochen erfolgreich begonnen, in die Cloud zu investieren. Heute ist Amazon der größte Anbieter von Rechenkapazität im Internet. Immer mehr Firmen lagern ihre Daten aus, verzichten auf eigene Rechenzentren und Server, und mieten sich lieber bei Amazon die



entsprechenden Kapazitäten. Auch hier gilt, wie bei jeder Infrastruktur, dass der größte Anbieter auch der billigste sein kann. Auch hier verdrängt Amazon mit gewaltigen Investitionen und einem vorläufigen Verzicht auf Gewinne die Konkurrenz. Man kann davon ausgehen, dass Amazon sich noch weitere Geschäftsfelder nach derselben Methode vornimmt. Es ist ein hervorragend gemanagtes Unternehmen, an dessen Spitze nach wie vor der Gründer steht. Das einzige, was uns beim Kauf der Aktie vorsichtig sein lässt, ist die Unsicherheit, wie ein solches Unternehmen zu bewerten ist. Die Bewertung liegt derzeit bei deutlich mehr als dem zweifachen des Umsatzes, was für einen Einzelhändler sehr viel ist, für ein Unternehmen mit solchem Wachstum und einer so unanfechtbaren Marktstellung vielleicht noch immer zu wenig.

Aber wir hatten auch Verlierer im Fonds: Auffallend schlecht haben sich die Aktien von CDON (ein skandinavischer Internethändler), Commerzbank (die wir zum falschen Zeitpunkt verkauft haben) und K+S entwickelt. Allen ist gemeinsam, dass sie nicht so stark wachsen, wie die Investoren (und wir) es sich von ihnen erhofft haben - oder gar schrumpfen.

Wir haben uns nach der Ankündigung des Tapering von unseren Beständen in Anleihen und Aktien in Schwellenländern getrennt - mit zwei Ausnahmen. Wir halten nach wie vor Anleihen in Renminbi (allerdings nur von westlichen Emittenten wie der KfW) und noch die Aktie der asiatischen Versicherungsgruppe AIA. An unseren Beständen in amerikanischen und europäischen Aktien haben wir festgehalten. Japanische Aktien sind sehr gut gelaufen - leider weitgehend ohne uns.

Fast vollständig haben wir unsere Bestände in deutschen Staatsanleihen und Pfandbriefen verkauft. In dieser Anlagekategorie gibt es kaum noch etwas zu verdienen. Fünfjährige deutsche Staatsanleihen bringen nur etwa 0,9% p.a., was deutlich zu wenig ist für die Renditeerwartungen der meisten unserer Anleger.

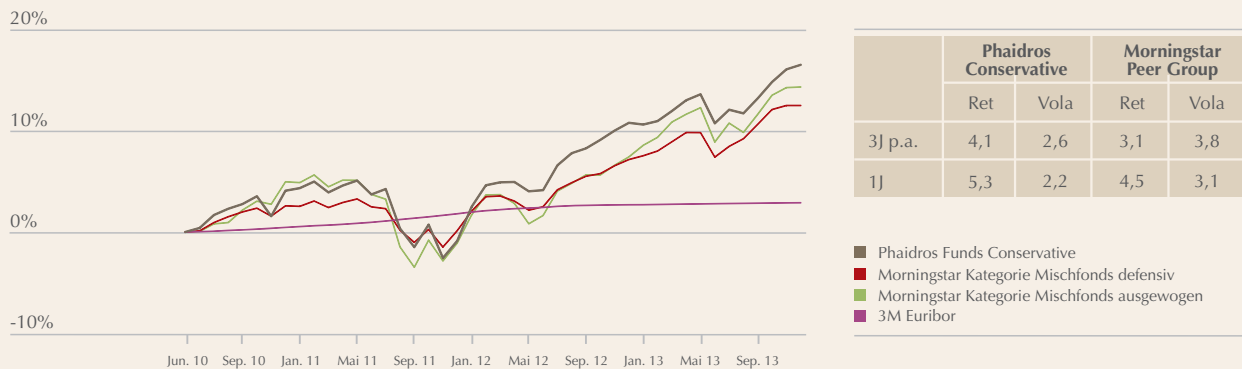
Bei den Anleihen waren wir zu etwa zwei Dritteln im Hochzinsbereich investiert. So lange es nicht zu einer erneuten Rezession kommt, sondern bei einer Stagnation oder leichtem Wachstum bleibt, ist dies die aussichtsreichste Kategorie von festverzinslichen Wertpapieren.

## Phaidros Funds Conservative

Unser konservativer Fonds, dessen Aktienquote fast immer unter 20% liegt, hat sich ebenfalls gut geschlagen mit einer Wertsteigerung je nach Anteilsklasse zwischen 4,73% und 5,29%.

Die Wertentwicklung des Phaidros Funds Conservative hängt maßgeblich von den Anleihenmärkten ab. Diese haben durch die Drohung des Tapering deutlich gelitten und entsprechend schlecht war die Entwicklung etwa der deutschen und amerikanischen Staatsanleihen. Der Fonds hatte bis Mai gut 3% zugelegt, diesen Gewinn im Juni aber vollständig wieder eingebüßt. In der zweiten Jahreshälfte konnte diese Delle aber mehr als wettgemacht werden (vgl. Grafiken 11 bis 13). Auf Grund seines Schwergewichts im Hochzinsbereich hat der Fonds deutlich besser abgeschnitten als Staatsanleihen - die sich nur langsam und nicht vollständig von den Spekulationen um die Geldpolitik erholt haben.

