



INVESTMENT BERICHT 2017 / 2018



INHALT

5
RÜCKBLICK 2017

11
GEWINNER DES JAHRES
TECHNOLOGIEWERTE

15
VERLIERER DES JAHRES
GROSSBRITANNIEN

21
PHAIDROS FUNDS BALANCED

23
PHAIDROS FUNDS CONSERVATIVE

25
PHAIDROS FUNDS FALLEN ANGELS

27
SPEZIALTHEMA
BITCOINS
Digitale Tulpen oder kryptographisches Gold?

33
AUSBLICK
KANN ES ÜBERHAUPT NOCH BESSER WERDEN?

43
WICHTIGE HINWEISE



RÜCKBLICK 2017





RÜCKBLICK

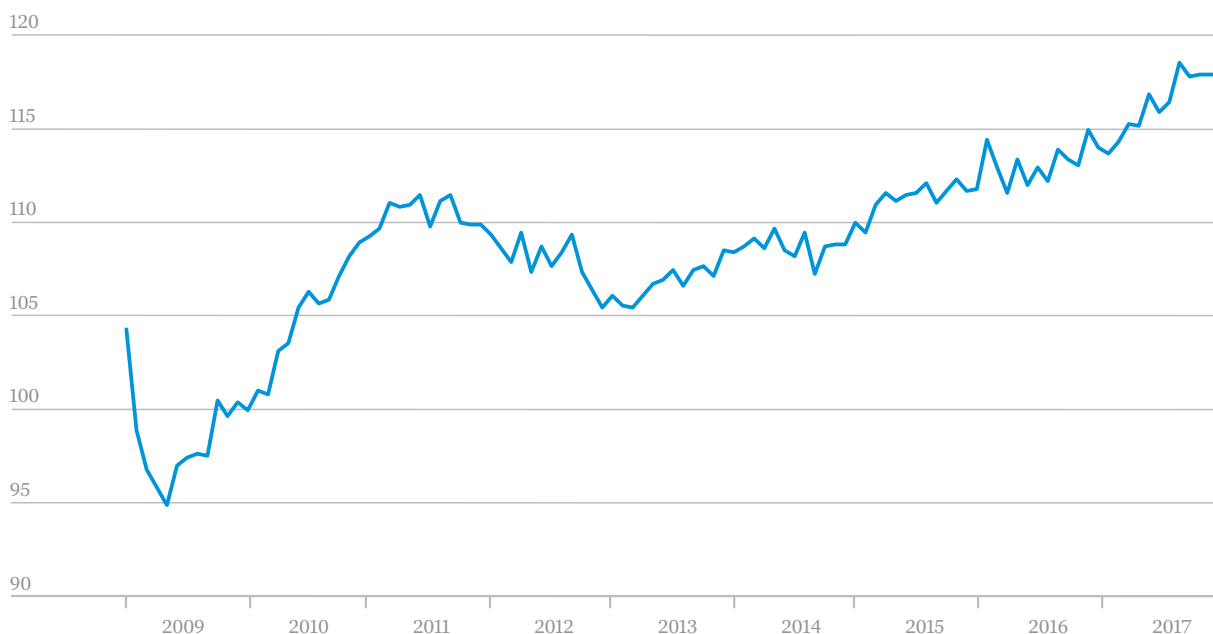
2017

Wie wenig sinnvoll Prognosen sind, lässt sich an den Ereignissen der letzten beiden Jahre exemplarisch zeigen. Anfang 2016 war Obama Präsident, das Vereinigte Königreich Mitglied der EU, der Euro im vorletzten Stadium des Verfalls, China ein zurückhaltendes Land und Bitcoin ein Spielzeug. Deutschland hatte eine echte Regierung, aber ein Flüchtlingsproblem. Intelligenz war noch kein künstliches, sondern ein durch und durch menschliches Phänomen. Vielleicht ist deswegen eine Menge schief und gut gegangen oder hat doch zumindest den rationalen Erwartungen nicht gehorcht.

Das Jahr 2017 stand politisch im Zeichen der Regierung von Donald Trump und seinen Tweets, sowie der damit einhergehenden abnehmenden Bedeutung der USA als politische Ordnungsmacht. In Syrien konnte Russland reinen Tisch machen, das Handelsdefizit mit China läuft ungehindert weiter, der nordkoreanische Machthaber hat keinerlei Macht eingebüßt, alle Länder außer den USA halten an den diversen aufgekündigten Abkommen fest (Iran-Atomabkommen, Klimaabkommen von Paris, Transpazifische Handelspartnerschaft). Die Welt ist durch den Rückzug der USA zwar weniger demokratisch und nett geworden, aber immerhin nicht weniger stabil. Es geht, anscheinend, auch ohne die Amerikaner. Dann eben ohne Demokratie.

Politische Börsen haben kurze Beine, weshalb wir uns mit diesem Thema nicht allzu lange aufhalten sollten. In Deutschland läuft die Wirtschaft zum Jahreswechsel 2017/18 auch ohne gewählte Regierung gut. Aber eine Beobachtung ist aus makroökonomischer Sicht spannend: Bisher lautete der Konsens, dass wirtschaftliche Entwicklung und Demokratie Hand in Hand gehen, denn der freie Informationsfluss,

Grafik 1: Industrieproduktion Eurozone



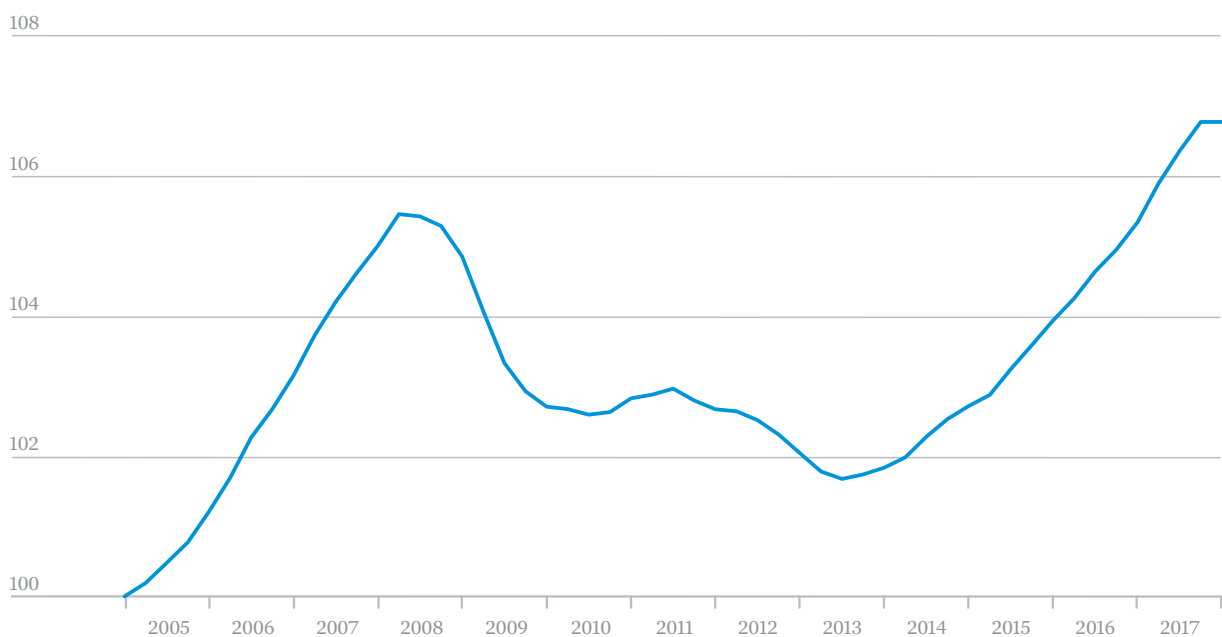
der die Märkte erst effizient macht, wird in demokratischen Gemeinwesen am wenigsten behindert. Die Entwicklung in China stellt diesen Zusammenhang in Frage. Die Wirtschaft ist dort auf dem Sprung, die westlichen Demokratien in wesentlichen Bereichen (grüne Energie, Künstliche Intelligenz, Elektroautos) zu überrunden. Chinas intelligente Planwirtschaft, welche den Unternehmern ihren Raum lässt und lediglich grob die Ressourcen allokiert, eilt jedenfalls immer noch von Erfolg zu Erfolg, unbeeindruckt von den Vorhersagen vieler Ökonomen.

Die Finanzmärkte haben die politische Unruhe weitgehend rational verarbeitet. Die Schwäche des Dollar spiegelt die Aussicht auf eine Präsidentschaft wider, die Amerika weder groß machen noch die Wettbewerbsfähigkeit verbessern wird. Tatsächlich haben sich die Schätzungen für das Wachstum in den USA – anders als etwa für Europa – seit der Präsidentschaftswahl kaum nach oben verbessert. Auch die kurz vor Weihnachten verabschiedete Steuerreform wird daran nichts ändern. So fließt das Kapital tendenziell aus den USA ab.

Der Euro-Kurs gegenüber dem Dollar überzeichnet aber ein wenig dessen Schwäche, denn die europäische Einheitswährung war auch gegenüber Schweizer Franken (der extrem überbewertet war), Pfund (das mit dem Brexit kämpft – vgl. unser Spezialthema Verlierer des Jahres) und Yen sehr stark. Die Devisenmärkte stellten der Eurozone 2017 also insgesamt ein gutes Zeugnis aus.

Die entwickelten Aktienmärkte waren ausgesprochen vernünftig und belohnten die Sektoren und Unternehmen, die vom digitalen Wandel am meisten profitieren. Facebook, Amazon, Netflix und Google, die „FANG“-Aktien, hatten auch 2017 ein gutes Jahr (ausführlich diskutieren wir das Thema unter Gewinner des Jahres). Den starken Technologieaktien standen allerdings deutliche Verluste, etwa bei den

Grafik 2: Anzahl der Beschäftigten in der Eurozone (normiert)



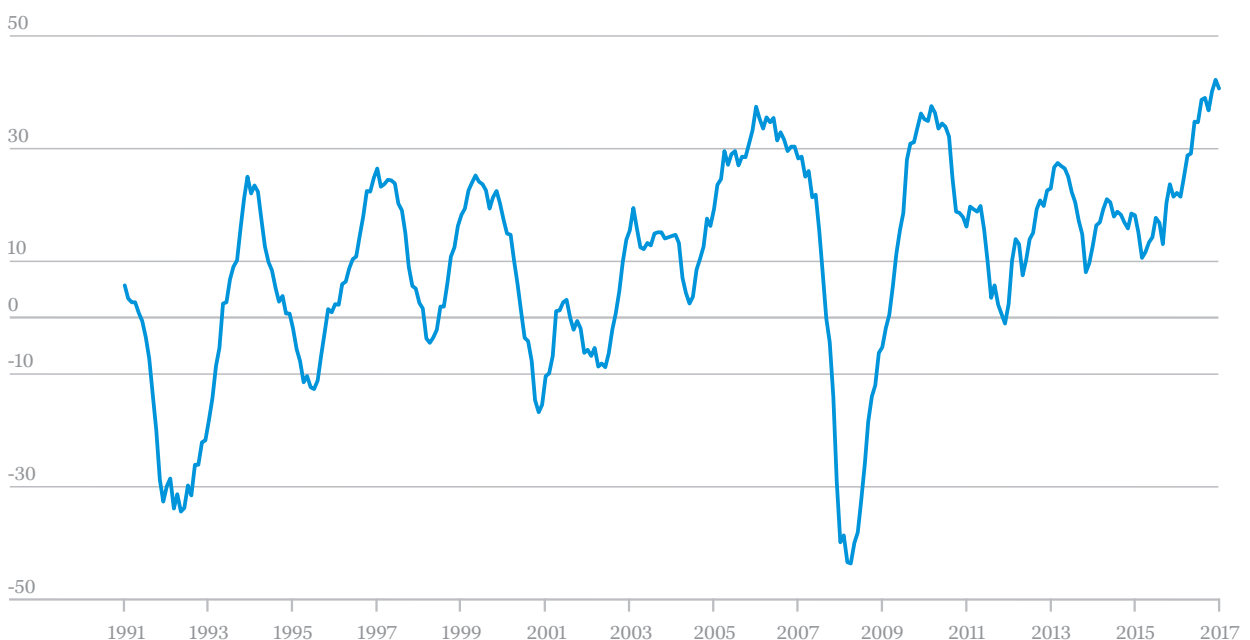
Pharmawerten und im klassischen Einzelhandel, gegenüber. Die geringe Volatilität des Gesamtmarktes kaschiert hier erhebliche Divergenzen. Die Investoren in den Schwellenländern, die normalerweise unter einem volatilen Dollar leiden, waren fast ebenso verwöhnt. Auch hier verlief das Jahr ohne bemerkenswerte Unfälle. Insgesamt ist der Wert aller Aktienmärkte der Welt zusammengenommen auf 100 Billionen Dollar gestiegen, das ist etwas mehr als das Fünffache der jährlichen Wirtschaftsleistung der USA.

Von den Rohstoffmärkten gibt es wenig Interessantes zu berichten. Kein Wunder, dass bei so viel Langeweile und Rationalität an den Märkten die Glücksritter (die es an den Finanzmärkten immer gibt, sie aber selten dominieren) auf die Idee kamen, in Bitcoin zu spekulieren. Bemerkenswert ist allerdings, wie günstig Rohstoffe mittlerweile im Vergleich zu Aktien bewertet sind.

Die Anleihenmärkte schließlich haben sich mit der Aussicht auf dauerhaft niedrige Zinsen arrangiert. Die Zentralbanken werden nur äußerst vorsichtig die Zinsen anheben, um die Kreditmärkte nicht aus dem Gleichgewicht zu bringen und den Staaten reichlich Zeit zu geben, sich zu entschulden (was diese mit sehr unterschiedlichem Enthusiasmus tun). Die Stabilität an den Zinsmärkten und die gute Konjunktur hat dem Hochzinsbereich erneut ein gutes Jahr beschert. Zu den Details der Entwicklung verweisen wir auf den Jahresrückblick unseres Fallen Angels Fonds.

