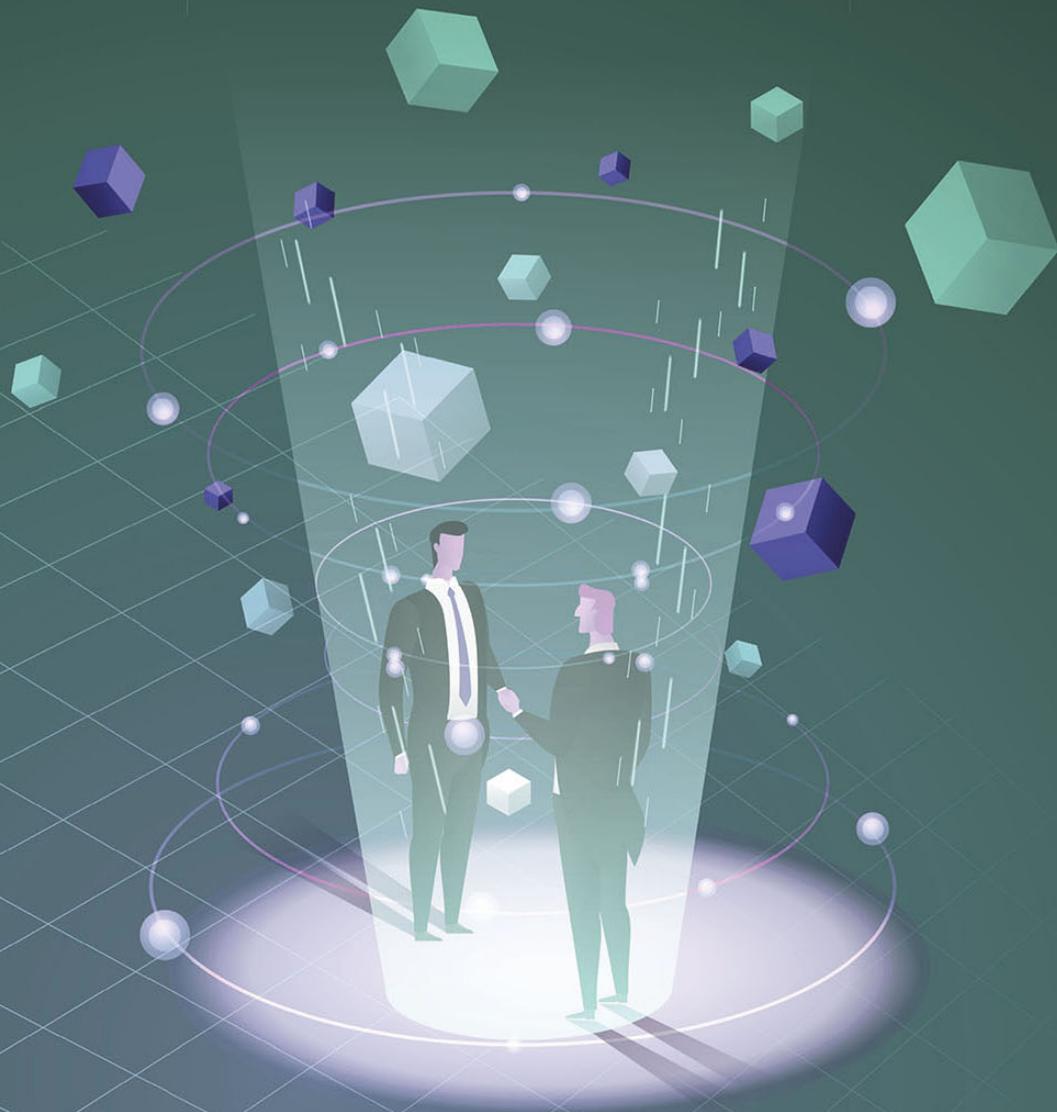


EYB & WALLWITZ



Investment Bericht 2021 / 2022



INTELLIGENT INVESTIEREN



Liebe Kunden und Geschäftspartner,



Dr. Ernst Konrad
Geschäftsführender Gesellschafter
Lead Portfolio Manager

Dr. Georg von Wallwitz, CFA
Geschäftsführender Gesellschafter
Lead Portfolio Manager

nach dem Ausnahmezustand der letzten beiden Jahre sehnen wir uns alle wieder nach einem Stückchen „Normalität“ zurück. Aber wie wird dieser Zustand aussehen? Erwartet uns eine Fortsetzung des „Goldilocks“-Szenario des Jahres 2019 oder ziehen dunkle Wolken auf, die wir bislang aufgrund der Corona-Pandemie einfach nicht wahrgenommen haben? Wie schon in den letzten Jahren ist es deshalb umso wichtiger, einen kühlen Kopf zu bewahren, die Fakten nüchtern zu analysieren und die Investmentstrategie daran auszurichten. Dann wird es uns auch gelingen, die Erfolgsgeschichte von Eyb & Wallwitz fortzuschreiben.