**Grafik 11: Wertentwicklung des Phaidros Funds Conservative und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe**

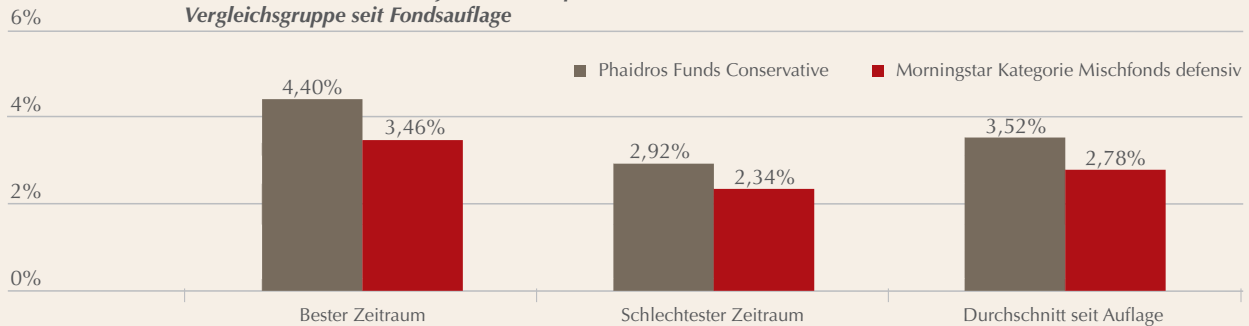
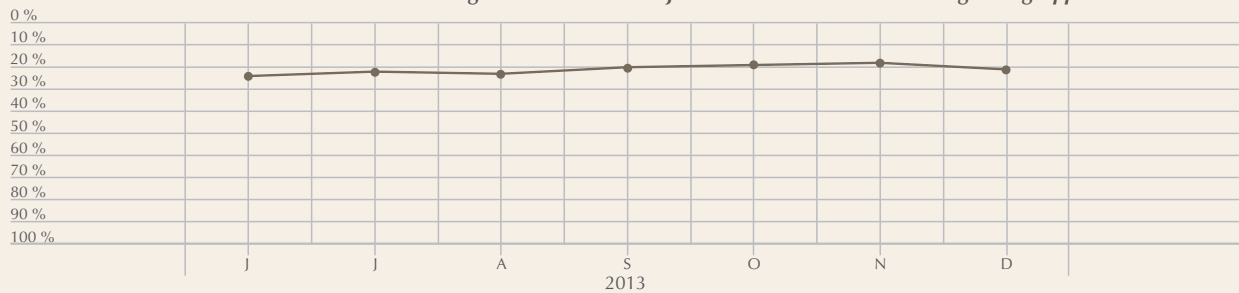


### Monatsperformance und Risikokennzahlen seit Auflage

	JAN	FEB	MRZ	APR	MAI	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	NOV	DEZ	JAHR
<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	5,3
<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	12,2
<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	-4,4
<b>2010</b>						0,39	1,27	0,60	0,45	0,74	-1,87	2,45	4,0

Anteil positiver Monatsergebnisse	78%
Anteil negativer Monatsergebnisse	22%
Bestes Monatsergebnis	3,41%
Schlechtestes Monatsergebnis	-3,60%
Ø 3J-Volatilität	2,65%
3J-Sharpe Ratio	1,35%

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

**Grafik 12: Rollierende Dreijahresrendite p.a. des Phaidros Funds Conservative und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe**

**Grafik 13: Percentil-Platzierung für rollierende Dreijahresrendite innerhalb der Vergleichsgruppe**


Beispielhaft für unsere Investitionen sind nachrangige Bankanleihen, da die Gesundung des Bankensektors langsam aber sicher auch in Europa erfolgt. Hier haben wir etwa auch so genannte CoCos gekauft, das sind „Contingent Convertibility“-Anleihen. Diese werden automatisch in Aktien gewandelt, wenn sich herausstellt, dass die Bank, die eine solche Anleihe emittiert hat, zu wenig Eigenkapital hat. Dadurch soll vermieden werden, dass der Staat wieder einspringen muss, wenn die Banken wie in den Jahren 2008/09 zu wenig eigenes Geld haben, um ihre Verluste aufzufangen. Das Risiko für den Inhaber einer CoCo-Anleihe besteht also darin, im Zweifelsfall eine Aktie einer angeschlagenen Bank im Depot zu haben. Dieses Risiko wird durch erheblich höhere Zinszahlungen kompensiert, als es bei anderen Bankanleihen üblich ist. Mit dieser Art Risiken hat der Fonds im Wesentlichen seine höhere Rendite erwirtschaftet.

Der andere große Ergebnistreiber waren die als Beimischung ebenfalls enthaltenen Aktien. Hier sind Novartis und Vodafone hervorzuheben, die einen ausgesprochen positiven Ergebnisbeitrag gebracht haben. Generell achten wir bei der Aktienauswahl im Conservative Fonds darauf, dass die Unternehmen, deren Aktien wir kaufen, Renditecharakteristika haben, die einer Anleihe nicht unähnlich sind. So hat

etwa Vodafone ein sehr stabiles Einkommen, das zu einem Teil als Dividende ausgeschüttet wird. Aktien mit diesen Eigenschaften sind deutlich weniger schwankungsanfällig als andere und eignen sich daher für risikoaverse Anleger.

### **Phaidros Funds Fallen Angels**

Der Phaidros Funds Fallen Angels hatte als jüngstes „Kind“ unserer Fondsfamilie einen guten Start und seit seiner Auflegung im Februar je nach Anteilsklasse zwischen 4,16% und 4,70% zugelegt.

Fallen Angels sind Anleihen von Unternehmen, die auf Grund verschlechterter wirtschaftlicher Verhältnisse von den Rating-Agenturen nicht mehr zum Investment-Grade Bereich gezählt werden, sondern zu den Hochzinsanleihen (im Volksmund: Junk Bonds, Schrottanleihen) herabgestuft wurden. Es handelt sich dabei um Unternehmen, die zwar in Schwierigkeiten geraten sind, aber eigentlich eine gute Substanz haben und in der Vergangenheit bewiesen haben, dass sie ihre Schulden auch zurückzahlen können. Aktuelle Beispiele sind Lufthansa, Haniel, ThyssenKrupp und Nokia. Das sind alles keine unmittelbaren Pleitekandidaten, aber sie müssen dennoch erheblich höhere Zinsen zahlen, als weniger verschuldete Unternehmen wie Siemens oder Volkswagen. Mit entsprechender Vorsicht und einer genauen Beobachtung der Entwicklung dieser Unternehmen lässt sich mit diesen Anleihen auch in der heutigen Niedrigzinsphase eine Rendite von 4% bis 5% erwirtschaften - ohne dass man sich dafür in den wirklich unseriösen Bereich des Spektrums vorwagen müsste.

Der Fonds profitiert davon, dass viele Anleihefonds gezwungen sind, Papiere zu verkaufen, die aus dem Investment-Grade-Bereich herausfallen. Das erzeugt erheblichen Verkaufsdruck, dem meist nicht genügend Käufer gegenüber stehen. Den entsprechenden Einbruch in den Kursen nutzen wir für Käufe.