Die relative Ruhe an den Finanzmärkten hat im wesentlichen zwei Gründe: Erstens die bemerkenswerte Stabilität in der wirtschaftlichen Entwicklung. Die Industrieproduktion in der Eurozone wuchs um 3,7% (Grafik 1), die Zahl der Beschäftigten um 1,7% im Vergleich zum Vorjahr (Grafik 2). Der deutsche Maschinenbau ist so optimistisch wie noch nie (Grafik 3). In den USA wächst die Wirtschaft nun seit

Grafik 3: Ifo-Index für das Vertrauen der Unternehmen der Investitionsgüterbranche

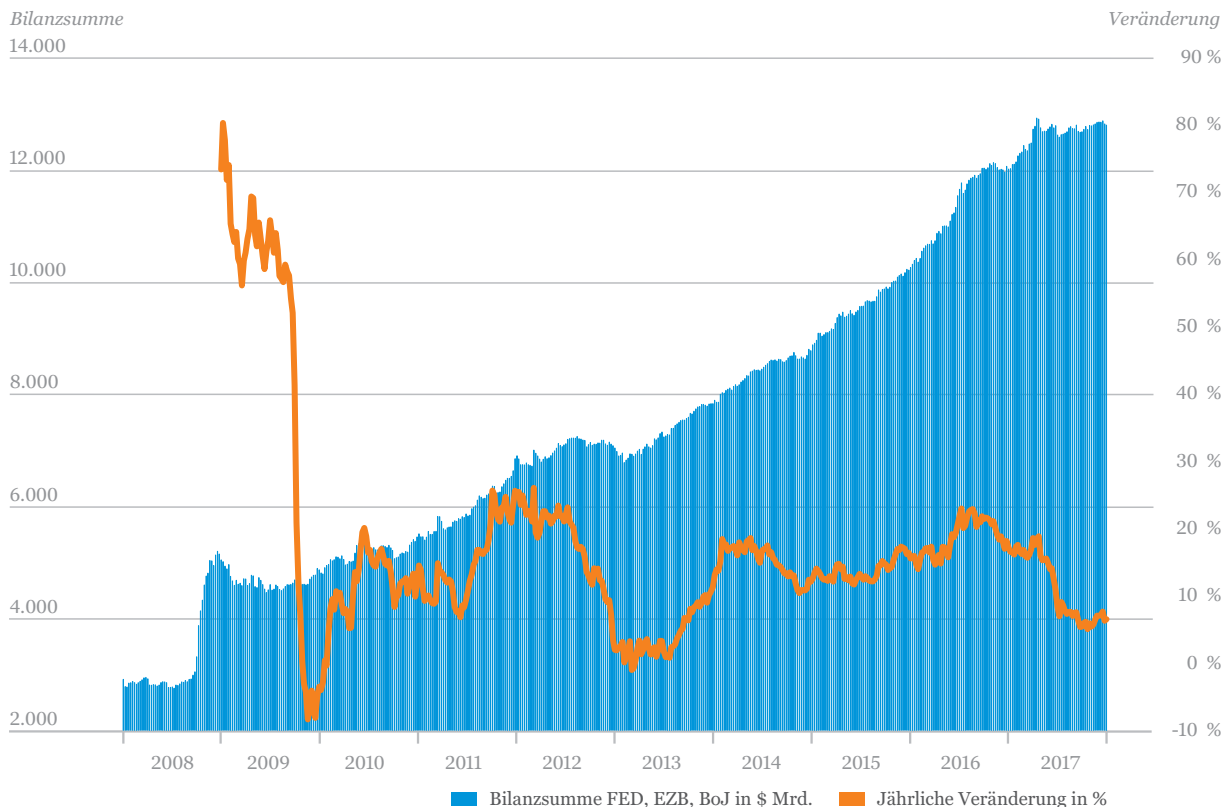


34 Quartalen ununterbrochen. Sie wird 2019 voraussichtlich den 40-Quartale-Rekord aus den 1990er-Jahren brechen. Obwohl der Aufschwung alt ist, ist er doch nicht besonders stark. Das Bruttoinlandsprodukt ist in den USA in diesem Aufschwung kumulativ nur um 20% gewachsen. In den 1990er-Jahren waren es 43% und in früheren Zyklen noch mehr. Dieses lang anhaltende stabile Wachstum ist ein nahezu ideales Umfeld für die Finanzmärkte.

Der zweite Grund für die Ruhe an den Märkten ist das mittlerweile allgemeine Bewusstsein, dass die Zentralbanken es schon richten werden, wenn wieder einmal etwas schiefliegt. Die Bilanzen der drei wichtigsten Zentralbanken FED, EZB und Bank von Japan (BoJ) sind in den letzten 10 Jahren von 3 Billionen Dollar auf 13 Billionen gewachsen (Grafik 4). Wann immer es wackelig wurde an den Märkten, sind sie eingeschritten um das Schlimmste zu verhindern. Das Wirtschaftswachstum mag schwach sein, aber das gegenwärtige Zinsniveau ist dennoch auf einem künstlich niedrigen Niveau. Davon haben alle Asset-Klassen profitiert, nicht nur die unmittelbar betroffenen Anleihemärkte.

Die niedrige Volatilität an den Märkten hat zweifellos zu einer gewissen Selbstzufriedenheit und Risikovergessenheit geführt. Zu viele Marktteilnehmer freuen sich über die gegenwärtig günstigen Bedingungen (Zinsen wie in einer schweren Rezession, Wirtschaftswachstum wie im längsten Aufschwung der Geschichte) und laufen dabei Gefahr, die Risiken zu unterschätzen. Vermutlich sind daher heute zu viele Marktteilnehmer allzu einseitig in „Risikoassets“ positioniert. Wer kauft heute noch freiwillig Pfandbriefe oder deutsche Staatsanleihen?

Grafik 4: Die Bilanzsumme von FED, EZB und BoJ hat sich in den letzten 10 Jahren mehr als vervierfacht



Die Zentralbanken werden nach und nach ihre schützende Hand zurückziehen. Anders gesagt: Der Zentralbank-Put wird immer weiter aus dem Geld sein. Das kann zu Verwerfungen führen, wie wir sie zuletzt zwischen dem Sommer 2015 und dem Frühjahr 2016 gesehen haben. Dazu mehr in unserem Ausblick.

Man sollte sich also keinen Illusionen hingeben: Die Weltwirtschaft ist nach wie vor von einer zu schwachen Nachfrage, zu geringen Investitionen und zu wenigen neuen Ideen gekennzeichnet. Unser Basisszenario eines „Zeitalters der Stagnation“ ist nach wie vor gültig. So lange dieser Zustand anhält, wird das Wachstum schwach und der Zins niedrig bleiben. In diesem Umfeld werden Unternehmen, die dennoch wachsen (z.B. bei Technologieunternehmen) oder eine hohe Verzinsung bieten (wie bei Hochzinsanleihen oder Immobilien) besonders geschätzt. Aber die Volatilität wird steigen.



GEWINNER DES JAHRES
TECHNOLOGIEWERTE



GEWINNER DES JAHRES TECHNOLOGIEWERTE

Eine Studie eines Marktforschungsinstituts aus Chicago hat im vergangenen Jahr festgestellt, dass Smartphone-Nutzer im Schnitt 2617 Mal am Tag auf Ihrem Handy herumtippen und sich umgerechnet rund 145 Minuten lang täglich damit beschäftigen¹. Auf das Jahr hochgerechnet greifen wir damit knapp 1 Millionen Mal bzw. ganze 37 volle Tage darauf zu – und das betrifft nur das Smartphone. Daneben durchdringen Smart-TVs, digitale Damenstimmen namens Alexa sowie soziale Medien und Suchmaschinen immer mehr unser tägliches Leben – ein Trend, der sich exponentiell fortentwickelt und unseren Alltag sowohl zu Hause als auch bei der Arbeit zum Teil vollkommen umkrempelt. Die Technologieunternehmen, die hinter diesen disruptiven Innovationen stehen, sind im Gegensatz zur DotCom-Blase vor knapp 20 Jahren jedoch keine „Potemkinschen Dörfer“ mehr, sondern verdienen mittlerweile Milliarden mit ihren Geschäftsmodellen. Letztes Jahr zählten sie daher auch am Kapitalmarkt zu den großen Gewinnern.

Ein Blick auf den Börsenwert besagter Tech-Unternehmen unterstreicht den Eindruck, den wir im Alltag erleben: Waren im Jahr 2010 noch fünf der zehn größten Unternehmen aus der Rohstoffbranche (mit Exxon Mobile und Petro China gar auf den beiden ersten Plätzen, dazu zwei chinesische Banken sowie Nestlé, Apple und Microsoft), so sind heute die ersten fünf (Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon und Facebook) und zusätzlich mit Tencent und Alibaba insgesamt sieben Tech-Firmen unter den Top 10. Nach einem bereits sehr starken Jahr 2016 für die sogenannten FAANG-Aktien (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google), haben die Kurse des gesamten Sektors in 2017 nochmals auf breiter Ebene zugelegt. Nicht nur Amazon (+46,9%²), Alphabet (+27,7%) oder Tencent (+108,1%) haben massiv an Wert hinzugewonnen; auch kleinere Werte wie NVidia (+87,7%), Shopify (+115,4%) oder Baidu (+32,8%) konnten immense Kurssteigerungen verzeichnen. Insgesamt war der Technologiesektor mit +33,7% der bei weitem beste Performer im S&P 500, gefolgt von Grundstoffen und Finanzen mit jeweils +19,2% bzw. +18,6%.

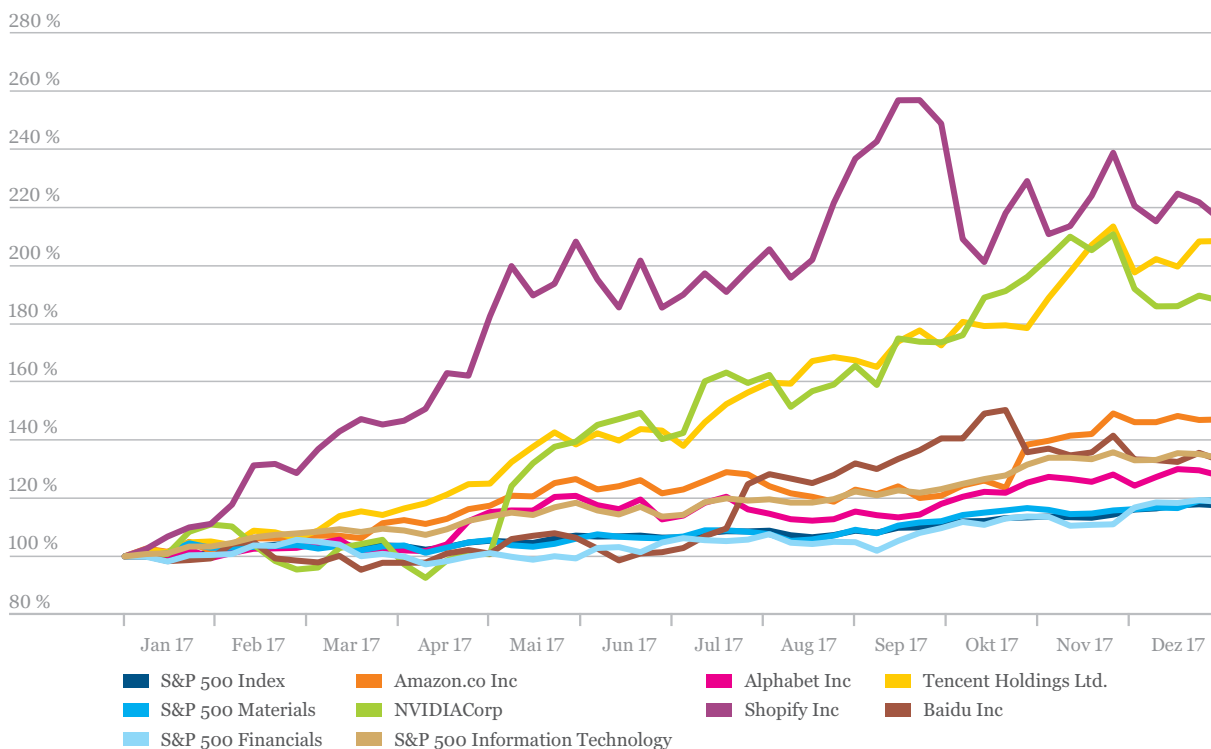
Neben den eingangs beschriebenen Trends ist ein weiterer Erklärungsansatz für die starke Wertentwicklung des Sektors sicherlich das weiterhin sehr niedrige Zinsniveau in den großen Industrieländern. Ohne eine attraktive Verzinsung beispielsweise bei Anleihen suchen Anleger vor allem Wachstum, und zwar um jeden Preis. Dementsprechend hoch ist die Prämie, die man für Wachstumstitel seit geraumer Zeit bezahlen muss; und entsprechend hoch ist auch die Bewertung, die man angesichts des jüngsten Kursverlaufs in Kauf nehmen muss. Dabei versuchen Unternehmen wie Amazon oftmals erst gar nicht, großartig Gewinne auszuweisen. Viel lieber investieren sie ihre Profite in neue Wachstumsfelder und bauen so ihre Marktmacht weiter aus. Nicht umsonst hat Amazon letztes Jahr mit rund USD 16 Mrd. die höchsten Ausgaben für Forschung und Entwicklung verzeichnet und damit den VW-Konzern nach fünf Jahren von der Spitze dieses Rankings verdrängt (die beiden Nächstplatzierten waren im Übrigen die Google-Mutter Alphabet sowie der Chiphersteller Intel). Diese Tech-Giganten haben es nicht nur geschafft, unser tägliches Leben im

¹ „Putting a Finger on Our Phone Obsession - Mobile touches: a study on humans and their tech“ (<https://blog.dscout.com/mobile-touches>)
² Alle Angaben auf Basis der jeweils lokalen Währung.

Alltag sowie Beruf zu durchdringen und teilweise grundlegend zu verändern; sie versuchen auch mit Nachdruck, zentrale Themen für die Zukunft weiterhin erfolgreich zu gestalten und zu besetzen.

Selbstredend bringen diese Entwicklungen auch Gefahren mit sich, die sich auf persönlicher Ebene, beispielsweise beim Datenschutz oder im Hinblick auf die Marktstruktur im Kartellrecht widerspiegeln. Google und Facebook etwa haben 2017 in den USA ca. 85% aller Online-Werbeinnahmen auf sich vereint. Amazon allein hat am sogenannten Black Friday über 50% des gesamten Online-Handels in den USA vereinnahmt. Insgesamt sind das Entwicklungen, die Erinnerungen an Standard Oil und die Zerschlagung des damaligen Öl-Monopolisten durch die Kartellbehörden erinnern. So hat es konsequenterweise Amazon-Gründer Jeff Bezos im vergangenen Jahr denn auch geschafft, wie seinerzeit Standard Oil-Gründer John D. Rockefeller zum reichsten Menschen der Welt aufzusteigen – um damit Bill Gates von Microsoft abzulösen.

Grafik 5: Jahresperformance – Technologieaktien und ausgewählte S&P 500 Sektoren in lokaler Währung



Gerade in Europa mehren sich nicht nur deshalb die Stimmen, die die Marktmacht von Big Tech kritisieren und kartellrechtliche Sanktionen fordern. Erste offizielle Schritte seitens der EU in diese Richtung gab es bereits in Form von Rekordstrafen in Milliardenhöhe, und weitere werden sicher folgen. Trotz allseits berechtigter Kritik muss man jedoch festhalten, dass gerade das Kartellrecht zu großen Teilen Interpretationsspielraum bietet und insbesondere jenseits des Atlantiks anders ausgelegt wird als in Europa. Während bei uns die Erhaltung eines robusten Wettbewerbs ausschlaggebend ist und sich das Kartellrecht daher vor allem auf die Marktstruktur

und Größe der Unternehmen fokussiert, spielt in den USA das Wohl des Konsumenten die entscheidende Rolle. Der ehemalige Yale-Professor Robert Bork entwickelte diese Kartellrechtsinterpretation in den 1970er Jahren, die weniger die Größe und Marktbeherrschung von Unternehmen als Problem betrachtet, sondern eher auf die am Markt geltenden Preise und die Vielfalt an Konsumgütern abzielt. So kann es sein, dass gerade große Unternehmen die effizientesten Strukturen aufweisen und ihren Kunden dementsprechend den besten Service zum günstigsten Preis anbieten können – ein Umstand, der als „Antitrust Paradox“ bezeichnet wird. Solange der Konsument also die besten Preise auf der Amazon-Homepage erhält, oder Google seine Suchmaschine gar vollkommen kostenlos zur Verfügung stellt, laufen die europäisch gefärbten Einwände gegen die vermeintlichen Technologie-Ungeheuer in den USA weitestgehend ins Leere.