Dafür benötigen wir vor allem zufriedene Kunden und an dieser Stelle möchten wir uns für Ihr Vertrauen bedanken. Alle unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter sehen Ihr fortgesetztes Vertrauen als Ansporn und Verpflichtung zu höchsten Standards in Produktqualität, Transparenz und ethischem Verhalten.

In unserem Ausblick haben wir einige Eckpfeiler für das Jahr 2022 festgelegt, an denen wir uns orientieren wollen. Sicher wird es wieder Überraschungen geben und wir werden uns auf unbekanntem Terrain bewegen müssen. Aber wir sind überzeugt, dass unser Kompass uns den richtigen Weg weist, um Ihren und unseren Erwartungen auch in Zukunft zu entsprechen.

Inhalt

5

Rückblick

Ein unordentliches Jahr

10

Fondsberichte

PHAIDROS FUNDS Balanced

PHAIDROS FUNDS Conservative

PHAIDROS FUNDS Fallen Angels

PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien

22

Spezialthema „Innovation“

Einleitung

Innovation Werbemarkt

Das Metaversum

Cybersecurity

32

Ausblick I

2022 – Ein Übergangsjahr in das „neue Normal“

38

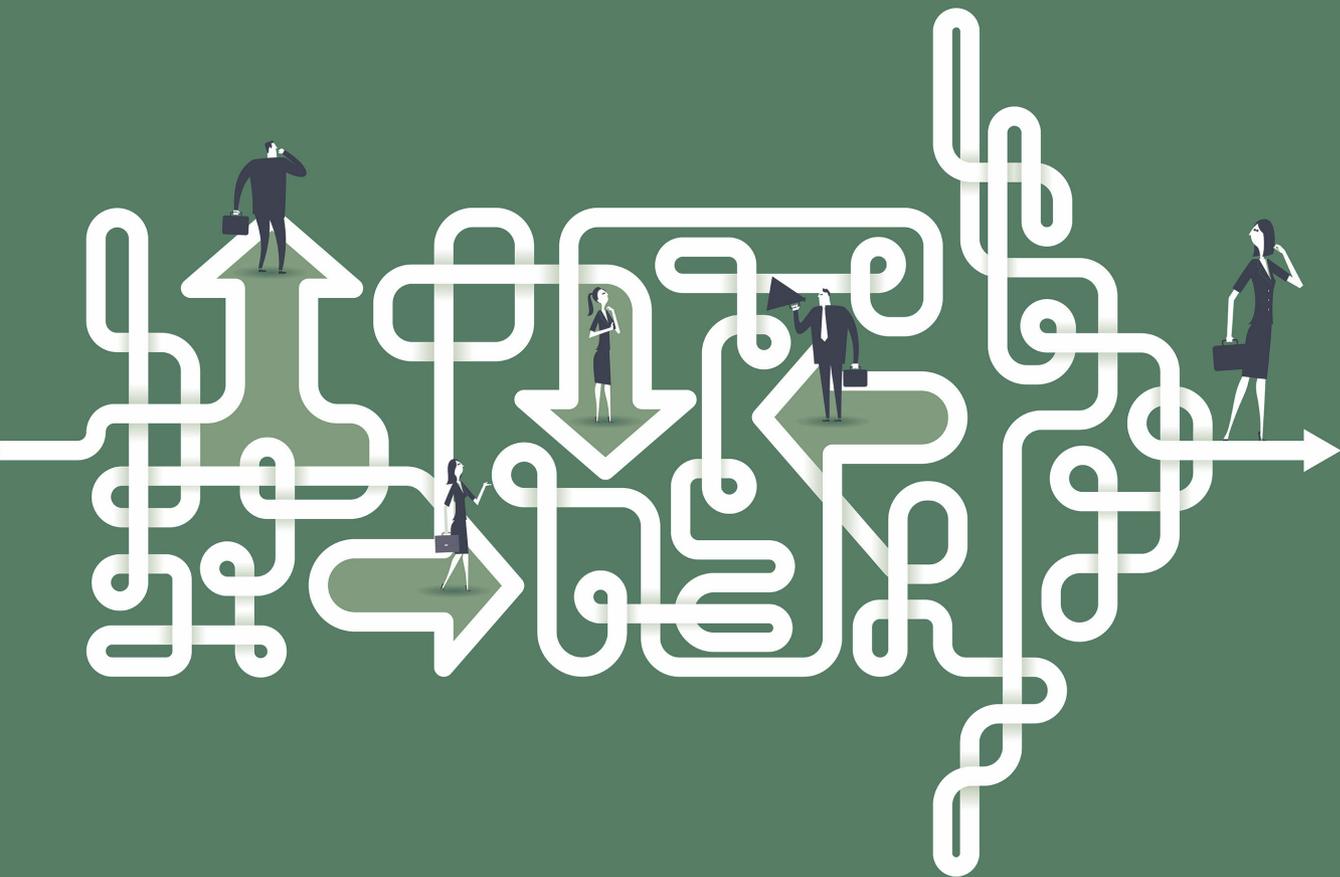
Ausblick II

Der Rückenwind lässt nach

47

Wichtige Hinweise / Impressum

Ein unordentliches Jahr



Ein unordentliches Jahr