Der Bereich der Fallen Angels ist also aus fundamentalen und technischen Gründen ausgesprochen attraktiv. Dennoch gab es bislang keinen Fonds in Europa, der sich allein diesem Bereich gewidmet hätte. Diese Lücke haben wir mit unserem Fonds geschlossen.

Die Einzelwerte in dem Fonds sind dem Rentenportfolio der anderen beiden Phaidros Funds nicht unähnlich. Es finden sich dort Anleihen von Industrieunternehmen wie den oben genannten, Telekommunikationsfirmen wie der Telecom Italia, Versorgern wie der RWE (Nachrang) sowie den schon erwähnten Banken (CoCos). Die höchsten Ergebnisbeiträge gab es von der Anleihe des dänischen Windturbinenherstellers Vestas und von einer Nachranganleihe der Ersten Bank aus Österreich. Nennenswerte negative Beiträge gab es im Jahr 2013 nicht.

Ein solches Portfolio aus relativ liquiden Anleihen von relativ großen Unternehmen mit relativ guten Ratings - innerhalb des Hochzins-Universums - sollte in schwierigen Marktphasen nicht so viel verlieren wie die durchschnittliche Hochzinsanleihe, wird dafür aber in guten Zeiten auch nicht so stark zulegen. Am Ende sollte das Ergebnis eher besser sein als bei einem klassischen Hochzinsanleihen-Fonds.

Dass dieses Konzept aufgeht, hat sich bereits im ersten Jahr abgezeichnet, als der Fonds in den starken Marktphasen im Frühjahr und im Herbst mithalten konnte, vom Einbruch im Juni allerdings deutlich weniger betroffen war. So sind wir nach einem knappen ersten Jahr zufrieden mit dem, was wir bislang gesehen haben (vgl. Grafik 14).

*Grafik 14: Wertentwicklung des Phaidros Funds Fallen Angels*

	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	4,7



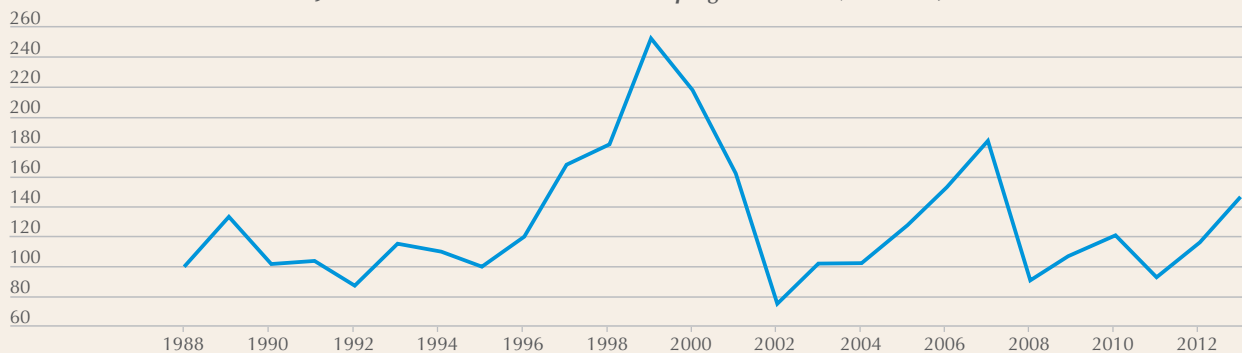
## Fluch und Segen der Diversifikation

Finanzmärkte haben ihre eigene Dynamik und diese kann für Investoren schmerzhaft sein, wenn sie nicht richtig positioniert sind. Wer zu Beginn des Jahres 2013 deutsche oder amerikanische Aktien in Form eines Indexfonds gekauft hat, freut sich über Gewinne von über 25%. Anleger, die gemäß der Finanzmarkttheorie nicht alles auf eine Karte gesetzt und nicht ausschließlich in Aktien bzw. in verschiedene Investmentstile investiert haben, müssen sich hingegen mit einer zum Teil deutlich geringeren Wertentwicklung begnügen.

Die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen und Investmentstile soll vor allem vor einem plötzlichen und unerwarteten Finanzmarktschock schützen. Tritt dieser nicht ein, wird sich ein diversifiziertes Portfolio immer schlechter entwickeln. Trotzdem ist Diversifikation alles andere als überflüssig.

Ein diversifiziertes Portfolio sollte vor allem die Eigenschaft haben, in den meisten Marktphasen eine positive Wertentwicklung aufzuweisen. Dabei ist vor allem der Umgang mit dem Aktienrisiko entscheidend. Typischerweise ist der Aktienanteil in einem Portfolio umso größer, je höher die sogenannte Aktien-Risikoprämie ist, d.h. die (erwartete) Überrendite von Aktien gegenüber anderen Anlageklassen, vor allem gegenüber Anleihen. Könnte man die Aktien-Risikoprämie exakt vorhersagen, wäre die Portfoliokonstruktion ein Kinderspiel. Angesichts der volatilen Entwicklung deutscher Aktien gegenüber deutschen Staatsanleihen über die letzten 25 Jahre (vgl. Grafik 15), werden die Prognosen aber immer wieder falsch sein, wodurch die Wertentwicklung eines Portfolios unvermeidbar großen Schwankungen unterworfen sein wird.

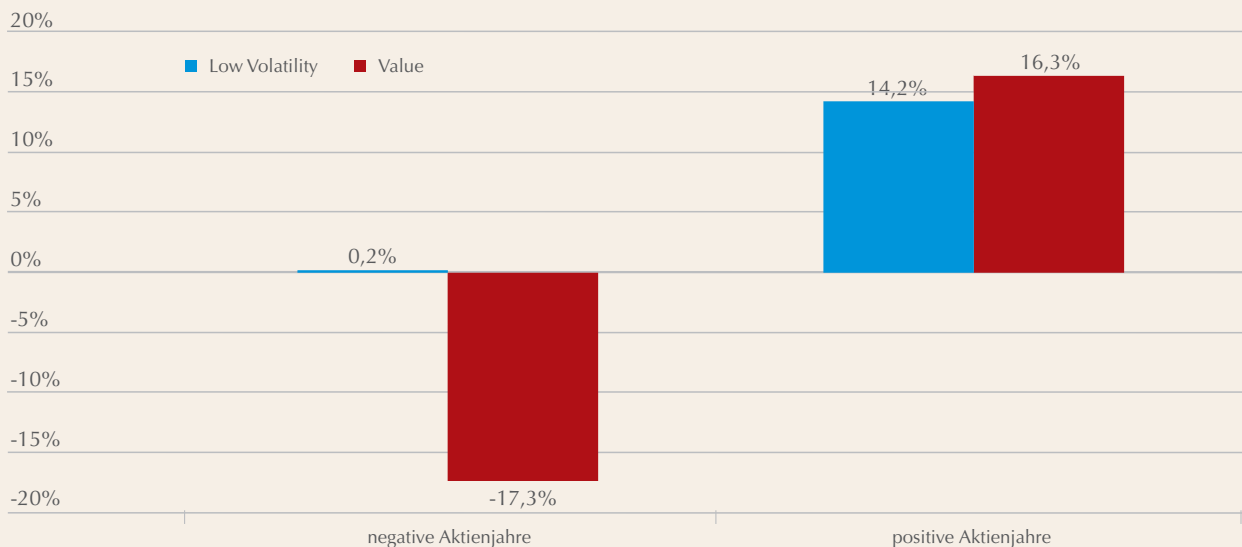
**Grafik 15: Die Wertentwicklung deutscher Aktien gegenüber deutschen Staatsanleihen war über die letzten 25 Jahre extrem volatil und daher schwer prognostizierbar (1988=100)**