Aus Sicht eines Investors ist neben den gerade beschriebenen Gefahren allerdings immer auch das Risiko zu beachten, dass der Technologiesektor nach dem sehr starken Anstieg in den letzten beiden Jahren womöglich zu heiß gelaufen ist und daher jederzeit deutlich korrigieren kann. Eine gewisse Vorsicht in diesem Segment ist darüber hinaus geboten, da die überproportionale Gewichtung der Investorengemeinde in einem bestimmten Sektor immer ein Warnsignal ist.

Die Qualität und Progressivität der Geschäftsmodelle sprechen allerdings für sich, weshalb wir die langfristige Entwicklung des Technologiesektors weiterhin äußerst positiv sehen. Auch für unseren eingangs beschriebenen Handy-Alltag ist bereits Besserung in Sicht, da es mittlerweile Smartphones mit Gesichtserkennung gibt, so dass wir uns so in Zukunft zumindest ein paar Tastengriffe am Tag sparen.



VERLIERER DES JAHRES
GROSSBRITANNIEN



VERLIERER DES JAHRES GROSSBRITANNIEN

Im vergangenen Jahr haben wir die EU als Verlierer des Jahres ausgerufen, weil Sie angesichts der wirtschaftlich und vor allem politisch schwierigen Lage nach der Brexit-Abstimmung und der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten zum Auslaufmodell zu werden drohte. Durch die bevorstehenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland lief sie Gefahr, politisch endgültig in Schieflage zu geraten und vom aufkommenden Populismus in eine existentielle Krise hineingezogen zu werden. Glücklicherweise ist dieses Schreckensszenario nicht eingetreten: Alle drei Wahlen hatten zwar einen mehr oder minder stark populistisch geprägten, faden Beigeschmack (in den Niederlanden wurde die Partei von Rechtspopulist Geert Wilders zweitstärkste Kraft, in Frankreich kam Marine Le Pen in die Stichwahl, und in Deutschland erhielt die AfD die drittmeisten Stimmen), brachten aber keinen Populisten an die Macht. Eine Fortführung oder gar Beschleunigung der zentrifugalen Kräfte, die mit dem beschlossenen Brexit Großbritanniens für Europa erstmals eine reale Dimension erhielten, hat sich in der EU also nicht materialisiert. Die Briten stehen mit ihrer Entscheidung, aus dem europäischen Projekt auszutreten, somit allein auf weiter Flur und sind für uns daher der Verlierer des Jahres.

Welche negativen Auswirkungen diese Entscheidung nach sich zieht, wird den Briten nur allmählich bewusst(er); die wahren Folgen wird ohnehin nur die Geschichte schreiben können. Zu komplex sind die Verstrickungen und Interdependenzen zwischen der Insel und dem alten Kontinent mittlerweile in Bezug auf Judikative, Legislative, Wirtschaft oder Handel, als dass alle damit zusammenhängenden Sachverhalte absehbar, alle Rechnungen kalkulierbar oder alle Probleme jetzt schon lösbar sein könnten. Gerade in den kleinen Detailfragen, auf ganz pragmatischer Ebene kann es dabei zu bösen Überraschungen kommen: Manche Waren europäischer Unternehmen wie BASF zum Beispiel überqueren im Laufe ihrer Produktionskette bis zu sieben Mal den Ärmelkanal, bevor sie fertiggestellt sind. Was passiert, wenn irgendwann plötzlich Zollbeamte auf beiden Seiten lange Zollformulare ausfüllen müssen? Woher sollen diese Zollbeamte kommen? Wer bildet sie aus, und wo sollen sie – ganz praktisch gedacht – überhaupt sitzen? Die ganze, mit solchen Fragen einhergehende Infrastruktur ist noch gar nicht vorhanden und es dauert lange Zeit, bis so etwas aufgebaut ist und reibungslos funktioniert. Die LKW-Staus in Calais und Dover sind jetzt schon kilometerlang; eine zusätzliche Verzögerung dieses Ausmaßes würde die gesamten Lieferketten sprengen und der jeweiligen Industrie auf beiden Seiten stark zusetzen. Aber auch größere Fragen sind nicht unproblematisch: Was passiert mit dem Luftverkehr, wenn britische Fluglinien keine Flug- und Landerechte in der EU mehr besitzen? Was ist mit Fragen des Handels allgemein? Wie kooperieren Polizei und Sicherheitsdienste in Zukunft?

Im Dezember 2017 haben sich die beiden Seiten zumindest schon einmal geeinigt, welche Austrittskonditionen für Großbritannien zu gelten haben. Das war der vermeintlich einfache Teil der Verhandlungen, und der hat schon fast ein Jahr gedauert – also ungefähr die Hälfte des gesetzten Zeitrahmens nach dem offiziellen Austrittsbekunden von Theresa May im März 2017. Dabei war nicht wie üblich das Geld der entscheidende Streitpunkt in den Verhandlungsrunden. In vielen Geld-

fragen läuft es in Brüssel nämlich wie in einer guten Kneipe: Stammkunden können für sich und ihre Freunde immer neue Runden Bier bestellen, müssen die Rechnung aber nicht gleich begleichen, sondern können sie anschreiben lassen. Da die Briten in der Vergangenheit zwar eine Menge Runden bestellt, sich nun aber dazu entschlossen haben, keine Stammkunden mehr sein zu wollen, pocht die Kneipe auf Begleichung aller ausstehenden Rechnungen. Nach zunächst vehementen Protesten haben die Briten mittlerweile – ganz Gentlemen wie sie sind – eingesehen, dass sie die Zeche nicht einfach prellen können und akzeptiert, dass sie zirka EUR 40-60 Mrd. an die EU überweisen müssen.

Geld war überraschenderweise also kein großes Problem. Der entscheidende Streitpunkt bei den jüngsten Verhandlungen war vielmehr eine Frage, die vorher niemand wirklich auf der Agenda hatte: die Grenze zwischen Nordirland und dem EU-Mitglied Irland. Die gewaltgeladene Geschichte der irischen Insel ist aus heutiger Sicht kaum mehr greifbar, nachdem der Jahrzehnte lang andauernde, blutige Nordirlandkonflikt mit dem Karfreitagsabkommen von 1998 beigelegt wurde. London betrachtet die damit verbundene Befriedung der Insel und seiner Bevölkerung primär aus der ökonomischen Perspektive; Dublin und Belfast hingegen betrachten das Karfreitagsabkommen vor allen Dingen als eine friedensstiftende Brücke, die das soziale Wohl bewahrt. Aufgrund der aufgeheizten Vergangenheit wollen die Iren daher unter allen Umständen eine harte Grenze zwischen Nord und Süd verhindern. Die EU hat die verbindende Charakteristik des Friedensabkommens verstärkt, indem sie einen inhärent integrativen Impetus mit sich brachte. Dieser europäische Unterbau steht mit der Austrittsankündigung Londons nun allerdings in Frage, so dass die Angst groß ist, den radikalen Kräften auf der irischen Insel durch eine Grenze neues Leben einzuhauchen. Ein erster Erfolg konnte in den Verhandlungen jedoch schon errungen werden: Obgleich viele Details weiterhin offen und unklar sind, konnten die Delegationen Londons und der EU einen Kompromiss in dieser Frage schließen, indem sie sicherstellten, dass für Nordirland solange weiter EU-Regeln gelten, bis ein alternatives Regelwerk gefunden wird. Ein sogenannter Soft Brexit ist damit wahrscheinlicher geworden, da es zunächst keine harte Grenze in Irland geben wird und ganz Großbritannien sich damit durch die Hintertür Nordirland zumindest Zeit für eine Übergangsregelung gesichert hat.

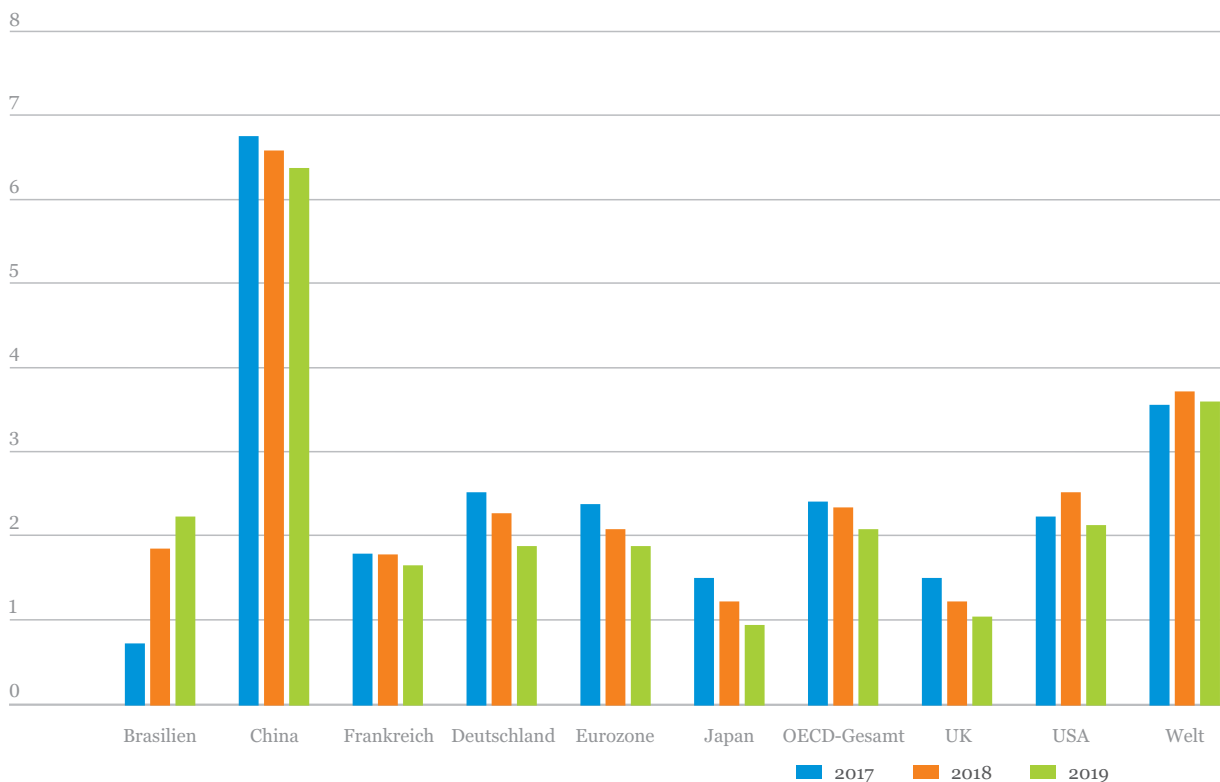
Trotz der jüngsten Fortschritte hat Großbritannien aber durch den Entschluss, die EU zu verlassen, bereits stark gelitten. Der bevorstehende Brexit hat zu großer Unsicherheit geführt – nicht nur bei der Bevölkerung, sondern vor allem in der Wirtschaft. Insofern sind auch die aktuellen Wirtschaftsdaten wenig überraschend: In ihrer jüngsten Schätzung prognostiziert die OECD (vgl. Grafik 6) ein weltweites Wirtschaftswachstum von 3,7% in 2018 und 3,6% in 2019. Für die Eurozone liegen die Zahlen bei 2,1% und 1,9%, und für Großbritannien bei lediglich 1,2% bzw. 1,1%. Damit bildet die britische Insel mit Japan zusammen das Schlusslicht in den G7. Gerade im Vergleich zum Rest der EU sind die Zahlen für Großbritannien daher absolut enttäuschend.

Auch eine Besserung ist über den genannten Zeithorizont hinaus nicht in Sicht. Der Aderlass gerade von hochqualifizierten Beschäftigten hat bereits begonnen: In der City von London haben zahlreiche internationale Banken und andere Großunter-

nehmen angekündigt, Teile ihrer Belegschaft nach Kontinentaleuropa umzusiedeln. Die Gefahr, keinen adäquaten Zugang zum größten Binnenmarkt der Welt zu haben, ist schlichtweg zu groß. Auch EU-Institutionen wie die europäische Bankenaufsicht EBA und die Arzneimittelbehörde EMA, die bisher auf der Insel beheimatet waren, mussten sich in Paris bzw. Amsterdam eine neue Bleibe suchen. Ein weiterer Knackpunkt ist das äußerst lukrative Clearing-Geschäft für in Euro denomierte Derivate (mit einem Transaktionsvolumen von teilweise über EUR 7.000 Mrd. – am Tag!), welches aus Sicht der EU nach einem Brexit nicht mehr in London verbleiben kann.

Der durch das gefallene Pfund induzierte Kaufkraftverlust, der sich in einer allein dadurch gestiegenen Inflationsrate von ca. 1,7% manifestierte, trifft vor allem die breite Bevölkerung, da das tägliche Leben der Briten dadurch schlichtweg teurer geworden ist. Vor dem Referendum haben die Brexit-Propagandisten zudem prophezeit, dass Großbritanniens Wirtschaft – befreit von den vermeintlichen Schikanen und der Bevormundung aus Brüssel – alleine sehr viel stärker dastehen würde und beispielsweise auf Londons berühmten Doppeldeckerbussen mit riesigen Plakaten versprochen, den wöchentlichen Scheck an die EU von rund GBP 350 Mio. (als EU-Nettozahler – wobei die Zahl in Wirklichkeit nur ca. halb so groß gewesen ist) nach dem Austritt lieber ins nationale Gesundheitssystem fließen zu lassen. 18 Monate nach dem Referendum ist es nun möglich, eine erste, seriöse Bestandsaufnahme im Hinblick auf die wirtschaftlichen Folgen der Entscheidung zu erheben und die Berechnungen zeigen, dass der Brexit die Insel bis dato rund 1% an Wirtschaftskraft gekostet hat. Absolut entspricht das etwa einem Minus von rund GBP 350 Mio. pro Woche – ironischerweise also genau jener Zahl, die auf Londons Bussen prangte.

Grafik 6: Reale BIP-Wachstumsprognose der OECD



Fakt ist, dass beide Seiten – sowohl die EU als auch die Briten – Verlierer in dieser Angelegenheit sind; Fakt ist aber auch, dass Großbritannien stärker darunter leiden wird. Die macht- und parteipolitisch motivierte Lotterie des ehemaligen Premierministers David Cameron und seinen Parteigenossen wie Boris Johnson, die sich in Form des Brexit-Referendums manifestierte, hat allen Beteiligten einen Bärendienst erwiesen, dessen Folgen nur sehr schwer bzw. zum Teil gar nicht abzusehen sind. Ein neuerliches Referendum, das die Uhr in gewissem Maße zurückdrehen und den beschlossenen Brexit annullieren würde, scheint politisch zumindest derzeit nicht durchsetzbar und von der Bevölkerung auch gar nicht erwünscht zu sein. Vielleicht ändern sich die Parameter aber im Laufe der Zeit, wenn die negativen Folgen noch mehr an Klarheit und Kontur gewinnen und die Briten begreifen, was sie angerichtet haben. Sonderlich wahrscheinlich ist es nicht, aber vielleicht können wir nächstes Jahr den Exit vom Brexit in Form einer neuen Wortschöpfung in unseren Jahresbericht setzen, dann aber als Gewinner des Jahres: Den „Brentry“. Es klingt nicht schön, zu wünschen wäre es aus unserer Sicht aber.