Im Jahr 2020 war Corona das dominierende Thema und 2019 die Zinsen. Aber im Jahr 2021? Gut erging es Ländern, in denen man Corona aus dem Weg gehen konnte und die viele Rohstoffe produzierten. So legte der mongolische Aktienmarkt zwischenzeitlich um 1.200% zu. Aber viele Länder mit dieser sehr spezifischen Kombination gab es nicht. An anderer Stelle setzte sich ein jahrelanges Elend fort, wie etwa bei der türkischen Lira, die über 40% gegenüber dem Euro verlor, da die Theorien des örtlichen Staatspräsidenten zum Zusammenhang von Zins und Inflation den Markt nicht überzeugen konnten. Die Energiesparte von Siemens verlor ein Viertel an Wert, obwohl die Energieversorgung weltweit auf neue Füße gestellt werden muss. Siemens Healthineers hingegen legte etwa 60% zu, obwohl das Geschäft mit den Corona-Tests dort nur einen geringen Teil des Umsatzes bestimmt. Es war ein unordentliches Jahr.

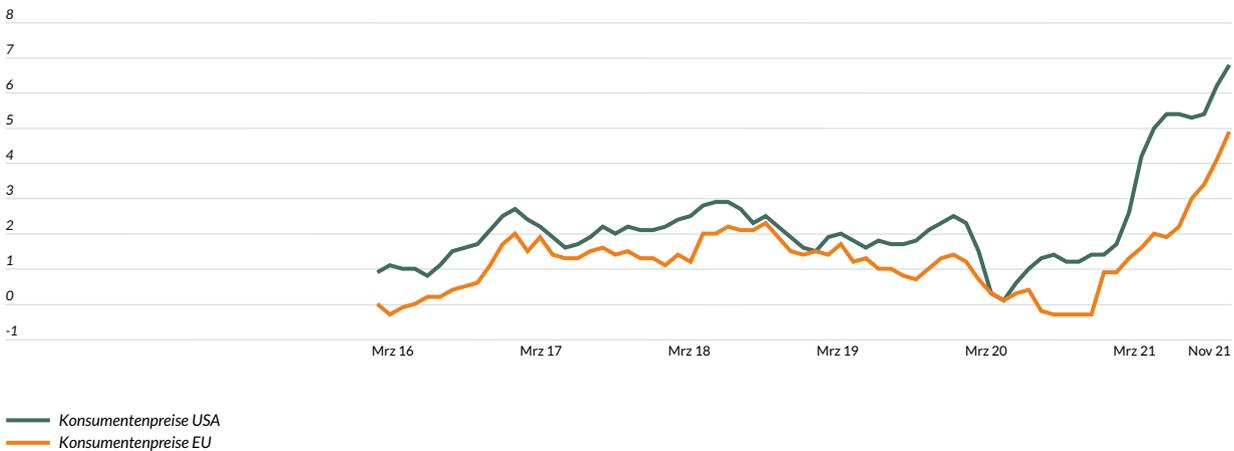
Es war ein Jahr, in dem es nicht ein großes Thema gab, sondern viele konkurrierende. **Erstens** ist die Covid-19 Pandemie zu nennen, die nun schon fast zwei Jahre lang die wichtigste Triebfeder für den Markt ist. Auf den Absturz im Jahr 2020 folgte ein langanhaltender Aufschwung, der von der Hoffnung auf Impfprogramme und die damit verbundene wirtschaftliche Wiederbelebung genährt wurde. Insbesondere die Kurse der „Corona-Gewinner“ (Impfstoffhersteller und Software-Unternehmen) stiegen bis in den März 2021 rasant an, um dann für den Rest des Jahres fallengelassen zu werden wie eine heiße Kartoffel. Aus der Übertreibung nach oben wurde eine Übertreibung nach unten.