Um diesen unerwünschten Effekt zu vermeiden, bietet es sich an, auf stabilere und somit leichter prognostizierbare Risikoprämien auszuweichen, die sich in zwei Strategiegruppen unterteilen lassen: Strategien, die Einkommen generieren, z.B. Dividenden- oder Value-Strategien im Aktienmarkt oder auch der Kauf hochverzinslicher Anleihen, und Momentumstrategien, worunter nicht nur die klassischen Trendfolgestrategien, sondern auch die in letzter Zeit so beliebten Low-Beta- oder Low-Volatility-Strategien (Kauf von weniger schwankungsanfälligen Aktien) fallen.

Die beiden Strategiegruppen unterscheiden sich deutlich hinsichtlich ihrer Eigenschaften. Während die Momentumstrategien mit dem Kauf einer Versicherungspolice (in diesem Fall gegen einen Finanzmarktcrash) vergleichbar sind, wird der Anleger bei Einkommensstrategien selber zu einer Versicherungsgesellschaft, d.h. er verkauft Policen und erhält dafür die Versicherungsprämie. Einkommensstrategien sind unter Ertrags-Risiko-Gesichtspunkten am attraktivsten, es sei denn, der „Versicherungsfall“ tritt wie im Jahre 2008 tatsächlich ein. Momentumstrategien sind zwar in den normalen Marktphasen im Hinblick auf ihre Wertentwicklung den Einkommensstrategien unterlegen, dafür sind sie aber weniger risikoreich und gewähren einen gewissen Schutz vor Kapitalverlusten in Finanzmarktkrisen (vgl. Grafik 16).

**Grafik 16: Die Performance der Low-Volatility-Strategie war in den USA seit 1990 in negativen Aktienjahren deutlich besser als die einer Value-Strategie**



Unsere Portfolios enthalten Strategien aus beiden Gruppen, wobei wir den Fokus auf die Einkommensstrategien legen. Diese werden durch die zur Absicherung dienenden Momentumstrategien ergänzt, wobei deren Bedeutung mit der Wahrscheinlichkeit des oben beschriebenen „Versicherungsfalls“ variiert. Da es aber unmöglich ist, jede Krise rechtzeitig vorherzusehen, ist es sinnvoll, nie ganz auf Momentumstrategien zu verzichten. Konkret bedeutet dies: Wir generieren Einkommen über dividendenstarke und möglichst niedrig bewertete Aktien und Unternehmens- bzw. Hochzinsanleihen. Die Momentumkomponente zeigt sich vor allem darin, dass wir Aktien präferieren, die gewisse Qualitätskriterien in punkto Verschuldung und Gewinnwachstum erfüllen und die über einen strategischen Wettbewerbsvorteil verfügen und damit robuster sind als die klassischen „Value-Aktien“. Analog kaufen wir schwerpunktmäßig Anleihen mit einem Rating von BB und eben nicht aus dem „Distressed-Segment (Rating von CCC und niedriger).

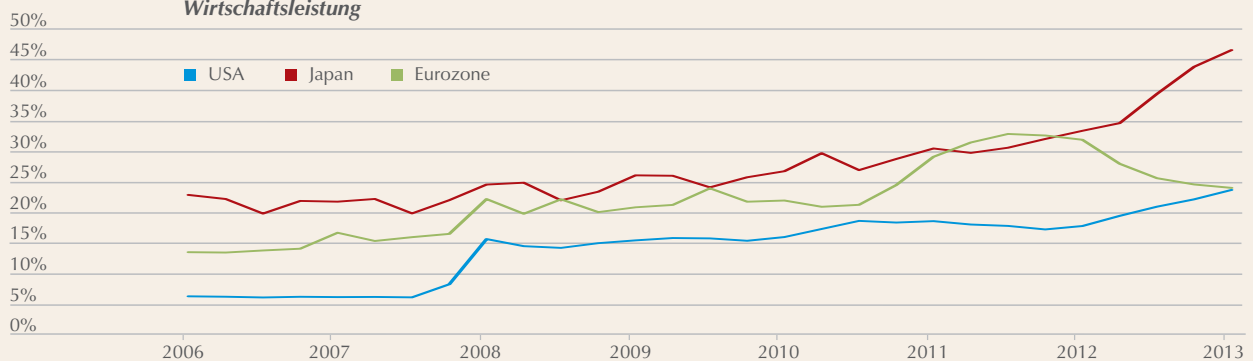
Diese Vorgehensweise wird immer wieder dazu führen, dass in sehr guten Aktienjahren indexorientierte Strategien mit geringer Diversifikation oder „Ramschanleihen“ wie in 2013 eine bessere Wertentwicklung aufweisen werden. Nach dem starken Kursanstieg seit 2009 werden aber auch diese Bereiche zwangsläufig irgendwann an Dynamik verlieren und dann wird ein diversifiziertes Portfolio erneut seine Stärken unter Beweis stellen.

## Ausblick

Das zentrale makroökonomische Thema des Jahres 2014 wird die Zukunft der expansiven Geldpolitik sein. Nachdem alle wichtigen Notenbanken seit der Finanzkrise an einem Strang gezogen, sprich ihre Bilanz mehr oder weniger verlängert haben, werden sich ihre Wege 2014 trennen.