PHAIDROS FUNDS





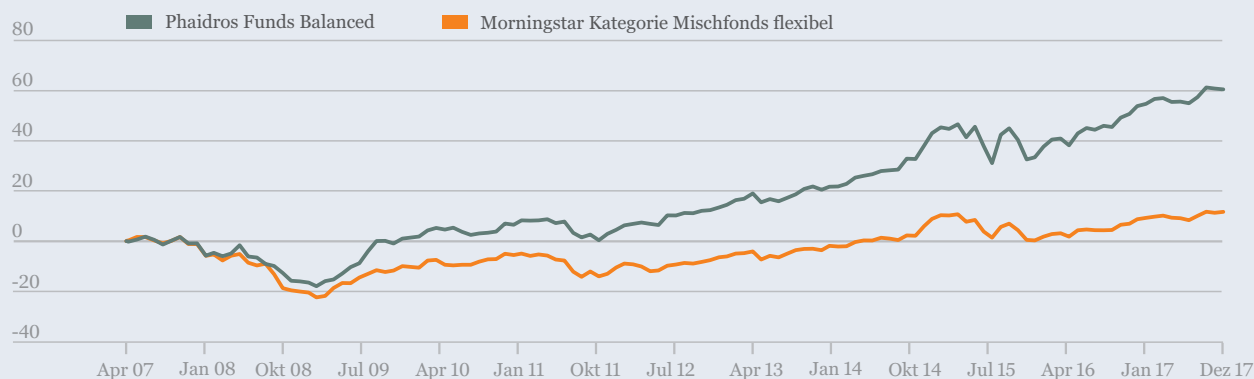
PHAIDROS FUNDS BALANCED

Die Anleger des Phaidros Funds Balanced können erneut auf ein gutes Jahr zurückblicken. Der Fonds hat im Jahr 2017 je nach Anteilsklasse zwischen **6,80%** und **7,69%** zugelegt. Die annualisierte Wertentwicklung über die letzten drei Jahre liegt damit zwischen **6,11%** und **7,04%**, und über 5 Jahre zwischen **6,64%** und **7,55%** pro Jahr.

Die Schwankungsbreite des Fonds war relativ gering. Der höchste Verlust lag zwischen dem 20. Juni und dem 30. August bei **-3,8%** und wurde schnell wieder aufgeholt. Insgesamt gab es einen sehr typischen saisonalen Verlauf, mit starken Frühjahrs- und Herbstmonaten, und einem eher lustlosen Sommer.

Das Portfolio war durchwegs eher vorsichtig investiert und hat seine maximale Aktienquote zu keinem Zeitpunkt ausgeschöpft. Sie lag durchschnittlich bei etwa 50%, was im Nachhinein gesehen zu niedrig war. Das Aktienportfolio war wie in den

Grafik 7: Wertentwicklung des Phaidros Funds Balanced und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe



	Phaidros Funds Balanced		Morningstar Peer Group	
	Ret	Vola	Ret	Vola
10J p.a.	5,0	7,4	1,2	6,3
5J p.a.	7,6	7,7	3,8	5,4
3J p.a.	7,0	8,5	3,0	6,2
1J	7,7	4,7	4,8	2,8

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007*
7,7	7,4	6,0	9,1	8,3	10,8	-5,3	9,8	25,4	-16,7	-0,9

* Rumpffahr

Grafik 8: Peer Group Perzentil-Platzierung für rollierende 3-Jahresrendite p.a. (mtl. kalkuliert)



vergangenen Jahren stark in Technologie-, Pharma- und Konsumgüter-Aktien investiert. Wir schätzen Aktien mit einer starken Marktstellung, niedriger Verschuldung und einem vorhersehbaren Wachstumspfad. Hoher Bedarf an Eigenkapital oder starke Regulierung sind eher abschreckend für uns. Entsprechend hatten wir auch in diesem Jahr keine Aktien von Luftfahrtgesellschaften und Automobilherstellern. An unseren grundsätzlichen Prioritäten hat sich damit nichts geändert, auch wenn die stärkste Aktie im DAX im Jahr 2017 die Lufthansa war.

Da bei den Anleihen eher risikoreichere Titel im Portfolio waren, die sich teilweise ebenso gut entwickelt haben wie Aktien, hat die Wertentwicklung des Gesamtportfolios unter der vorsichtigen Einschätzung aber nicht zu sehr gelitten. Wir hatten keine Staatsanleihen aus den großen Industrienationen und keine Pfandbriefe. Die gute konjunkturelle Lage hat den Verzicht auf die sichersten Segmente des Anleihemarktes gerechtfertigt. Die großen Pleiten des Jahres (Air Berlin und Solarworld) haben wir gleichwohl zu vermeiden gewusst. Das Anleiheportfolio hatte ein durchschnittliches Rating von BB, zum Jahresende einen durchschnittlichen Coupon von 4,2% und eine durchschnittliche Duration von 4,7 Jahren.

Ein großer Verlustbringer waren die Währungen, die wir nicht abgesichert hatten. Insbesondere gegenüber dem Schweizer Franken und dem US-Dollar ist der Euro stark gestiegen. Allerdings haben die Aktien aus diesen Währungsräumen erfreulich stark zugelegt, sodass per Saldo dennoch ein durchaus positives Ergebnis übriggeblieben ist.

Größte Gewinnbringer waren die Aktien der US-Technologieunternehmen. Mastercard und PayPal (Zahlungen über das Internet), Amazon, Alibaba und Shopify (Einzelhandel über das Internet) sowie Take Two Interactive (Online-Spiele).

Wirklich schmerzhaft Verluste gab es auf der anderen Seite nicht. Die Aktien von Chipotle Mexican Grill (mexikanische Fastfood-Kette) und die Anleihen von Avon (Direktvertrieb von Kosmetikartikeln) wurden bald verkauft, als sich Verluste einstellten. Anleihen von Steinhoff, die erheblich unter Druck gekommen sind, halten wir aktuell noch, da die Lage zu unübersichtlich ist für ein abschließendes Urteil.

Ende des Jahres haben wir vermehrt Positionen in defensiven Aktien aufgebaut. Der Markt hatte sich zuletzt sehr auf das Technologiesegment verengt. Das führte dazu, dass einige solide Werte aus unmodisch gewordenen Branchen relativ günstig aussahen und zugekauft wurden. Wir haben bestehende Positionen (wie etwa L'Oreal) aufgestockt, aber auch neue Positionen eröffnet (z.B. Henkel). Bei den Anleihen hingegen haben wir das Risiko eher erhöht, indem wir Positionen im Umkreis des Telekommunikationsdienstleisters Altice und des Pharmakonzerns Teva aufgebaut haben. Insgesamt gehen wir also mit kaum veränderter Risikobereitschaft ins Jahr 2018.

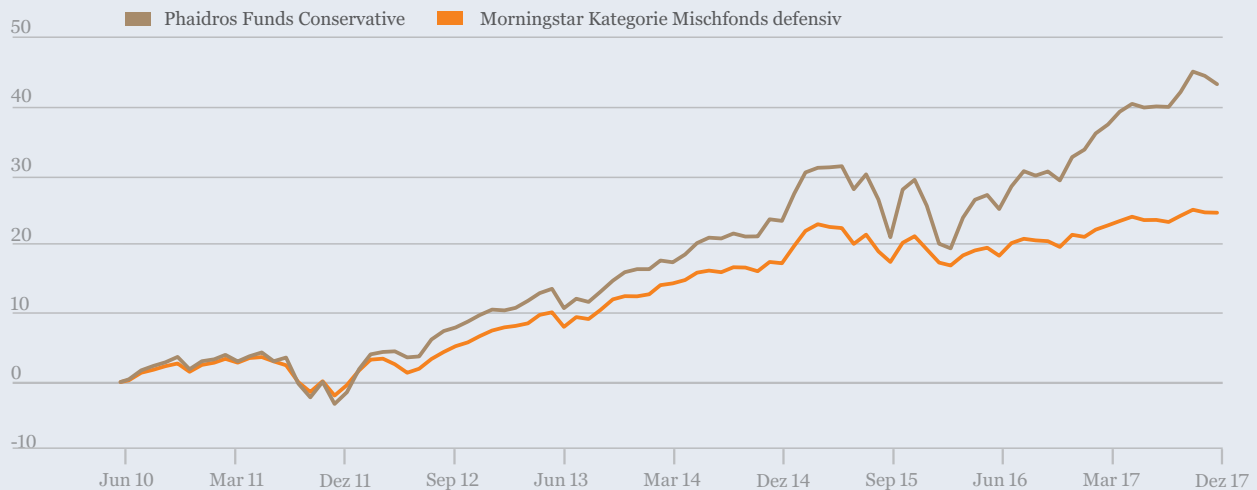


PHAIDROS FUNDS CONSERVATIVE

Unser defensiver Fonds, der Phaidros Funds Conservative, erreichte mit einer Wertsteigerung je nach Anteilsklasse zwischen **7,52%** und **7,97%** im Jahr 2017 wie auch schon im Vorjahr einen Spitzenplatz innerhalb seiner Vergleichsgruppe. Im Drei-Jahres-Vergleich liegt er erneut im obersten Dezil.

Aufgrund seiner Struktur ist die Wertentwicklung in hohem Maße von den Anleihemärkten abhängig. Hier zahlte sich erneut unsere Präferenz für Hochzinsanleihen aus, die im Durchschnitt um knapp **5%** zulegten und damit deutlich vor Staats- bzw. Investment-Grade-Unternehmensanleihen (**0,1%** bzw. **2,4%**) lagen. Nur europäische Aktien schlugen sich im Gegensatz zu 2016 mit über **11%** noch besser.

Grafik 9: Wertentwicklung des Phaidros Funds Conservative und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe

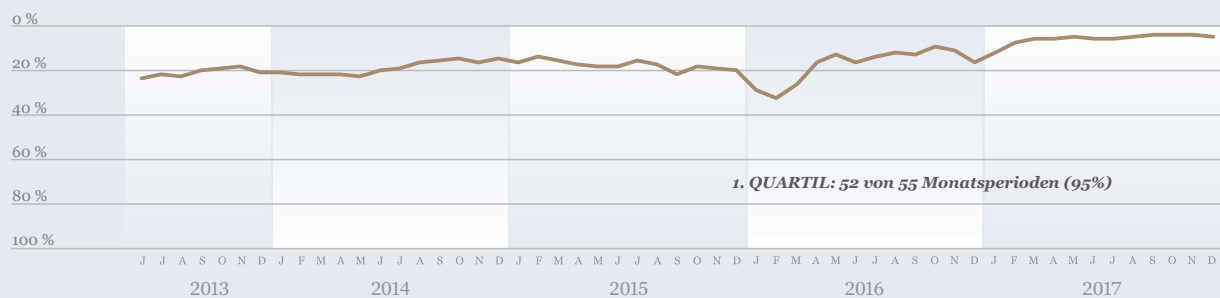


	Phaidros Funds Conservative		Morningstar Peer Group	
	Ret	Vola	Ret	Vola
5J p.a.	5,3	4,6	3,0	3,0
3J p.a.	5,1	5,5	2,0	3,7
1J	8,0	3,4	2,6	1,7

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010*
8,0	5,6	1,8	6,0	5,3	12,2	-4,4	4,0

* Rumpffjahr

Grafik 10: Peer Group Perzentil-Platzierung für rollierende 3-Jahresrendite p.a. (mtl. kalkuliert)



2017 war rückblickend ideal für alle „Risky Assets“. Die Aktienmärkte profitierten von dem weltweiten Konjunkturaufschwung und dem deutlichen Anstieg der Unternehmensgewinne. Die Geldpolitik in den USA, der Eurozone und Japan bleibt unaufgereggt und in höchstem Maße berechenbar, so dass sich die Kapitalmärkte auch mit den Leitzinsanpassungen der FED arrangieren konnten. Außerdem sorgt die EZB mit ihrem Kaufprogramm beständig für Nachfrage nach Anleihen, so dass auch Finanzierung für die meisten Unternehmen kein wirkliches Problem darstellt. Da Staats- und Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating mittlerweile nur noch geringe Renditen abwerfen, „flüchten“ Investoren in den Hochzinsbereich, der sich als der eigentliche Nutznießer der EZB-Politik erwiesen hat.

Dieses „Goldilocks“-Umfeld bereitete den Boden für den stetigen Anstieg des Fondspreises im ersten Halbjahr. Die Drawdowns waren im Vergleich zu den letzten Jahren mit unter -2% sehr gering. Im dritten Quartal sorgte eine Verschnaufpause an den Kapitalmärkten für eine Stagnation in der Wertentwicklung. Vor allem europäische Aktien gaben bis Mitte August um bis zu -5% nach. Der unmittelbare Auslöser war die Zuspitzung der politischen Lage in Korea, die als willkommene Gelegenheit für Gewinnmitnahmen gesehen wurde. Das Geschehen beruhigte sich aber bald wieder und die positive Wertentwicklung des ersten Halbjahres setzte sich bis in den November hinein fort. Ein plötzlicher Kurssturz bei chinesischen Technologieaktien ließ kurzfristig nochmals die Volatilität an den Aktienmärkten ansteigen, konnte aber die Fortsetzung des Aufwärtstrends auch nur kurzfristig unterbrechen.

Unsere Allokation haben wir im Jahresverlauf wenig verändert. Die maximale Aktienquote von 30% haben wir durchgängig weitgehend ausgeschöpft. Einen besonders positiven Beitrag zur Wertentwicklung erbrachten die Aktien von Amazon, Vinci und LVMH, deren Kurse jeweils um über +30% anstiegen. Auch die Beimischung von Aktien aus dem MDAX und aus Schwellenländern (jeweils über ein ETF) zahlte sich aus. Dies gilt auch für die Immobilienaktien Hamborner und Vonovia, die vor allem in der zweiten Jahreshälfte von dem „Run“ auf deutsche Gewerbe- und Wohnimmobilien profitierten. Negativer Ausreißer war lediglich Dialog Semiconductor. Das Unternehmen wird wahrscheinlich Apple als wichtigsten Kunden verlieren und wurde dafür mit deutlichen Kursverlusten abgestraft.

Im Anleiheportfolio ragten erneut das Hochzins- und Hybridsegment heraus. Titel von Delta Lloyd, RWE und Generali gewannen um bis zu +30% (inkl. Coupon), eine schon fast aktienähnliche Performance. Zwar war die Wertentwicklung nicht bei allen Anleihen so spektakulär, aber dafür in der Breite sehr stetig und stabil. Lediglich der Kurs der Wandelanleihe von Steinhoff gab stärker nach. Unregelmäßigkeiten in der Bilanzierung und der Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden führten zu Kursverlusten. Da das Unternehmen aber im Kern gesund ist, halten wir an dieser Position fest.