Doch wenn uns die Pandemie eines gelehrt hat, dann, dass die Aktienstrategie eine Sache ist, die Epidemiologie eine andere. Die Entwicklung der Märkte war bis zum Auftreten der Omikron-Variante im November zunehmend vom **zweiten großen Thema** getrieben, der Inflation. Die Preisrückgänge aus dem Vorjahr haben sich normalisiert: Positive Basiseffekte gegenüber dem Vorjahr sind ausgefallen. Gestörte Lieferketten verzögerten und verteuerten die Produktion der Endprodukte. Die Energiepreise zogen an. Der Einzelhandel stand bald vor einer Situation, die es schon lange nicht mehr gab: Die Lager waren leergeräumt und es gab keinen Grund mehr, Rabatte anzubieten. Diese Situation verbesserte die Gewinnmargen, führte aber auch zu einem breiten Anstieg der Preise.

Abgesehen von einer Phase steigender Zinsen im ersten Quartal haben die Märkte die steigenden Preise als ein vorübergehendes Phänomen angesehen. Erfahrungsgemäß wird erst ab einer dauerhaften Inflationsrate von über 4% der Preisauftrieb zu einem Problem für die Unternehmen. Auch in diesem Jahr



Grafik 1
Zwei Inflationsraten,
eine Geschichte



haben die steigenden Unternehmensgewinne bewiesen, dass Unternehmen die höheren Kosten an die Verbraucher weitergeben können, die nach wie vor bereit sind, Geld auszugeben. So war 2021 für Anleihen kein gutes Jahr, wohl aber für Aktien. Das bedeutet aber auch: Wenn der Inflationsdruck in den kommenden Monaten nachlässt, sollten wir keine Erleichterungsrallye erwarten, denn genau das haben die Aktien eingepreist.

So sahen sich die Zentralbanken nicht veranlasst, die Zinsschraube anzuziehen. Diese glücklichen Umstände müssen aber nicht auch im nächsten Jahr gelten. Mehr dazu in unserem Ausblick am Ende dieses Berichts.

Ein Grund dafür, dass die Inflation strukturell höher bleiben könnte, ist der Übergang zur Klimaneutralität, ein Ziel, zu dem sich die größten Volkswirtschaften der Welt - von den USA bis Indien - dieses Jahr gemeinsam verpflichtet haben, und welches das **dritte große Thema** des Jahres darstellte. Höhere Kohlenstoffpreise und Umweltsteuern erhöhen die Produktionskosten für die Industrie, während Unterinvestitionen in fossile Brennstoffe zu einem Anstieg der Energiekosten beigetragen haben, der die Produktion von fast Allem verteuerte.

Auf der anderen Seite schafft die Dekarbonisierung nie dagewesene Anlagemöglichkeiten. Das prominenteste Beispiel ist natürlich Tesla, dessen Aktien seit Anfang letzten Jahres um mehr als 1.000% gestiegen sind. Auf der anderen Seite sind die Aktien vieler grüner Stromproduzenten und ihrer Zulieferer 2021 unter die Räder gekommen. Da die Grünen in der größten europäischen Volkswirtschaft nun an der Regierung sind, könnten Aktien aus dem Bereich der Dekarbonisierung allerdings bald wieder in Mode kommen und einen Aufschwung erfahren.

Das **vierte einschneidende Thema** war die Entwicklung in China, die in dreierlei Hinsicht die Welt der Wirtschaft in Atem hielt. Erstens verschärfte sich der Handelskrieg mit den USA. Wer gehofft hatte, dass mit dem Einzug Joe Bidens ins Weiße Haus eine Phase der Entspannung eintreten würde, sah sich rüde getäuscht. Die Entflechtung der beiden Wirtschaftsblöcke ist in vollem Gang. Die USA sorgen dafür, dass keine westliche Hochtechnologie nach China exportiert wird, während China den Rest der Welt von seinen Datenströmen abschneidet und die heimischen Unternehmen dazu zwingt, ihre Aktien nur noch an chinesischen Börsen zu notieren. Zweitens hat Peking in diesem Jahr einschneidende Maßnahmen ergriffen, um die Gewinne und die Bewegungsfreiheit von vielen Unternehmen, von Technologieriesen bis Nachhilfelehrern, zu beschneiden. Gleichzeitig machten es die steigenden Produktionspreise den Unternehmen schwer, ihre Gewinnspannen aufrechtzuerhalten, während das Ausbleiben nennenswerter Lockerungsmaßnahmen durch die Zentralbank in den letzten Monaten das Wirtschaftswachstum belastet hat.