Nur die Bank von Japan hält an ihrem Expansionskurs fest, sie bleibt dem Kampf gegen die Deflation verpflichtet. Die EZB ist weiterhin unschlüssig, wie sie mit disinflationären Tendenzen umgehen soll. Zwar hat sie den Leitzins im November nochmals auf das Rekordtief von 0,25% gesenkt, die Kreditvergabe durch das Bankensystem an die Realwirtschaft will aber einfach nicht in Gang kommen. Die positive Wirkung der Ende 2011/Anfang 2012 aufgelegten LTRO-Programme ist mittlerweile verpufft, die Banken haben die Kredite zum Teil vorzeitig an die EZB zurückgezahlt, so dass die Bilanzsumme seit ihrem Spitzenwert zum Jahreswechsel 2012/13 um mehr als 20% geschrumpft ist (vgl. Grafik 17). Vor drastischeren Maßnahmen wie negativen Einlagezinsen für Banken oder Anleihekäufen im Stile der FED schreckt die EZB nach wie vor zurück. Auch die Neuauflage der LTRO-Kredite ist aus heutiger Sicht unwahrscheinlich. Die EZB hat jüngst selber festgestellt, dass diese Mittel eben nicht in der Realwirtschaft ankommen, sondern stattdessen gerne von den Banken zum Kauf von Staatsanleihen verwendet werden. Ohne zusätzliche Maßnahmen wird die schleichende Verschärfung der Geldpolitik in der Eurozone aber anhalten und das Wirtschaftswachstum weiter bremsen. Deshalb sollte die EZB in Zukunft mutiger sein und nicht zu viel Rücksicht auf die in der deutschen Psyche tief verwurzelte „Inflationshysterie“ nehmen.

**Grafik 17: Die Bilanzsumme der Bank von Japan ist auf fast 50% der Wirtschaftsleistung angewachsen, die Bilanzsumme der EZB schrumpft absolut und im Vergleich zur Wirtschaftsleistung**



Die FED wird trotz der als „Taube“ verschrienen neuen Präsidentin Janet Yellen die monatlichen Anleihekäufe weiter drosseln und wahrscheinlich bis Ende 2014 komplett einstellen. Dafür ist nicht nur der Rückgang der Arbeitslosenquote auf zuletzt 7% verantwortlich, sondern auch ein Umdenken bezüglich der Wirksamkeit der Geldpolitik. Nachdem die FED die Kurzfristzinsen auf null gekürzt hatte, versuchte sie, über den Kauf von Anleihen auch die Langfristzinsen zu senken, um zusätzliche Impulse für die Realwirtschaft zu schaffen. Diese waren aber bislang geringer als erhofft. Von den niedrigeren Langfristzinsen profitierten vor allem die Kurse von Aktien und Hochzinsanleihen, da viele Anleger im großen Stil in diese Anlageklassen umgeschichtet haben. Nach neueren Studien ist für die Realwirtschaft aber die zukünftige Entwicklung der Kurzfristzinsen bedeutender. An diesem Punkt wird die FED in Zukunft mittels der sogenannten „Forward Guidance“ ansetzen, d.h. sie wird deutlicher als in der Vergangenheit kommunizieren, dass sie bis 2016 an der Nullzinspolitik festhalten will, selbst wenn die Arbeitslosenquote die Schwelle von 6,5% früher unterschreiten sollte. Die amerikanische Volkswirtschaft ist weiterhin auf die monetäre Unterstützung angewiesen und im Zweifelsfall wird die FED diese eher zu spät als voreilig zurückziehen, solange sich der Preisaufrieb nicht deutlich beschleunigt.

Der konjunkturelle Erholungsprozess geht in das fünfte Jahr nach der globalen Finanzkrise. Bislang verlief er bekanntermaßen enttäuschend und auch 2014 gibt es für die meisten Länder wieder Gegenwind.

Dabei sieht es für die USA noch am besten aus. Der IWF erwartet eine Wachstumsbeschleunigung auf knapp 3%. Neben den nachlassenden Sparanstrengungen der öffentlichen Haushalte gibt es gute Nachrichten vom privaten Verbrauch. Die zurückgehende Arbeitslosigkeit und der positive Vermögenseffekt aus gestiegenen Immobilienpreisen und Aktienkursen (das Vermögen der privaten Haushalte hat mit über USD 77.000 Mrd. jüngst ein neues Allzeithoch erreicht) werden für höhere Konsumausgaben als noch 2013 sorgen. Außerdem werden die Unternehmen angesichts dieser Entwicklung ihre bisherige Zurückhaltung bei den Investitionen aufgeben.

Die **Eurozone** wird sich 2014 nur leicht erholen. Zwar kommt auch ihr zugute, dass die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ihren Höhepunkt überschritten hat und das Wachstum nicht mehr so stark

bremsen wird wie noch 2013. Dafür belasten hohe Hürden bei der Kreditvergabe in Südeuropa die Investitionstätigkeit. Die Exportnachfrage leidet zunehmend unter der Aufwertung des Euro. Positive Impulse könnten lediglich vom privaten Verbrauch insbesondere aus Deutschland kommen.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone wird außerdem von der sogenannten „Asset Quality Review (AQR)“ überschattet sein, mit deren Hilfe der Finanzbedarf des Bankensektors ermittelt werden soll. Nach Abschluss des Verfahrens voraussichtlich zum Ende des dritten Quartals wird hoffentlich der zusätzliche Kapitalbedarf feststehen, den die Ratingagentur S&P auf bis zu EUR 100 Mrd. beziffert. Noch wichtiger als die eigentliche Höhe ist aber, wer die zusätzlichen Mittel letztlich aufbringen muss – private Investoren oder doch der ESM? Die AQR ist zusammen mit dem anschließenden Stresstest ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zu der geplanten Bankenunion. Sollte es hier keine Fortschritte geben, droht ein ähnliches „Zombie-Banksystem“ wie über fast zwei Jahrzehnte in Japan und eine Verfestigung der deflationären und rezessiven Tendenzen.

Für **Japan** ist 2014 ebenfalls ein Jahr des Übergangs. Hier wird es darauf ankommen, inwieweit die fortgesetzte Expansion der Zentralbankgeldmenge und die geplanten Ausgabenprogramme bzw. Steuersenkungen für Unternehmen die negativen Wachstumsimpulse aus der Erhöhung der Mehrwertsteuer abmildern können. Wahrscheinlich wird das Wachstum auf etwas mehr als 1% zurückgehen, eine erneute Rezession oder der Rückfall in die Deflation droht allerdings nicht.