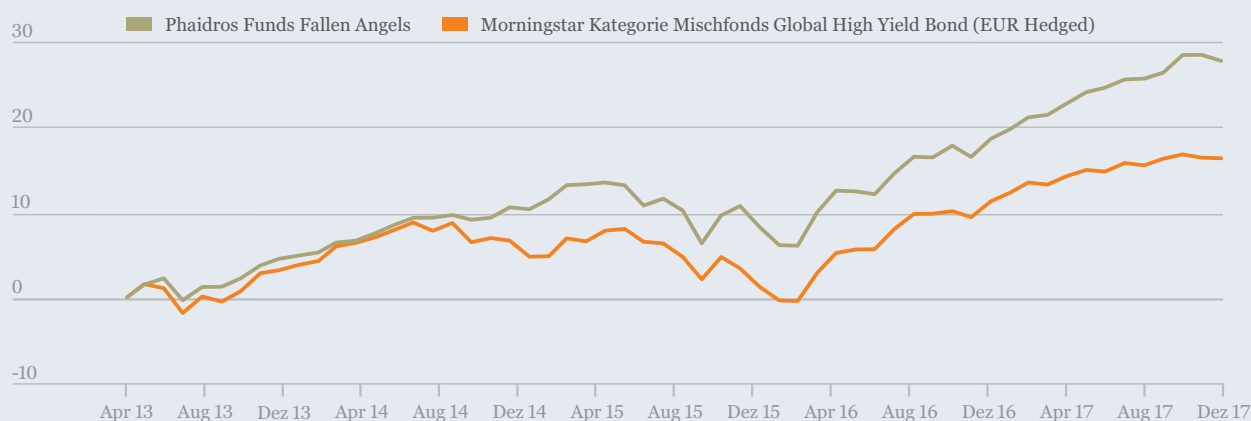
Da wir für 2018 mit einer schwächeren Wertentwicklung im Anleiheportfolio rechnen, werden wir die Aktienquote weiter weitgehend ausschöpfen. Zumindest solange die EZB ihr Kaufprogramm fortführt und Liquidität weiterhin in ausreichendem Maße vorhanden ist. Allerdings müssen wir uns wieder an höhere Schwankungen, vor allem auch im Anleihesegment gewöhnen.



PHAIDROS FUNDS FALLEN ANGELS

Der Phaidros Funds Fallen Angels zeigte auch 2017 wieder, dass die Konzentration auf das „BB“ geratete Anleihen-Segment und der Verzicht auf „C“-Ratings kein Performance-Nachteil gegenüber herkömmlichen High-Yield-Fonds bedeutet. Mit einer Wertentwicklung zwischen 7,12% und 7,71% belegte er innerhalb seiner Vergleichsgruppe erneut einen Spitzenplatz.

Grafik 11: Wertentwicklung des Phaidros Funds Fallen Angels und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe



	Phaidros Funds Fallen Angels		Morningstar Peer Group		2017	2016	2015	2014	2013*
	Ret	Vola	Ret	Vola					
5J p.a.	-	-	3,5	4,4	7,7	9,6	-1,9	5,2	4,7
3J p.a.	5,0	2,9	3,6	4,5					
1J	7,7	1,7	4,5	1,8					

* Rumpffahr

Hochzinsanleihen im allgemeinen und Fallen-Angels-Anleihen im speziellen profitierten in den letzten 12 Monaten von einer idealen Konstellation: Die niedrigeren Verschuldungsquoten und die konjunkturelle Belebung haben in der Breite zu einer Verbesserung der Kreditqualität (gerade in dem von uns favorisierten „BB“-Segment) und geringeren Ausfallquoten von zuletzt nur noch 1,5% geführt. Hinzu kam, dass das Brutto-Emissionsvolumen von über EUR 70 Mrd. zwar einen Rekordwert darstellte, aber im Wesentlichen zur Refinanzierung auslaufender Verbindlichkeiten zu günstigeren Konditionen verwendet wurde. Nicht zu vernachlässigen ist außerdem der Beitrag der EZB: Einerseits schafft sie über den Bankensektor günstige Rahmenbedingungen für die Kreditaufnahme. Andererseits kauft sie direkt zwar nur Investment-Grade-Anleihen, sorgt damit allerdings für höhere Kurse und niedrigere Renditen, wodurch sie gleichzeitig die relative Attraktivität des Hochzinssegments steigert. Wermutstropfen ist allerdings, dass die Durchschnittsrendite, die Ende 2016 noch 3% betrug mittlerweile auf unter 2,5% abgeschmolzen ist.

In historischen Vergleichen bieten Renditeaufschläge von knapp 2,5% gegenüber Staats- und 2% gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen zwar immer noch einen gewissen Puffer. Allerdings müssen wir uns im Laufe des Jahres auf

höhere Schwankungen einstellen. Im November und Dezember haben wir bereits einen Vorgeschmack erhalten, wie schnell höhere Risiken in einzelnen Sektoren (z.B. Telekommunikation) oder den schlechteren Ratingsegmenten („B“ und darunter) auch den Gesamtmarkt nach unten ziehen können. Dieser Trend wurde durch Mittelabflüsse aus Investmentfonds, insbesondere ETFs, noch verstärkt.

Innerhalb des Fonds entwickelte sich das Hybridsegment besonders erfreulich. Titel von Delta Lloyd, RWE und Generali gewannen um bis zu +30% (inkl. Coupon). Aber auch Rohstoffwerte wie Cemex, Petrobras oder Vale setzten ihre 2016 begonnene Kurserholung fort. Zwar war die Wertentwicklung nicht bei allen Anleihen so spektakulär, aber dafür in der Breite sehr stetig und stabil. Lediglich der Kurs der Wandelanleihe von Steinhoff gab stärker nach.

Auch wenn die „margin of safety“ bei den Hochzinsanleihen angesichts niedriger Renditen, Coupons und Risikoaufschläge kleiner geworden ist, sind wir der Überzeugung, dass wir gerade mit dem Fallen Angels Fonds über ein Vehikel verfügen, das in dem aktuellen Umfeld bei vertretbaren Risiken weiterhin eine attraktivere Verzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaften wird als die herkömmlichen Anleihe-segmente. Darüber hinaus bieten Hochzinsanleihen wegen der im Vergleich zu Investment-Grade-Anleihen geringeren Zinssensitivität einen gewissen Schutz vor dem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus, eine Eigenschaft, auf die man 2018 eventuell gerne zurückgreift.



SPEZIALTHEMA BITCOINS

Digitale Tulpen oder kryptographisches Gold?



SPEZIALTHEMA BITCOINS

Digitale Tulpen oder kryptographisches Gold?

1.403% - das ist die fast schon unglaubliche Wertentwicklung, welche die Krypto-Währung Bitcoin im letzten Jahr verzeichnet hat. Betrachtet man den Hochpunkt am 18.12.2017, als Bitcoins auf USD 18.674 gestiegen sind, beträgt der zwischenzeitlich maximale Zuwachs sogar 1.861%. Im Vergleich dazu war die Performance von Aktien mit einem Plus von 11,4% beispielsweise im DAX geradezu marginal. Auch langfristig gesehen sind die Verhältnisse eindeutig: Historisch steigen Aktien im Schnitt mit etwa 5% bis 7% p.a.; seit ihrer Einführung sind Bitcoins mit einer jährlichen Rate von über 380% gestiegen. Wenn man also den Hype um Bitcoins im vergangenen Jahr beschreiben möchte, muss man schon historische Extremereignisse betrachten, um auch nur annähernd einen Vergleich ziehen zu können. Im Grunde bleiben letztlich nur die Mutter aller Spekulationsblasen – die niederländische Tulpenmanie im 17. Jahrhundert – oder vielleicht noch die South Sea Bubble zirka 100 Jahre später übrig, um die schier überwältigende Entwicklung von Bitcoins in eine adäquate Perspektive zu rücken.

Längst ist die Krypto-Währung dabei auch bei uns im Mainstream angekommen. Während vor ein paar Jahren noch vorwiegend Kriminelle Bitcoins im Verborgenen dazu benutzten, ihre illegalen Geschäfte anonym auf Handelsplätzen irgendwo in der Karibik abzuwickeln, forderten jüngst sogar DHL-Erpresser hierzulande ihr Lösegeld ganz offen in der digitalen Währung. Und auch auf legaler Ebene werden Bitcoins inzwischen immer mehr akzeptiert: So kann man seine Rechnung bei zahlreichen Unternehmen, zu denen beispielsweise auch Software-Gigant Microsoft gehört, mittlerweile mit Bitcoins bezahlen. Der Hype treibt aber auch weiterhin seltsame Blüten: Venezuelas Präsident Maduro begegnet seinem „real-analogen Problem“ des Staatsbankrotts ebenfalls mit einer „virtuell-digitalen Lösung“: dem „Petro“, eine durch Venezuelas Ölbestände und -förderrechte besicherte Krypto-Währung. So absurd eine solche Idee im ersten Moment auch klingen mag, so konkret ist sie in abgewandelter Form in Bulgarien letztes Jahr tatsächlich geworden: Die bulgarische Justiz hat im Frühjahr eine kriminelle Bande überführt und dabei einige Hunderttausend Bitcoins beschlagnahmt. Der Wert dieser Beute ist zwischenzeitlich auf über EUR 4 Mrd. angewachsen, was praktischerweise etwa einem Viertel der bulgarischen Staatsschulden entspricht.

Die große Euphorie um Bitcoins und andere Krypto-Währungen hat stark dazu beigetragen, dass viele Menschen sich für dieses Themengebiet interessieren. Das ist zum einen positiv, da vor allem die dahinterliegende Technologie namens Blockchain äußerst vielversprechend ist. Das ist zum anderen aber auch negativ, wenn auf Basis von gefährlichem Halbwissen zunehmend mit Bitcoins spekuliert wird. In China zum Beispiel kündigen Menschen seit Kurzem in Scharen ihre sicheren Jobs, weil Sie sich durch die Spekulation mit Bitcoins schnellen Reichtum versprechen. Die Erkenntnis, dass es auch für Bitcoins nicht immer nur nach oben gehen kann und man angesichts der immensen Volatilität über Nacht all sein Vermögen verlieren kann, wird viele Chinesen daher schmerzhaft aus ihren virtuellen Traumwelten reißen.

Bitcoin Genesis: Die Finanzkrise

Die ersten Ansätze einer digitalen Währung entwickelten sich bereits in den späten 1980er und frühen 1990er Jahren, als das Internet aus seinem Nischendasein heraustrat. Das Ziel war dabei die Entwicklung einer digitalen Repräsentation von Bargeld, um schnell und sicher Transaktionen über das Internet tätigen zu können. Daraus entwickelten sich erste onlinebasierte Kreditkarten- und Bankentransfersysteme oder auch Zahlungsdienste wie beispielsweise PayPal. Wesentliches Merkmal dieser ersten Konzepte war eine zentrale Autorität, welche alle damit verbundenen Aspekte überwacht und die letztendliche Kontrolle hat.

Vom Grundsatz her ist eine digitale Währung die elektronische Form von Bargeld, das von einer Zentralbank ausgegeben wird. Beispiele sind das Guthaben auf einem Girokonto oder einer Prepaid-Kreditkarte, denominiert z.B. in Euro oder US-Dollar. Virtuelle Währungen hingegen existieren zwar ebenfalls elektronisch, lauten aber nicht auf eine offizielle Währung. Beispiele hierfür sind Bonusmeilen bei einer Airline oder Sammelpunkte bei Payback. Virtuelle Währungen werden also nicht von einer öffentlichen Institution kontrolliert und besichert, sondern von einem privaten Unternehmen herausgegeben und haben ihr eigenes Numéraire. Eine Umwandlung in eine offizielle Währung ist in der Regel nicht möglich. Bitcoins dagegen sind eine sogenannte Krypto-Währung und damit eine Art Zwischenform: Zwar werden Bitcoins nicht von einer zentralen Autorität kontrolliert, sondern durch ein sogenanntes „Peer-To-Peer-Netzwerk“ erschaffen und validiert. Per definitionem sind sie aber in eine legale Währung konvertierbar, da sie im Gegensatz etwa zu Bonusmeilen immer in Relation zu einer offiziellen Währung stehen und gehandelt werden.

Als Geburtsstunde von Bitcoins gilt der 3. Januar 2009, als die ersten 50 Bitcoins durch Satoshi Nakamoto kreiert wurden – einem Pseudonym, hinter dem sich wohl ein oder mehrere Kryptographen verstecken. Im Oktober des Vorjahres hatte Nakamoto bereits ein White Paper veröffentlicht, wo er die theoretischen Grundlagen von Bitcoins der breiten Öffentlichkeit zugänglich machte. Der Zeitpunkt ist dabei alles andere als zufällig: Wie dargelegt gab es schon früher immer wieder Bemühungen, eine digitale, von allen Zentralbanken unabhängige Währung zu etablieren.

Zwei Dinge spielten für die Durchsetzung von Bitcoins aber die entscheidende Rolle: Zum einen war die Bereitschaft und auch Sehnsucht nach einem solchen System im Nachgang der Finanzkrise von 2007/08 größer denn je, nachdem die Bankenbranche zusammen mit den Zentralbanken eine große Vertrauenskrise ausgelöst hatte; als Folge dessen entwickelte sich eine große Skepsis gegenüber den Finanzinstitutionen. Zum anderen konnte Nakamoto mit der hinter den Bitcoins stehenden Blockchain-Technologie erstmals eine Reihe von Problemen lösen (z. B. das sogenannte „Double-Spending“-Problem: Wie verhindert man, dass Bitcoins nicht einfach kopiert werden und damit wertlos sind?) und schuf mit einer inhärenten Vergütungsmethodik gleichzeitig den Anreiz, das System Bitcoins langfristig am Leben zu halten.

Bitcoin Basics

Das wesentliche Merkmal von Bitcoins ist, dass es keine zentrale Autorität oder Institution gibt, welche die Krypto-Währung kreiert oder kontrolliert. Im Gegensatz zu einer offiziellen Landeswährung beispielsweise gibt es keine Zentralbank, die Bitcoins erschaffen, Transaktionen kontrollieren oder Besitzverhältnisse dokumentieren kann. All diese Funktionen übernimmt ein dynamisches Netzwerk, das eine Art distributives Bestandsbuch – die globale Blockchain – für alle bisher getätigten Bitcoin-Transaktionen darstellt.