Chinesische Offshore-Aktien in Hongkong gehören in diesem Jahr zu den weltweit schlechtesten Werten. Der Nasdaq Golden Dragon China Index fiel seit seinem Höchststand im Februar zwischenzeitlich um mehr als 50%. Der MSCI China Index hat den niedrigsten Stand gegenüber globalen Aktien seit 2006 erreicht. Dies hat aber nicht nur mit der Regulierungswelle zu tun, sondern auch mit der Krise am Immobilienmarkt. Die Einführung von Beschränkungen für die Kreditvergabe an Immobilienentwickler sollte die Abhängigkeit Chinas von diesem Sektor verringern. Dies ist gelungen, allerdings um den Preis der Zahlungsunfähigkeit einer Reihe von Immobilienentwicklern (von denen Evergrande nur der größte ist), deren Geschäftsmodell auf der Verfügbarkeit von billigem Geld basierte. Ein Ende der Pleitewelle in diesem Sektor ist bislang nicht abzusehen.

Fünftens schließlich war die Weiterentwicklung der Möglichkeiten der Blockchain ein immer wiederkehrendes Thema. Non-fungible Tokens (NFT) hielten in der Kunstwelt Einzug. Das soziale Netzwerk Facebook benannte sich in Meta Platforms um, um darauf hinzuweisen, wo es seine Zukunft sieht. Das Metaversum - digitale Welten, in denen Nutzer Kontakte knüpfen, Spiele spielen und Geschäfte abwickeln können – kommt damit immer mehr als eine auch wirtschaftlich relevante Zukunft in den Blick. Schon jetzt kann ein digitales Modell einer Gucci-Tasche, das nur im Universum einer Spieleplattform verwendet werden kann, mehr kosten als die physische Version. Nike verkauft Turnschuhe als NFTs im



Metaversum. Die Kurse von Unternehmen wie NVIDIA, deren Produkte zum Aufbau der Infrastruktur des Metaversums unerlässlich sind, legten kräftig zu. Die auf der Blockchain-Technologie basierenden Kryptowährungen kamen zwar auch in diesem Jahr nicht zur Ruhe, aber allen Kursschwankungen zum Trotz haben sie es mittlerweile in den finanziellen Mainstream geschafft.

Diese Themen werden auch im kommenden Jahr eine große Rolle spielen, aber in anderer Zusammensetzung und vielleicht ergänzt durch die eine oder andere schräge Entwicklung. Wie immer präsentieren wir einen volkswirtschaftlichen und einen strategischen Ausblick am Ende dieses Jahresberichts – wie immer sind wir uns bei der Vorschau aber darüber klar, was bei jeder Rückschau offensichtlich wird: Die Welt ist bunt und immer für Überraschungen gut.

PHAIDROS FUNDS

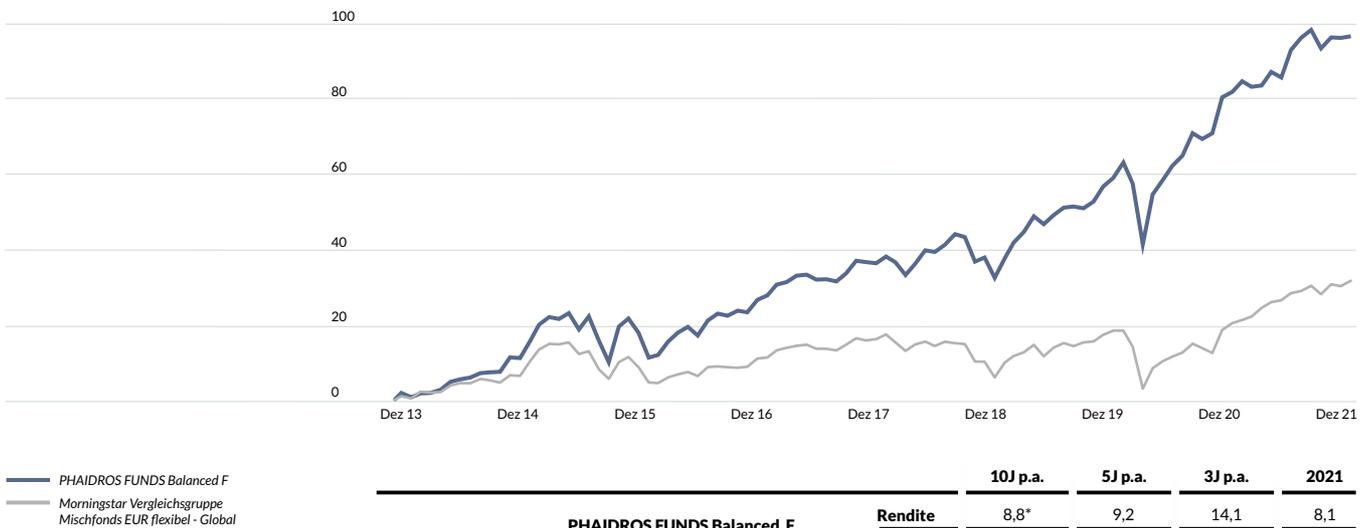
Balanced
Conservative
Fallen Angels
Schumpeter Aktien