Das Wachstum der **chinesischen Volkswirtschaft** hat sich nach einem schwachen ersten Halbjahr 2013 bei etwas über 7% eingependelt. 2014 wird vor allem von einer Eintrübung des finanziellen Umfelds geprägt sein: Das Kreditwachstum wird sich durch schärfere Regulierung und höhere Zinssätze verlangsamen, was vor allem öffentliche Bau- und Infrastrukturinvestitionen bremsen wird. Die Lücke könnte aber durch höhere private Investitionstätigkeit wenigstens teilweise geschlossen werden. Seit dem letzten Parteikongress ist dem privaten Sektor sowieso eine größere Rolle zugeordnet. Die daraus zu erwartenden positiven Impulse werden sich aber erst ab 2015 zeigen.

Für andere **Schwellenländer** sieht die Zukunft weniger rosig aus. Vor allem Länder wie Indien, Indonesien und die Türkei leiden unter ihrem 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 die Investitionstätigkeit ankurbeln sollen. Bislang ist aber noch recht wenig passiert.

Insgesamt wird die Weltwirtschaft 2014 mit gut +3% etwas stärker wachsen als 2013. Von den Wachstumsraten von 5% und mehr aus den Jahren vor der Finanzkrise ist man allerdings weit entfernt.

Die Herausforderung im Portfoliomanagement liegt nun darin, in einem disinflationären Umfeld mit im historischen Vergleich geringem Wirtschaftswachstum für den Anleger adäquate Renditen zu erwirtschaften.

Mit **Staatsanleihen aus Kerneuropa oder den USA** wird es wieder nicht funktionieren. Die kurzen Zinsen bleiben in der Nähe von Null und die längerfristigen Renditen werden sich leicht erhöhen, so dass der Coupon die Kursverluste nicht ausgleichen wird. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist unserer Meinung nach allerdings bei etwa 3,5% gedeckelt, die deutscher Bundesanleihen bei 2,5%, also jeweils 0,6% über dem Niveau zum Jahresultimo.

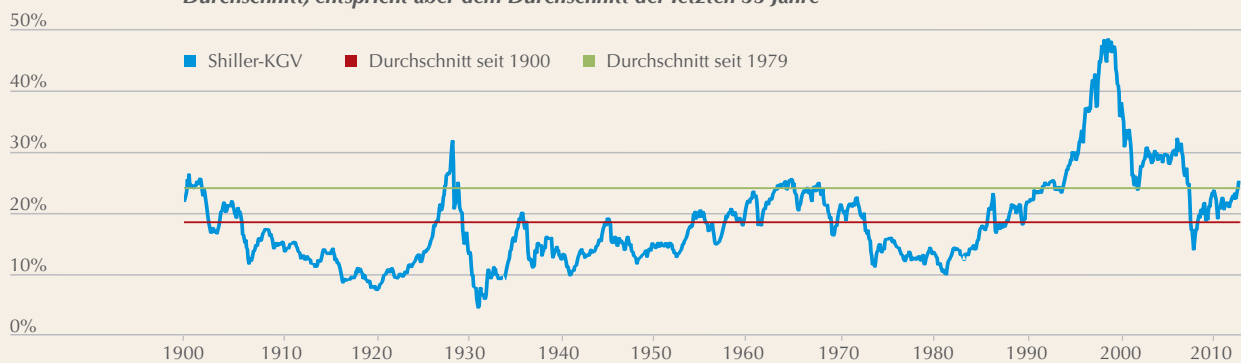
Die Risikoaufschläge **in der Peripherie** sind inzwischen auf ein angemessenes Niveau zurückgefallen und auch **Anleihen aus Schwellenländern** sind aktuell keine Alternative, da dort die Zinsen im Zuge von Kapitalabflüssen und schwachen Währungen sogar stärker als in den Industrieländern ansteigen werden. Hinzu kommt, dass in immer stärkerem Maße große internationale Assetmanager die Liquidität für Schwellenländer und auch dort ansässige Unternehmen bereitstellen, indem sie als Käufer für deren Anleihen auftreten. Ihr Zeithorizont ist aber wesentlich kürzer als der einer Bank, die einen langfristigen Kredit vergeben hat. Im Sommer 2013 haben wir bereits einen Vorgeschmack bekommen, wie schnell die Kurse dieser Anleihen fallen können, sobald sich erste Anzeichen einer Verschärfung der US-Geldpolitik zeigen.



Steigende Realzinsen und zurückgehende Inflationsraten in vielen Teilen der Welt werden auch auf dem **Goldpreis** lasten. Vermögensgegenstände, deren Preis sich aus der relativen Knappheit (oder Nichtvermehrbarkeit) ableitet, sind in dem beschriebenen Umfeld klar im Nachteil gegenüber Vermögensgegenständen, die „Wachstum“ produzieren, also vor allem Aktien. Die größte Gefahr für den Goldpreis geht allerdings von der Liberalisierung der chinesischen Kapitalbilanz aus. Bislang konnten chinesische Anleger ihr Vermögen im Wesentlichen auf Sparkonten, Immobilien und Gold verteilen. Der Kauf ausländischer Vermögenswerte war nicht möglich. Dies durften nur öffentliche Institutionen wie die Notenbank oder staatliche Fonds. Wenn in Zukunft aber auch der chinesische Anleger beispielsweise europäische oder amerikanische Aktien erwerben kann, wird die Nachfrage nach Gold spürbar abnehmen.

So bleiben als mögliche Investitionsziele noch **Aktien und Unternehmens- bzw. Hochzinsanleihen** übrig. Über die letzten 5 Jahre hat der globale Aktienindex MSCI Welt um mehr als 15% pro Jahr (in Euro) zugelegt und damit sowohl das nominale Wirtschaftswachstum (+4% p.a.) als auch das globale Gewinnwachstum (+7% p.a.) deutlich übertrifft. Daraus kann man aber per se nicht ableiten, dass sich die Aktienmärkte in einer Blasenbildungsphase befinden. Dafür sind die Bewertungen (noch) nicht hoch genug. Auch der diesjährige Gewinner des Wirtschaftsnobelpreises, Robert Shiller, hält den US-Markt für hoch-, aber eben nicht überbewertet. Zwar liegt das nach ihm benannte Shiller-KGV (d.h. das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre) mit aktuell 25 um 35% über dem langfristigen Durchschnitt seit 1900, aber in etwa auf dem Durchschnitt der letzten 35 Jahre (vgl. Grafik 18).