Um Bitcoins besitzen zu können, braucht man eine sogenannte Bitcoin-Wallet (= eine Software), in der man spezifische Schlüssel (= Text-Codes) aufbewahren (= speichern) kann. Der Besitz einer konkreten Anzahl von Bitcoins wird nämlich über ein spezielles Schlüsselpaar, d.h. je einen Private Key und einen Public Key verifiziert. Die Public Keys fungieren dabei als Konten oder Kontonummern (= die sogenannte Bitcoin-Adresse oder der Hash-Value), zwischen denen Transaktionen durchgeführt werden können. Der Private Key hingegen ist eine Art Legitimierungsschlüssel: Es ist der einzige Nachweis, wem der Public Key (= Kontonummer) und damit auch die darin enthaltenen Bitcoins gehören. Verliert man den Private Key, sind alle Bitcoins, die im dazugehörigen Public Key lagern, ebenfalls verloren. Eine Bitcoin-Wallet beinhaltet selbst also keine Bitcoins, sondern nur die Adresse, wo diese Bitcoins lagern (= Public Key) und den Schlüssel zu dieser Adresse (= Private Key). Jeder, der eine Kopie eines Private Keys (= Kopie des Schlüssels) besitzt, kann somit die zu dieser Adresse gehörende Tür aufsperrern und auf die Bitcoins zugreifen.

Bitcoins vs. Blockchain

Bitcoins basieren auf der sogenannten Blockchain-Technologie. Eine Blockchain besteht, wie der Name bereits impliziert, aus einer zeitlich geordneten Kette von Datenblöcken. Jeder Datenblock wird dabei von sogenannten „Minern“, also digitalen Minenarbeitern kreiert bzw. abgebaut. Die terminologische Nähe zum Rohstoffkomplex ist dabei durchaus beabsichtigt und auch sinnvoll. Um einen neuen Block abzubauen, müssen die Miner nämlich ein kryptographisches Puzzle oder Rätsel lösen, dessen Komplexität z. T. auf der bereits bestehenden Blockchain basiert. Je länger die Blockchain ist, desto schwieriger und komplexer wird das Puzzle in der Regel. Genauer gesagt wird das kryptographische Rätsel alle 2016 Blöcke dergestalt angepasst, dass ca. alle 10 Minuten ein Block generiert werden kann.

Umgekehrt kann die Komplexität aber auch nach unten hin angepasst werden, etwa wenn das System zu viel Rechenkapazität verliert. Die zur Lösung des Puzzles benötigte Rechenleistung (d.h. die Hardware- und Energiekosten) steigt also mit der Zeit, so dass das Abbauen der Blöcke heutzutage nur noch mit Großrechnern effizient funktioniert, die überwiegend in Ländern mit niedrigen Stromkosten (allen voran China und Osteuropa) stehen. Der Energieverbrauch des Bitcoins-Netzwerks entspricht mittlerweile dem jährlichen Verbrauch von ganzen Ländern wie Marokko oder Rumänien.

Um diesen Energieverbrauch zu rechtfertigen, können Miner auf zwei Arten von Kompensation hoffen: Zum einen erhalten Sie für die Lösung des Krypto-Puzzles eine bestimmte Anzahl an Bitcoins als Belohnung. Diese Summe halbiert sich jedoch alle 210.000 Blocks, und durch simple Mathematik lässt sich errechnen, dass somit maximal 21 Millionen Bitcoins entstehen können. Die Parallelen zu Gold und den damit verbundenen Hoffnungen vieler im Sinne eines digitalen Inflationsschutzes sind dabei evident.

Um einen Kollaps des Systems nach dem letzten erschaffenen Bitcoin zu verhindern, haben die Miner noch eine zweite Einnahmequelle. Je nach Blockgröße kann man nämlich eine bestimmte Anzahl von Transaktionen in den jeweiligen Block einfügen und damit innerhalb des gesamten Systems validieren. Derzeit beträgt die maximale Blockgröße 1 MB (einer zukünftigen Erhöhung stünde jedoch nichts im Weg), so dass man im Schnitt etwa 2000 Transaktionen pro Block und somit 3-4 Transaktionen pro Sekunde verarbeiten kann. Die Miner können dabei selbst auswählen, welche Transaktionen sie für ihren Block berücksichtigen; und das sind in der Regel diejenigen, die die höchsten Gebühren zu zahlen bereit sind. Durch die Blockchain-Technologie werden also zwar teure Intermediäre wie Banken überflüssig, komplett kostenlos sind Transaktionen damit aber nicht.

Bitcoins: Eine Alternative Geldeinheit?

Ob sich Bitcoins als eine verlässliche Alternative zu den heute bestehenden Währungen tatsächlich etablieren können oder eher das digitale Schicksal der niederländischen Tulpen teilen, ist derzeit noch nicht abzusehen. Sowohl die Akzeptanz als auch die Ablehnung der digitalen Währung nimmt dabei gleichermaßen zu. So gibt es wie eingangs beschrieben einerseits immer mehr Möglichkeiten, Bitcoins als Zahlungsmittel zu verwenden. Neben Microsoft kann man beispielsweise auch beim Lieferdienst Lieferando oder mittlerweile sogar in der Kantine der NordLB mit Bitcoins bezahlen. Ferner hat Japan als erste große Volkswirtschaft Bitcoins im April 2017 als offizielles Zahlungsmittel akzeptiert. Gleichzeitig wächst aber auch die Skepsis. In China beispielsweise wurde das Handeln mit Bitcoins stark eingeschränkt und teilweise sogar verboten, nachdem die Chinesen Bitcoins dazu genutzt haben, um die Kapitalkontrollen zu umgehen. Doch auch in anderen Ländern und gerade bei den jeweiligen Zentralbanken wächst die Skepsis und Sorge gegenüber einer nicht regulierten, dezentral funktionierenden Währung.

Grundsätzlich gibt es drei Eigenschaften, die eine Währung haben sollte, sofern sie als Geld fungieren soll: Sie muss (1) zur Wertbewahrung, (2) als Zahlungsmittel und (3) als Recheneinheit funktionieren können. Für Bitcoins steht bezüglich der Wertbewahrung aufgrund der immensen Volatilität noch ein großes Fragezeichen. Die Eigenschaft als allgemein anerkanntes Zahlungsmittel ist ebenfalls noch nicht ausreichend ausgeprägt. Und auch als Rechen- oder Wertmeseinheit ist die Kryptowährung nur bedingt tauglich, da die Schwankungen schlichtweg noch zu groß sind. Dennoch gibt es große Hoffnung, dass sich der Kurs im Laufe der Zeit stabilisiert, sofern die Akzeptanz und Anwendbarkeit weiterwächst. Erste Schritte kann man bereits beobachten, nachdem im Dezember erste Bitcoins-Futures in den USA

gehandelt wurden. Man wird sehen, inwieweit ein solcher Handel, durch den ab jetzt auch Short-Positionen problemlos aufgebaut werden können, zu einer effizienten Allokation und damit auch Stabilisierung führen kann. Am ersten Tag jedenfalls musste der Börsenhandel der Bitcoin-Futures innerhalb kürzester Zeit wieder ausgesetzt werden, weil das Tageslimit für erlaubte Schwankungen sofort gerissen wurde.

Der Hype um Bitcoins und andere Krypto-Währungen scheint jedenfalls ungebrochen und es wird spannend bleiben, wohin die Reise für Bitcoins letztendlich geht. Die Hoffnung der Optimisten ist, dass sich Bitcoins zu einer Art kryptographischem Gold entwickeln, da sie viele Eigenschaften besitzen, die mit dem Edelmetall vergleichbar sind. Idealerweise würde sich aus dieser Perspektive heraus auf dieser Basis eine Art neuer, digitaler Goldstandard für Zentralbanken entwickeln und Bitcoins endgültig am Kapitalmarkt etablieren.

Die Befürchtung der Pessimisten wiederum ist zu großen Teilen genau hier beheimatet: Demnach ist es nur schwer vorstellbar, dass Zentralbanken sich das Privileg der Geldschöpfung nehmen lassen würden. Unabhängig von der Beurteilung, inwieweit beispielsweise die Zentralbanken mit der im Nachgang der Finanzkrise geschaffenen Flut an Liquidität Positives und/oder Negatives bewirkt haben. Für sie ist die Steuerung der Geldmenge und der Geldschöpfungsmechanismus schlichtweg ein effizientes Instrument, die Wirtschaftsentwicklung eines Landes aktiv beeinflussen zu können. Die Frage, warum sie eine solche Option grundlos aus der Hand geben sollten, drängt sich sicherlich auf. Für uns als Asset Manager sind Bitcoins (noch) keine relevante und attraktive Anlage, da das Risiko zu hoch und der Markt letztlich zu klein ist. Die Idee einer digitalen Währung und vor allem die dahinterliegende Blockchain-Technologie sind aber hochinteressant und versprechen zahlreiche Innovationen für die Zukunft – selbst wenn die digitale Währung an Interesse und Akzeptanz verlieren und Bitcoins gar als digitale Tulpen in die Geschichte eingehen.



AUSBLICK
KANN ES ÜBERHAUPT NOCH
BESSER WERDEN?



AUSBLICK

KANN ES ÜBERHAUPT NOCH BESSER WERDEN?

Nach 8 Jahren Wirtschaftsaufschwung und Finanzmarkthausse stellen wir uns die Frage, ob 2017 schon der Höhepunkt war und es in Zukunft nur noch bergab gehen kann. Der weltweite Konjunkturaufschwung, das Fehlen existenzieller Krisen und Ungleichgewichte machen eine makroökonomische Verbesserung tatsächlich schwer vorstellbar. Die Dynamik wird 2018 sicher nachlassen. Die wichtige Aussage, gerade für die Finanzmärkte, ist aber, dass uns definitiv keine Rezession droht, weder in den USA, noch in Europa oder den Schwellenländern. Im Gegenteil: Während sich die USA schon in der Spätphase des Zyklus befinden und eine stärkere Abkühlung spätestens 2020 ins Haus steht, hat das Wirtschaftswachstum in der Eurozone und in Japan gerade erst an Fahrt aufgenommen.

Konjunktur: Fluch und Segen der „Secular Stagnation“

2018 jährt sich zum zehnten Mal der Höhepunkt der Finanzkrise. Auch wenn die Erinnerung daran verblasst, haben wir uns bis heute von den Folgen nicht erholt. Die weltweite Wirtschaftsleistung wird sich zwar auch 2018 um knapp 4% erhöhen. Allerdings ist es bisher nicht gelungen, auf den alten Wachstumspfad zurückzukehren. Über die Jahre haben sich „Wachstumsverluste“ von 10% aufsummiert, immerhin eine Größenordnung von etwa USD 8.000 Mrd., was in etwa der jährlichen gemeinsamen Wirtschaftsleistung Deutschlands, Frankreichs und Großbritanniens entspricht. So bitter diese Wachstumseinbußen gerade für die Eurozone und einige Schwellenländer wie Brasilien oder Russland waren, haben sie doch auch ihre positiven Aspekte. Es gibt global kaum Überhitzungserscheinungen, die auf eine baldige Rezession hindeuten. Trotz der weltweit niedrigen Zinsen hat sich die Investitionstätigkeit im privaten und öffentlichen Sektor bisher nicht nachhaltig belebt, worunter vor allem der Produktivitätsfortschritt leidet. Eine baldige Trendwende erwarten wir hier nicht, so dass uns die „Secular Stagnation“ mit nicht zu viel, aber auch nicht zu wenig Wirtschaftswachstum und - das ist vor allem für die Notenbanken wichtig – allenfalls geringen Inflationstendenzen auch 2018 fest im Griff hat.

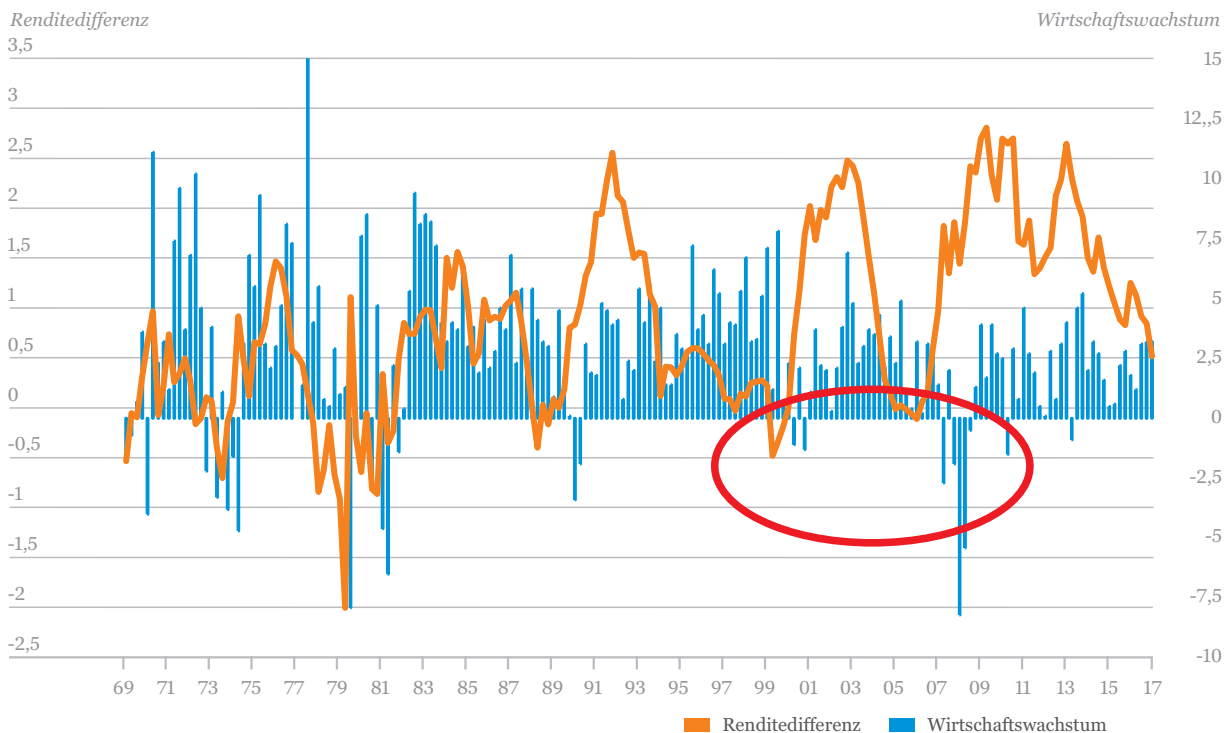
Während sich unsere strategische Konjunktursicht nicht verändert, gibt es im Hinblick auf die kurzfristige Dynamik Anpassungsbedarf. Bei den bisherigen Zugpferden China und den USA zeigen sich deutliche Ermüdungserscheinungen: In China geht die Neuausrichtung der Volkswirtschaft weiter in Richtung Konsum auf Kosten der Investitionen in Sachkapital. Dies betrifft neben den öffentlichen Investitionen auch die privaten Bauausgaben. Hier machen sich die von der chinesischen Zentralbank sukzessive verschärften Kreditbedingungen bemerkbar. Damit wird die chinesische Volkswirtschaft auf eine stabilere Basis gestellt, die Qualität und die Nachhaltigkeit des Wachstums verbessern sich. Auf der anderen Seite bedeutet diese Neuorientierung auch den endgültigen Abschied vom bisherigen Wachstumsziel von 6,5%-7%.

Wie bereits erwähnt, befinden sich die USA in der Spätphase des Aufschwungs seit der Finanzkrise. Es herrscht nahezu Vollbeschäftigung, teilweise sogar Knappheit an Arbeitskräften, wodurch die zukünftige Entwicklung nachhaltig gebremst wird. Die Investitionstätigkeit bleibt auf niedrigem Niveau. Daran wird auch die Steuerreform nichts ändern. Das Wirtschaftswachstum wird 2018 wieder bei etwa 2% liegen.