PHAIDROS FUNDS Balanced

Grafik 2
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Balanced F
und der Vergleichsgruppe
seit Auflage der Anteilsklasse in %



		10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2021
PHAIDROS FUNDS Balanced F	Rendite	8,8*	9,2	14,1	8,1
	Vola	8,3*	9,1	10,4	5,7
MORNINGSTAR Vergleichsgruppe	Rendite	4,9	4,3	7,9	9,7
	Vola	8,5	9,0	10,2	5,5

*Anteilsklasse B (aufgrund fehlender 10-Jahres-Historie bei Anteilsklasse F)

Nach einem ereignisreichen Jahr kann der PHAIDROS FUNDS Balanced erneut einen soliden Wertzuwachs vorweisen. Unsere positive Einschätzung für die Aktienmärkte behielten wir das ganze Jahr bei, so dass die Übergewichtung im Fonds mit etwa 60% konstant blieb. Zudem konnte der Fonds durch unsere Fokussierung auf Anleihen im Hochzinssegment profitieren, während Staatsanleihen sowie Unternehmensanleihen mit Investment-Grade Rating im Jahr 2021 erneut eine negative Rendite aufwiesen. Der Wertzuwachs des Fonds liegt, je nach Anteilsklasse, zwischen 7,07% und 8,28%. Das Fondsvermögen legte auf über 1,7 Mrd. EUR zu.

Der dynamische Jahresstart an den Börsen wurde von einem kräftigen Gewinnwachstum der Unternehmen und der damit verbundenen

positiven Entwicklung auf der Aktienseite getrieben, sowie den sinkenden Risikoprämien bei den Anleihen. In diesem perfekten Umfeld legte auch der PHAIDROS FUNDS Balanced bis Mitte Februar um etwa 6% zu. Wir hatten uns bereits im Vorjahr für eine Wiedereröffnung nach der Pandemie, und der damit einhergehenden wirtschaftlichen Erholung, positioniert. So haben wir Anleihen von Finanzinstituten (Santander, Deutsche Bank), Einzelhandelsunternehmen (Douglas, Citycon, Unibail-Rodamco) und Touristikunternehmen (TAP, Carnival) aufgenommen, sowie die Aktien von Booking.com und Walt Disney. Die erwartete Entspannung der Pandemielage führte außerdem zu einem deutlichen Kursrückgang beim Impfstoffhersteller Moderna, den wir für einen Einstieg genutzt haben.

Von Anfang Februar bis Mitte März kletterte die Verzinsung für 10-jährige US-Staatsanleihen von etwa 1,0% auf fast 1,8% und schüttelte damit die Aktienmärkte ordentlich durch. Eine nachhaltige Zinswende und das Ende des ultra-billigen Geldes ist die größte Angst der Marktteilnehmer, die sich an die Hausse gewöhnt haben. Insbesondere Wachstumswerte, deren Erträge weiter in der Zukunft liegen, kamen ab Ende März unter die Räder. Wir haben in der Situation leichte Anpassungen vorgenommen und die Aktien von The Trade Desk, Okta und Datadog in JPMorgan, Blackstone und Walmart umgeschichtet. Die Anleihen blieben in der Situation stabil, da negative Durationeffekte teilweise durch weiter sinkende Risikoprämien ausgeglichen wurden.

Im Mai und Juni erholten sich die Börsen von diesem Zinsschock und gingen dann in weniger aufregende Sommermonate über. Das dominierende Thema wurde die durch steigende Rohstoffpreise und Lieferengpässe angefeuerte Inflation. Die längerfristigen Inflationserwartungen blieben aber auf niedrigem Niveau, so dass wir keinen Anpassungsbedarf auf der Anleihe Seite gesehen haben. Für Unternehmen ist es in einem Umfeld steigender Preise wichtig, dass sie Preissetzungsmacht haben, um gestiegene Produktionskosten an die Kunden weitergeben zu können. Das ist für einen Großteil unserer Monopolisten der Fall. Die Herausforderer wiederum sind meistens Technolo-

gieunternehmen, deren Geschäftserfolg weniger von klassischen Produktionskosten abhängen. In diesem Zusammenhang haben wir mit L'Oreal, einen Blue Chip mit hoher Preissetzungsmacht, aufgenommen. Der Anlagenbauer zur Halbleiterproduktion ASML konnte von den Lieferengpässen sogar profitieren. Der PHAIDROS FUNDS Balanced ist für ein dauerhaft erhöhtes Inflationsumfeld robust aufgestellt.