**Grafik 18: Das Shiller-KGV des US-Aktienmarktes liegt aktuell 35% über dem langfristigen Durchschnitt, entspricht aber dem Durchschnitt der letzten 35 Jahre**

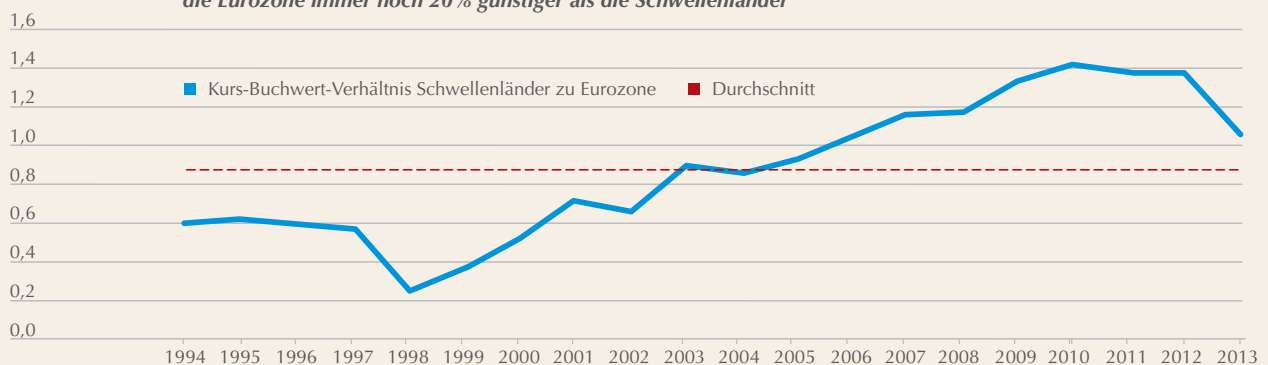


Nach der deutlichen Bewertungsausdehnung seit Ende der Finanzkrise sollte man die Kurssteigerungen von 15% p.a. allerdings nicht in gleicher Höhe fortschreiben. Die Hälfte ist realistischer. Wichtig ist, dass das aktuelle Bewertungsniveau durch ein entsprechendes Gewinnwachstum „unterfüttert“ wird. Angesichts des mäßigen Konjunkturausblicks erwarten wir einen Anstieg der Unternehmensgewinne im höheren einstelligen Bereich. Mehr ist auch für die nächsten Jahre unwahrscheinlich, da gerade in den USA der Anteil der Gewinne an der gesamten Wirtschaftsleistung auf den höchsten Wert seit Ende des zweiten Weltkriegs angestiegen ist. Eine weitere Umverteilung des Sozialprodukts zu Gunsten der Unternehmen und zu Lasten der Lohnempfänger ist daher unrealistisch. Gewinnwachstum ist und bleibt ein rares Gut.

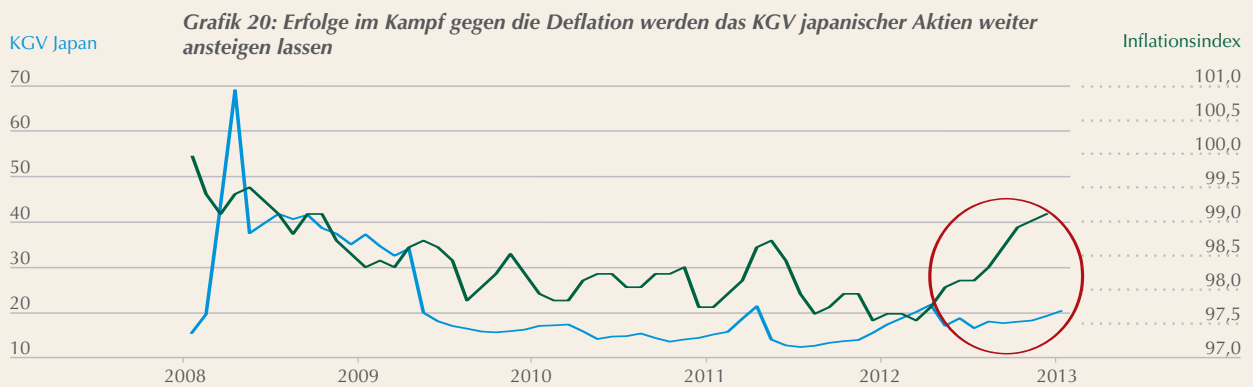
Vor diesem Hintergrund verdienen die Unternehmen eine höhere Bewertung, denen es unabhängig vom Konjunkturzyklus gelingt, stabile Erträge für Investoren zu erwirtschaften und nicht nur über Aktienrückkaufprogramme den Gewinn pro Aktie künstlich zu erhöhen. In diese Kategorie fallen beispielsweise Nestle, Roche, SAP, Johnson & Johnson, aber auch Amazon oder Ebay. Diese Titel sehen zwar gemessen an ihrem KGV nicht besonders günstig aus, können aber noch deutlich zulegen, eben weil sie Wachstum bieten. Die meisten Zykliker dagegen sind uns derzeit eher zu teuer.

Aus geographischer Sicht sind in punkto Bewertung Deutschland und Europa bzw. die Eurozone am attraktivsten, im Übrigen nicht nur gegenüber den USA, sondern auch gegenüber den Schwellenländern (vgl. Grafik 19).