In jüngster Zeit hat die Rückkehr des bereits aus der Greenspan-Ära zwischen 2004 und 2006 bekannten „bond conundrum“ für Aufmerksamkeit gesorgt. Dieses Phänomen besteht darin, dass trotz Leitzinserhöhungen die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen nicht steigen bzw. sogar fallen und somit die Zinsstrukturkurve immer flacher wird (vgl. Grafik 12). Eine derart flache Zinsstrukturkurve gab es in den letzten 40 Jahren sechsmal. In 5 Fällen folgte darauf eine deutliche Konjunkturabkühlung. Allerdings eignet sich die Zinsstrukturkurve nicht, um Rezessionen zu „timen“. In den Jahren 2000 bzw. 2005 dauerte es noch 10 bzw. 24 Monate, bevor das Wirtschaftswachstum seinen Höhepunkt erreichte und schließlich einbrach.

In der Eurozone stehen alle Ampeln auf „grün“. Zum ersten Mal seit Ende der Finanzkrise erwarten wir eine deutliche Belebung der privaten Investitionstätigkeit. Im Gegensatz zu den USA erwies sich gerade der Bankensektor als Hemmschuh. Die Politik der EZB, insbesondere das Anleihekaufprogramm und die Hilfsmaßnahmen zur „Verarbeitung“ von Problemkrediten, hat sich als Erfolg erwiesen und die Kreditvergabe an Unternehmen ist wieder in Gang gekommen. Zwar liegt das aktuelle Wachstum von zuletzt knapp 3% immer noch deutlich unter den zweistelligen Werten der 2000er Jahre. Nach den massiven Bilanzverkürzungen sitzt den Banken „das Geld aber wenigstens wieder lockerer“.

Grafik 12: Eine flache Zinsstruktur deutet nicht zwangsläufig auf eine unmittelbare Rezession hin (Bsp. 2000 und 2005)



Positiv ist außerdem die Breite des Aufschwungs in der Eurozone. Er hat mittlerweile nicht nur alle Länder, einschließlich Italien und Griechenland, erfasst, sondern zeigt sich auch in allen Komponenten der Wirtschaftsleistung, also dem Konsum, den Investitionen und den Exporten. Selbst die in den letzten Jahren dominierende Austeritätspolitik wird gelockert. Für 2018 ist deshalb ein Wirtschaftswachstum etwas über dem US-Niveau realistisch.

Die japanische Wirtschaft wird ihren Erholungsprozess 2018 fortsetzen, das Wachstum wird aber unter dem amerikanischen oder europäischen Niveau liegen. Wir erwarten, dass die Unternehmen ihre bisherige Investitionszurückhaltung allmählich aufgeben werden. Lohnsteigerungen werden sich außerdem in höheren Konsumausgaben niederschlagen.

Inflationsraten bewegen sich in Richtung Zielmarken, Notenbanken bleiben berechenbar

Die Inflationsraten werden 2018 global leicht anziehen und sich in den Industrieländern der angestrebten 2%-Marke annähern (Eurozone, Japan) bzw. diese leicht übertreffen (USA und vor allem Großbritannien). Bei der Preisentwicklung erwarten wir zwar keine unangenehmen Überraschungen. Das Risiko eines Überschießens ist in den USA und Großbritannien allerdings größer als in der Eurozone oder Japan. In den USA könnte es wegen des immer enger werdenden Arbeitsmarkts zu deutlicheren Lohnsteigerungen kommen und in Großbritannien macht sich die Abschwächung des Pfund seit der Brexit-Entscheidung immer stärker bemerkbar.

Trotzdem werden die wichtigen Notenbanken ihren eingeschlagenen und kommunizierten Politikpfad fortsetzen. Die FED wird den Leitzins drei Mal um jeweils 0,25%-Punkte anheben und ihre Bilanz um USD 500 Mrd. auf dann USD 4.000 Mrd. bis Ende 2018 verkürzen. Die langsame „Entwöhnung“ der Finanzmärkte und der Realwirtschaft von der überreichen Liquidität geht also weiter. Die EZB wird die Anleihekäufe bis Jahresende einstellen und eventuell den Einlagezinssatz in Richtung 0% anheben. Der Refinanzierungssatz bleibt bis 2019 bei 0%. Die japanische Notenbank (BoJ) wird auch 2018 an ihrer Nullzinspolitik festhalten und weiterhin bestrebt sein, durch gezielte Interventionen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen bei über 0% zu stabilisieren.

Fiskalpolitik: Mediale Aufmerksamkeit größer als Wachstumswirkung

Die Zeiten strenger staatlicher Sparsamkeit sind in den meisten Industrieländern vorbei. In den USA wurden gerade die größten Steuersenkungen seit der Reagan-Ära auf den Weg gebracht, was andere Industrieländer unter Zugzwang setzt. Deutschland hätte zwar den finanziellen Spielraum, ob eine vermutlich wenig stabile Bundesregierung den Willen zu Steuerentlastungen aufbringt, darf bezweifelt werden.

Das mediale „Tam-Tam“, das die Trump-Regierung vor und nach der Verabschiedung der Steuerreform initiiert hat, übertrifft allerdings bei weitem die wirtschaftlichen Auswirkungen. Schätzungen deuten auf ein zusätzliches Wirtschaftswachstum von knapp 1% über die nächsten 10 Jahre hin, wobei die Wirkung ab 2020 deutlich abnehmen wird. Gleichzeitig wird aber die Staatsverschuldung in der Größenordnung um bis zu USD 1.500 Mrd. ansteigen. Die oft propagierte „Selbstfinanzierung“ der Steuerreform über höheres Wachstum und höheres Steueraufkommen dürfte sich wie in den 1980er Jahren erneut als illusorisch erweisen.

Profitieren werden in jedem Fall amerikanische Unternehmen. Diese haben aber bereits über die letzten Jahre Rekordgewinne eingefahren und hohe Liquiditätspolster aufgebaut. Die Finanzierung von Investitionen aus Eigenmitteln ist aktuell kein Problem. Warum sollte die zusätzliche Entlastung gerade jetzt einen Investitionsschub auslösen?

2016 und 2017 waren geradezu goldene Jahre für die Weltwirtschaft. Diese Entwicklung wird nicht ewig anhalten. Die Wahrscheinlichkeit konjunktureller Schocks, die auch für die Finanzmärkte gefährlich werden können, bleibt aber nach unserer Einschätzung gering. Es gibt weder Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung wie Ende der 1990er Jahre, noch ein Inflationsproblem, das die Notenbanken zu einer schärferen Gangart zwingen würde.

Aktienmärkte und Realwirtschaft konkurrieren um (Überschuss-) Liquidität...

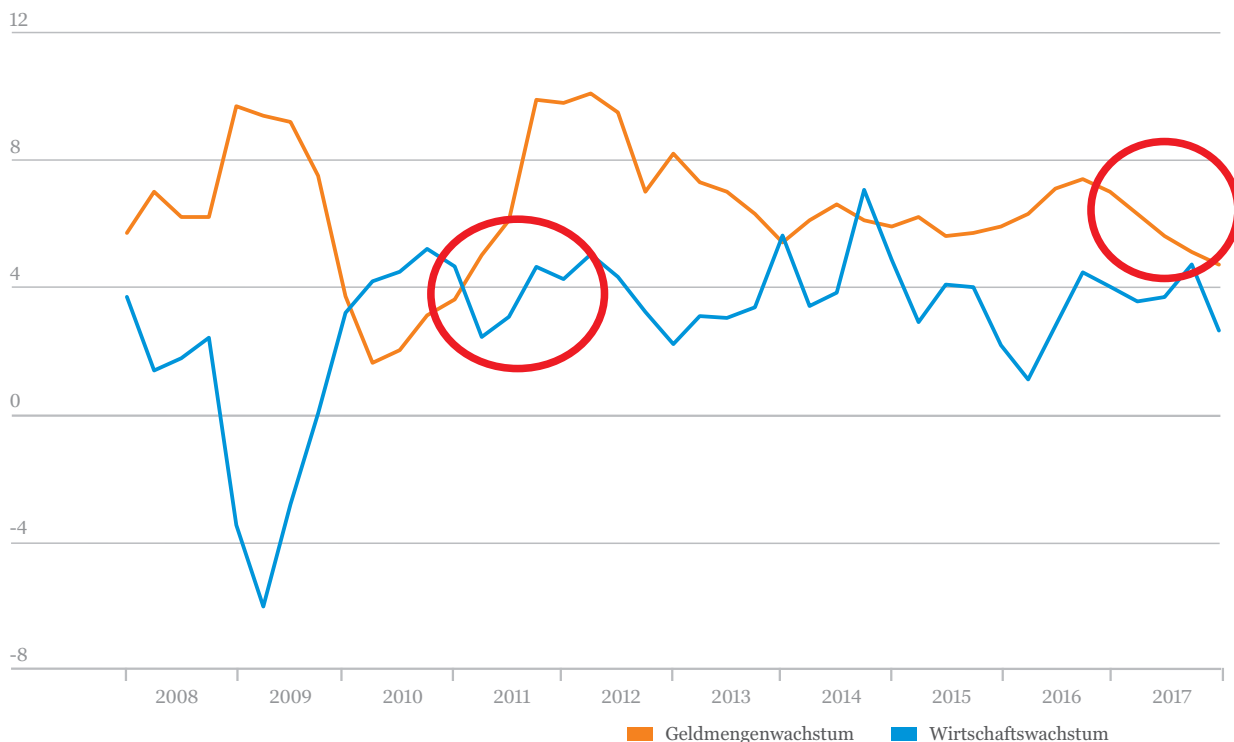
Wenn das Umfeld weiterhin so günstig ist, kann der Anleger einfach weiter im Autopilot-Modus fahren? Ähnlich wie beim autonomen Fahren geht es um die Frage möglicher Unfallursachen. Wenn diese aus den letzten Jahren hinlänglich vertraut sind, kann man das System entsprechend trainieren, damit es diese Gefahren erkennt und vermeidet. Schwieriger ist es allerdings, wenn es sich um Unfallursachen handelt, die in den letzten Jahren nur sehr selten zu beobachten waren.

In diese Kategorie fällt beispielsweise, dass Finanzmärkte und die Realwirtschaft in einem sich verschärfenden Wettbewerb um Liquidität stehen. Den Finanzmärkten geht es immer dann besonders gut, wenn die Notenbanken Liquidität in großem Stil schaffen, die nur zum Teil von der Realwirtschaft aufgenommen wird. Diese sogenannte Überschussliquidität wird als Differenz zwischen der Veränderung der Geldmenge und dem nominalen Wirtschaftswachstum definiert, die von den Unternehmen nicht für Investitionen in Sach- und Humankapital benötigt wird, sondern in die Finanzmärkte fließt und die Asset-Preise nach oben treibt. Dieser Zusammenhang war die Initialzündung für die positive Aktienmarktentwicklung in den letzten Jahren. Erst in jüngster Zeit kam, gerade in Europa, noch die Unterstützung durch die wirtschaftliche Erholung und die steigenden Unternehmensgewinne hinzu.

In den USA liegt zum ersten Mal seit 2010 die 6-Monatsveränderung der Wirtschaftsleistung wieder über der der Geldmenge M2 (vgl. Grafik 13). Da die FED ihren

Zinserhöhungszyklus fortsetzen und gleichzeitig ihre Bilanz verkürzen wird, erwarten wir einen weiteren Rückgang der Überschussliquidität in den nächsten Quartalen. Studien verweisen darauf, dass ein Rückgang der Überschussliquidität in der Vergangenheit immer „Bremsspuren“ am Aktienmarkt hinterlassen hat.

Grafik 13: Kapitalmärkte und Realwirtschaft konkurrieren um knapper werdende Liquidität



Dies ist zwar keine hinreichende Bedingung für einen Aktienmarktcrash und es ist auch noch zu früh, sich vom Aktienmarkt zu verabschieden. Aber 2018 werden es zinsensitive Sektoren wie Telekommunikation, Versorger oder Immobilien besonders schwer haben.

In der Eurozone ist das Bild um einiges positiver. Wir erwarten, dass die Überschussliquidität sogar noch zunehmen wird.

...trotzdem erwarten wir weitere Kursgewinne

Auch 2018 werden die Aktienkurse auf breiter Front steigen. Nicht mehr die Liquidität, sondern der Anstieg der Unternehmensgewinne wird die Triebfeder sein. 4% globales Wirtschaftswachstum und Spitzenwerte bei den Frühindikatoren wie IFO-Geschäftsklima, den Einkaufsmanagerindizes in Asien, Europa und den USA oder der Verbraucherstimmung deuten auf um gut 10% höhere Unternehmensgewinne hin. Besonders dynamisch wird diese Entwicklung in der Eurozone und in Asien ausfallen. In den USA haben die meisten Analysten steuerliche Entlastungen (v.a. die Senkung des Unternehmenssteuersatzes auf 21% und den Rabatt für die Repatriierung im Ausland aufgelaufener Gewinne) in ihren Ertragsschätzungen für 2018 und darüber

hinaus bereits berücksichtigt, so dass die positiven Wirkungen begrenzt ausfallen werden. Gleichwohl besteht die Hoffnung, dass die nun endlich verabschiedete Steuerreform die „animal spirits“ der Anleger beleben und für einen (vorübergehenden) Kursschub sorgen wird.

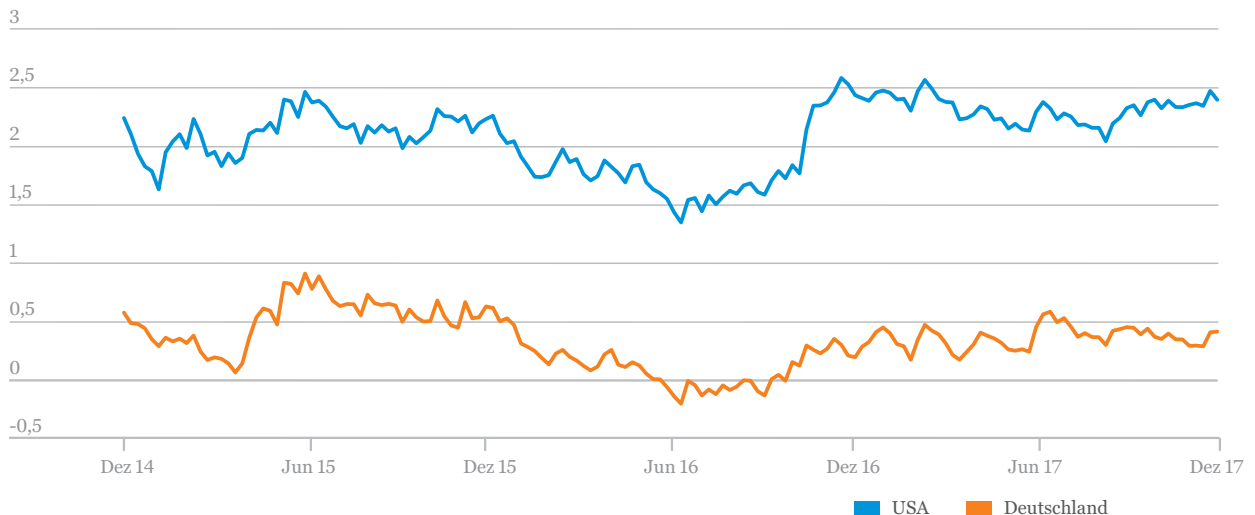
Insgesamt erwarten wir, dass sich die Aktienkurse Hand in Hand mit den Unternehmensgewinnen entwickeln werden. In den letzten 5 Jahren war der Kursanstieg deutlich stärker, da die Anleger bereit waren, höhere Bewertungen zu akzeptieren. Besonders stark war die Bewertungsausdehnung in den USA. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt mit 18x deutlich über dem Niveau der Eurozone und Japans (14x bzw. 15x). Weitere Kursgewinne durch noch höhere KGVs sind deswegen nur schwer vorstellbar.