Die größten Verluste erlitt der Fonds mit den Aktien einiger Coronagewinner, die im Vorjahr hervorragend gelaufen waren. Pinterest, The Trade Desk, Mercadolibre und Teladoc haben stark verloren, spielten im Fonds aber nicht eine so große Rolle, dass sie die Gesamtleistung empfindlich gestört hätten.

Die andauernden regulatorischen Eingriffe beim chinesischen Technologiesektor führten zu einem Massenexodus ausländischer Investoren und entsprechenden Kursrückgängen. Was uns auf den ersten Blick vielleicht befremdlich erscheint, ist von der chinesischen Regierung wahrscheinlich in bester Absicht zum Wohle des Volkes gemeint. Für den Aktieninvestor sind die Beweggründe am Ende allerdings zweitrangig, wenn Umsatz und Gewinn leiden. So haben wir uns von den Aktien von Alibaba, das besonders im Fokus der Aufseher stand, getrennt. Bei den Anleihen machte sich diese Unruhe lediglich bei Einzelemittenten bemerkbar, konkret bei der Beteiligungsgesellschaft Softbank.



Grafik 3
Vergleichsgruppe Perzentil-Platzierung
für rollierende 3-Jahresrendite p.a.
(mtl. kalkuliert)



Im Oktober setzten die Aktienmärkte, unterstützt von einer sehr soliden Berichtssaison, zu einer Zwischenrally an, die zu neuen Höchstständen in Europa und den USA führte. Aber die Stimmung blieb von Unsicherheit geprägt, was die Entwicklung der Inflation, der Zinsen und der Konjunktur anging.

Insgesamt ist das Portfolio zum Jahresende konservativer ausgerichtet als zu Jahresanfang. Junge Unternehmen mit rein digitalen Geschäftsmodellen spielen eine deutlich geringere Rolle. Ältere Unternehmen mit erprobten Geschäftsmodellen, stabilen Margen und etablierten Märkten dominieren das Portfolio zum Beginn des Jahres 2022 – in das wir noch verhalten optimistisch blicken, wie wir im Ausblick am Ende dieses Jahresberichts darlegen werden.

PHAIDROS FUNDS Conservative

Grafik 4
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Conservative B
und der Vergleichsgruppe
seit Auflage der Anteilsklasse in %



— PHAIDROS FUNDS Conservative B
— Morningstar Vergleichsgruppe
Mischfonds EUR defensiv

		10J p.a.	5J p.a.	3J p.a.	2021
PHAIDROS FUNDS Conservative B	Rendite	5,9	5,6	9,2	7,6
	Vola	7,2	8,1	9,6	3,5
MORNINGSTAR Vergleichsgruppe	Rendite	2,9	1,8	3,8	3,8
	Vola	4,6	4,9	5,9	2,6

Auch unser konservativer Mischfonds PHAIDROS FUNDS Conservative mit einer Aktienquote von maximal 30% konnte innerhalb seiner Vergleichsgruppe erneut einen Spitzenplatz erobern. Im Jahr 2021 haben wir je nach Anteilsklasse einen Zugewinn zwischen 7,17% und 7,65% erzielt. Im Gegensatz zu den Vorjahren gelang es uns außerdem, die Schwankungen des Fondpreises deutlich zu vermindern, so dass die risikoadjustierte Wertentwicklung noch attraktiver geworden ist.

Die Wertentwicklung des Fonds ist aufgrund seiner Struktur im hohen Maße von den Anleihemärkten abhängig. Trotzdem war deren Beitrag mit 15% zum Gesamtergebnis relativ gering. Durch die Fokussierung auf das Hochzinssegment ist es uns gelungen, trotz der negativen Wertentwicklung von Invest-

ment-Grade-Anleihen, einen positiven Beitrag zum Gesamtergebnis zu erwirtschaften. Treiber des Fondspreisanstiegs waren aber Aktien, deren Anteil an der Gesamtallokation auch bis zur Jahresmitte in der Nähe der 30%-Schwelle lag.

In der ersten Jahreshälfte ging es im Zuge der Impfstoff-Euphorie mit der Ausnahme zweier kleinerer Rückschläge im Februar und Mai ständig bergauf. Die konjunkturelle Verfassung wurde nach dem Corona-Schock des Vorjahres immer besser. Die Notenbanken waren immer noch Garant fast unbegrenzter Liquidität. Die FED bereitete die Märkte frühzeitig und behutsam auf einen moderaten Liquiditätsentzug vor, ohne dass es die Hausse-Stimmung an den Aktienmärkten hätte trüben können.