**Grafik 19: Gemessen am durchschnittlichen Kurs-Buchwert-Verhältnis der letzten 20 Jahre ist die Eurozone immer noch 20% günstiger als die Schwellenländer**

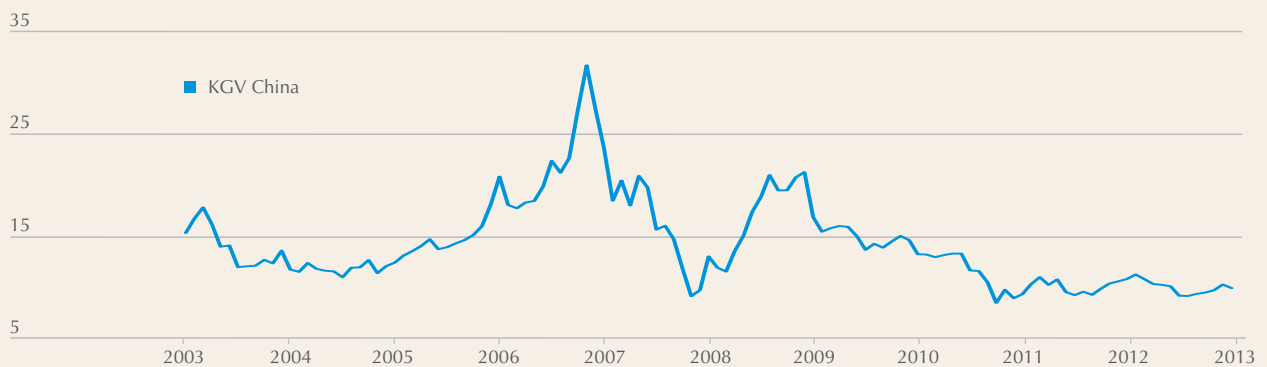


Die Fortschritte Japans auf dem Weg aus der Deflation haben sich noch nicht hinreichend in höheren KGVs widerspiegelt (vgl. Grafik 20). Hier besteht Nachholbedarf. Im Gegensatz vor allem zu den USA rechnen wir selbst dann mit weiteren Kurssteigerungen, wenn das Gewinnwachstum enttäuschen sollte. Für den Aktienmarkt ist von den „3 Pfeilen“ auf Sicht der nächsten Monate in erster Linie der erste Pfeil, also die weitere geldpolitische Expansion, von Bedeutung.



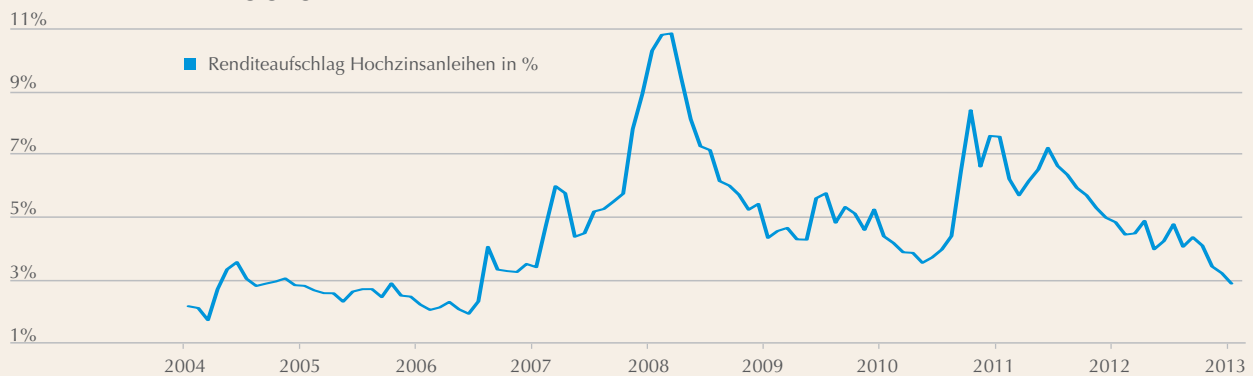
Ähnlich wie an Japan ist auch am chinesischen Aktienmarkt die Bewertungsausdehnung vorbeigegangen. Chinesische Aktien werden sogar im Gegenteil aus Furcht vor der Nachhaltigkeit des Wirtschaftsmodells (hohe Exporte, hohe Investitionen, geringer Konsum) mit deutlich niedrigeren KGVs bestraft als noch vor einigen Jahren. Die Ergebnisse des letzten Plenums der kommunistischen Partei könnten allerdings zu einer Initialzündung im Stile der „Abenomics“ in Japan werden. Vor allem die in Aussicht gestellten Deregulierungsmaßnahmen und Finanzmarktreformen sprechen für höhere Bewertungen und Kursniveaus (vgl. Grafik 21).

**Grafik 21: Chinesische Aktien stehen vor einer Neubewertung**



Neben Aktien bleiben auch Anleihen aus dem Hochzins-/Fallen-Angels-Segment interessant. Ihre Rendite liegt zwar im Durchschnitt „nur“ noch bei knapp 4% und damit auf dem Niveau, das Unternehmensanleihen aus dem Investment-Grade-Bereich im Herbst 2009 hatten. Sie bieten aber immer noch einen Renditeaufschlag von knapp 3%. Dieser ist zwar in den letzten zwei Jahren deutlich zurückgegangen, war aber vor der Finanzkrise auch schon geringer (vgl. Grafik 22).

**Grafik 22: Der Renditeaufschlag für Hochzinsanleihen ist zwar in den letzten beiden Jahren zurückgegangen, ist aber immer noch höher als vor der Finanzkrise**



Da wir für 2014 mit einem Zinsanstieg von maximal 0,6% bei Staatsanleihen rechnen, kann dieser auch problemlos durch den Renditeaufschlag aufgefangen werden. Auch steigende Ausfallraten sind aktuell kein Thema. Die meisten Unternehmen haben das gute Umfeld dazu genutzt, sich längerfristig Fremdkapital zu sichern, so dass es in den nächsten Jahren kaum zu Finanzierungsengpässen kommen wird. Vor dem Hintergrund eines positiven, aber doch unter den Konsensserwartungen liegenden Wirtschaftswachstums und der immer noch reichlichen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken haben Hochzins-/Fallen-Angels-Anleihen Potential für weitere Kurssteigerungen. Allerdings gibt es zumindest im unteren High-Yield-Bereich erste Anzeichen einer Überbewertung wie die Verwässerung der Kreditauflagen oder die hohe Zahl von CCC-Emissionen, die regelmäßig deutlich überzeichnet sind. Hier werden unseres Erachtens die Risiken nicht mehr adäquat vergütet. Deshalb favorisieren wir weiterhin das Fallen-Angels-Segment mit einem Durchschnittsrating von BB.

2014 wird für die Finanzmärkte ein Jahr des Überganges sein: Sie bewegen sich von einer Phase hoher Returns mit geringen Schwankungen in eine Phase niedrigerer Returns, aber dafür erhöhter Schwankungsanfälligkeit. Gefährliche Spekulationsblasen haben sich (noch) nicht gebildet, es wird aber nur mit einem breit diversifizierten Portfolio möglich sein, adäquate Renditen zu erwirtschaften.

## 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