Neben europäischen und amerikanischen Aktien sind Japan und die Schwellenländer interessante Beimischungen. In den Vorstandsetagen vieler japanischer Unternehmen finden Aktionärsinteressen mittlerweile stärker Gehör, so dass Potential für höhere KGV-Bewertungen besteht. Während Japan vor allem aus der Mikro-Perspektive glänzt, verbessert sich in den meisten Schwellenländern nach einer mehrjährigen Durststrecke wieder das makroökonomische Umfeld. Darüber hinaus bietet der Bewertungsabschlag im KGV von 25% gegenüber den Aktien aus Industrieländern einen komfortablen Sicherheitspuffer.

Staatsanleihen: Nullnummer

Unser Inflationsszenario und die weitere Berechenbarkeit der Geldpolitik sprechen dafür, dass die Renditen von Staatsanleihen aus den USA und der Eurozone nur leicht anziehen werden. Wir erwarten, dass sich die Renditen weiterhin in einem ähnlich engen Korridor wie seit Ende 2015 bewegen werden (vgl. Grafik 14). Aber selbst bei einem geringen Renditeanstieg droht wegen der niedrigen Nominalverzinsung eine Performance um die Nulllinie.

Grafik 14: Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in den USA und Deutschland bewegt sich seit 3 Jahren in einer engen Bandbreite



Wie bereits erwähnt, ist die Zinsstrukturkurve in den USA ungewöhnlich flach. Investoren verlangen inzwischen kaum noch eine „Laufzeitprämie“ für 10- oder 30-jährige Staatsanleihen im Vergleich zu 2-jährigen. Dies hat mit der starken Nachfrage nach Langläufern zu tun. Sie kommt einerseits von Banken, die aus regulatorischen Gründen gerne in solche Papiere investieren, aber auch von Pensionskassen. Solange das (Trend)-Wachstum der US-Wirtschaft unterdurchschnittlich und das Inflations-szenario günstig bleiben, kann der Renditeaufschlag für Langläufer trotz weiterer Leitzinserhöhungen noch länger auf dem derzeitigen Niveau verharren.

Hochzinsanleihen: Positive Wertentwicklung und „Teilkasko“ bei steigenden Zinsen

Für Unternehmensanleihen können wir unseren Ausblick für 2017 weitgehend fortschreiben: Das günstige makroökonomische Umfeld hält die Ausfallraten auf niedrigem Niveau (1,5% für Hochzinsanleihen). Außerdem haben die meisten Unternehmen aktuell nur geringen Refinanzierungsbedarf. Gleichzeitig tritt mindestens bis zur Jahresmitte die EZB weiterhin als preisunempfindlicher Käufer für Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Status auf, was sich aber wie schon 2017 ebenso positiv auf das Hochzinssegment auswirken wird.

Allerdings bieten die durchschnittlichen Renditeaufschläge von 0,5% für Investment-Grade- und 2,5% für Non-Investment-Grade-Anleihen keinen so komfortablen Sicherheitspuffer mehr wie in den letzten Jahren. Das idiosynkratische Risiko gewinnt zunehmend an Bedeutung. Es reicht nicht mehr, nur „den Markt“ zu kaufen. Wir favorisieren weiterhin das Hochzinssegment und erwarten eine Überrendite gegenüber Staats- und Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Unabhängig von dem Renditeaufschlag bleiben Hochzinsanleihen auch deswegen attraktiv, da sie sich in Phasen steigender Renditen für Staatsanleihen in der Regel nicht nur relativ besser gehalten haben, sondern meist sogar eine positive Wertentwicklung erzielen konnten (vgl. Tabelle).

Tabelle: Hochzinsanleihen boten in der Vergangenheit einen gewissen Schutz vor steigenden Renditen bei Staatsanleihen

a) Eurozone	01/99 - 01/00	08/05 - 06/07	08/10 - 03/11	03/15 - 08/15	06/16 - 07/17			
High Yield	9,0 %	11,9 %	6,3 %	-1,1 %	10,4 %			
Deutsche Staatsanleihen	-4,1 %	-1,0 %	-4,3 %	-0,7 %	-1,8 %			
Renditeanstieg Bundesanleihen in Basispunkten	194	160	123	61	67			
b) USA	08/86 - 09/87	01/94 - 11/94	09/98 - 02/00	05/03 - 06/06	12/08 - 12/09	07/12 - 12/13	01/15 - 12/15	07/16 - 01/17
High Yield	7,5 %	-41 %	5,2 %	31,2 %	64,9 %	13,8 %	-5,3 %	6,2 %
US-Staatsanleihen	-2,7 %	-5,4 %	-0,9 %	3,1 %	-3,7 %	-3,9 %	2,0 %	-4,5
Renditeanstieg US-Staatsanleihen in Basispunkten	267	226	199	177	162	156	66	100

Prinzipiell wird aber in allen Anleihe-segmenten, die nicht als „sichere Häfen“ wie deutsche Staatsanleihen gelten, nach dem Auslaufen des Anleihekaufprogramms der EZB gegen Jahresende das Klima rauer werden. Spätestens dann werden wir uns wieder auf höhere Schwankungen einstellen müssen.

Anleihen aus Schwellenländern: Hauptprofiteure des globalen Konjunkturaufschwungs

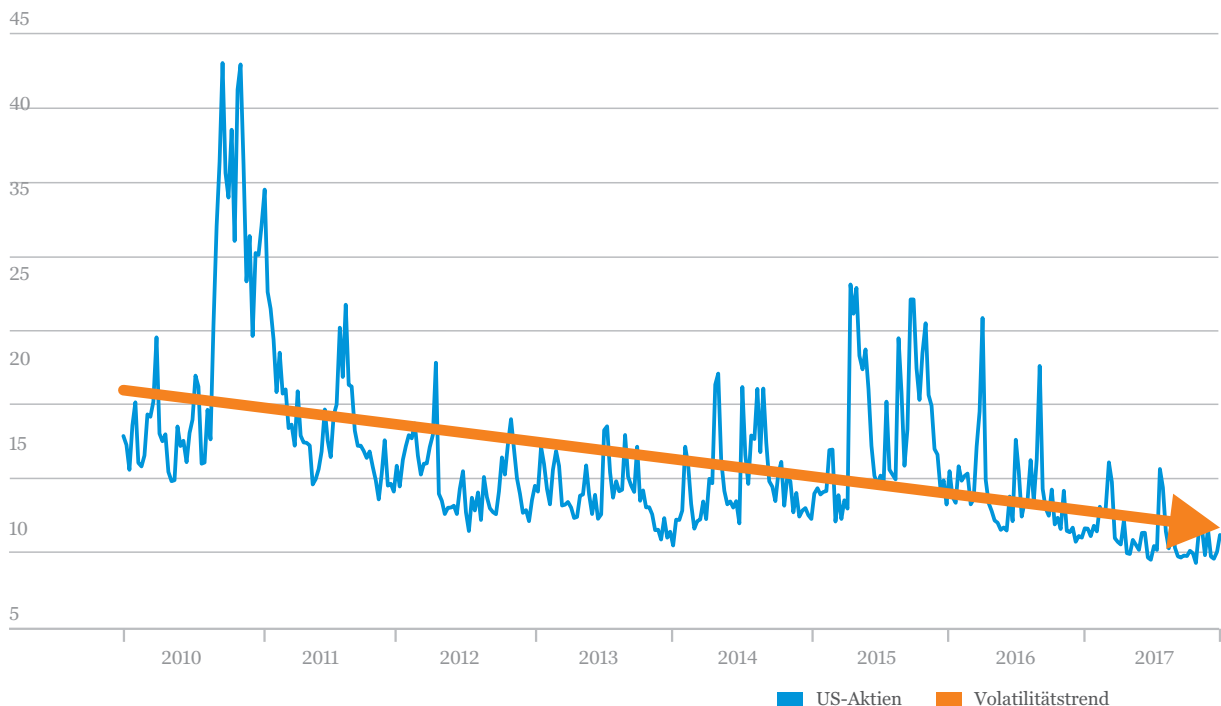
Der jüngste weltweite Konjunkturaufschwung hat diesmal auch die Schwellenländer erfasst. Zusammen mit höheren Rohstoffpreisen sind die meisten Länder mittlerweile widerstandsfähiger gegenüber „Schocks“ aus den Industrieländern. Antiinflationäre Maßnahmen und eine auf Konsolidierung ausgerichtete Haushaltspolitik tun ein Übriges. In den letzten beiden Jahren hat sich die Bonität der meisten Schuldner wieder verbessert, der Trend zu immer schlechteren Ratings scheint (vorerst) gebrochen zu sein. Diese Entwicklung hat sich aber noch nicht vollständig in den Renditen niedergeschlagen. Die Rendite von Anleihen in lokaler Währung liegt im Durchschnitt immer noch gut 3,0% über der Rendite amerikanischer Staatsanleihen.

„Bull markets do not die of old age, so what kills them?“

Die größte Bedrohung für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an den Finanzmärkten ist traditionell eine Rezession, welche entweder aus der Realwirtschaft, durch eine unerwartete Verschärfung der Geldpolitik oder eine plötzliche Änderung in der Risikowahrnehmung von Investoren ausgelöst werden kann.

Grafik 15: Nach Jahren des Rückgangs droht ein „Comeback“ der Volatilität

Aktienmarktvolatilität

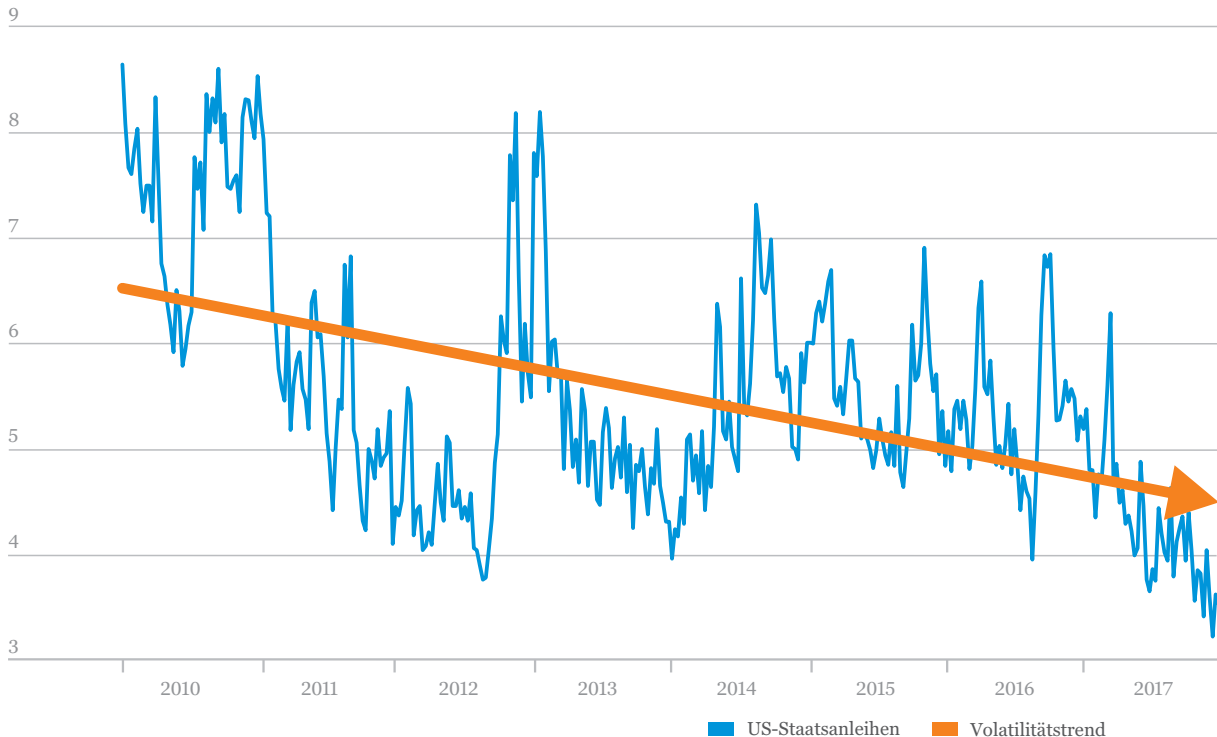


Da wir an die These eines zyklischen Aufschwungs innerhalb des übergeordneten Bildes der „Secular Stagnation“ festhalten wollen, erscheint uns die Wahrscheinlichkeit einer realwirtschaftlich induzierten Rezession im Jahr 2018 gering. Gleichzeitig bleibt die Geldpolitik von FED, EZB und BoJ weitgehend berechenbar. Bleibt also noch die dritte Möglichkeit, d.h. werden Anleger weniger risikofreudig bzw. schätzen sie Risiken höher ein, wenn sich FED und EZB aus der Stabilisierung der Finanzmärkte allmählich zurückziehen?

Seit dem Ende der Finanzkrise existiert die nie offiziell ausgesprochene, aber implizit vorhandene Garantie der Notenbanken, dass es zu keinem erneuten Crash mehr kommen wird. Dieser „Finanzmarkt-Put“ sorgte nicht nur für steigende Kurse, sondern auch für immer geringere Kursausschläge in nahezu allen Asset-Klassen (vgl. Grafik 15 und Grafik 16). Viele Anleger wagten sich deshalb trotz ihrer eigentlich geringen Risiko-Tragfähigkeit bzw. -bereitschaft in Anlagen, denen sie in der Vergangenheit eher skeptisch gegenüberstanden. Hierunter fallen vor allem Hochzinsanleihen oder Anlagen in Schwellenländern, aber auch generell Aktien. Mit der Bilanzverkürzung der FED und dem Ende des Anleihekaufprogramms der EZB gegen Jahresende müssen die Finanzmärkte in Zukunft ohne Sicherheitsnetz zurecht kommen. Das Risiko von Unfällen steigt.

Grafik 16: Auch die Anleihemärkte haben von der rückläufigen Volatilität profitiert

Anleihevolaatilität





WICHTIGE HINWEISE

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

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

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



EYB  WALLWITZ

Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Maximilianstraße 21
80539 München

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

Bockenheimer Landstraße 13 - 15
60325 Frankfurt am Main

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

info@eybwallwitz.de
www.eybwallwitz.de

info@phaidrosfunds.com
www.phaidrosfunds.com