Erst seit der Jahresmitte wurde die dynamische Entwicklung der Konsumentenpreise und die Reaktionsfunktion der Notenbanken zu dem beherrschenden Thema. Dieses setzte vor allem Staatsanleihen unter Druck, deren Kurse zeitweise deutlich nachgaben. In den letzten Monaten belastet diese Entwicklung auch zunehmend die Aktienmärkte, zumal sich das konjunkturelle Umfeld wieder eintrübt und der Anstieg der Inputpreise an den Gewinnmargen der Unternehmen zehrt. Vor diesem Hintergrund wird es auch 2022 darauf ankommen, auf die Gewinner zu setzen, zu denen wir unsere Schumpeter-Aktien, d.h. Unternehmen mit monopolartigen Strukturen und „Herausforderer“ mit hoher Innovationskraft sowie starkem Wachstum zählen.

Auch 2021 hat unsere Aktienausswahl anhand der Schumpeter-Kriterien zu einem herausragenden Ergebnis geführt (etwa 85% der Wertentwicklung des Fondspreises). Zu den Gewinnern lassen sich vorrangig die Aktien im Technologiebereich rechnen, hier vor allem die Bereiche Internet (Alphabet), Cyber-Security (Palo Alto Networks), aber auch Halbleiter (ASML) und Software/Cloud (Microsoft). Darüber hinaus haben wir zu Beginn des Jahres in den Covid-Impfstoffhersteller Moderna investiert, der sich innerhalb kurzer Zeit mehr als verdoppelt hat. Schlechte Nachrichten hingegen setzten die Kurse der im Laufe des Jahres bereits verkauften Aktien des Spieleherstellers Activision Blizzard und des Internet-Plattform-

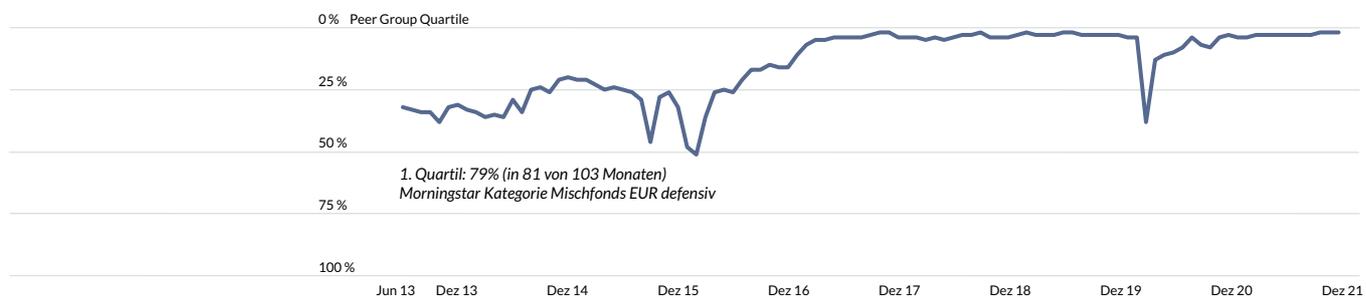
Anbieters Pinterest, aber auch des nach wie vor im Portfolio befindlichen Zahlungsdienstleisters PayPal unter Druck.

Im Anleiheportfolio trugen vor allem Nachranganleihen von Finanzinstituten und Industriewerten und die schwächeren Kreditqualitäten positiv zur Performance bei, die von den im Zuge der konjunkturellen Erholung stabilen Ausfallraten profitieren konnten. Negativ schlugen vor allem Titel mit unternehmensspezifischen Problemen (Softbank) zu Buche.

Um uns für die von uns erwarteten höheren Schwankungen an den Kapitalmärkten zu wappnen, haben wir außerdem zu Jahresbeginn ein sogenanntes „Hedgeportfolio“ mit einem Gewicht von bis zu 10% entwickelt, das größere Drawdowns verhindern soll. Es besteht aktuell zu etwa 60% aus Gold und 40% aus AAA-Staatsanleihen in Euro und US-Dollar. Diese Konstruktion ermöglichte es uns bereits, die Rückschläge im Frühjahr deutlich besser abzufedern als in den vorangegangenen Jahren. Die Volatilität des Fondspreises ist erfreulicherweise deutlich zurückgegangen, ohne dass wir Kompromisse bei der Wertentwicklung eingehen mussten.

Wir favorisieren für 2022 vor allem Aktien und mit gewissen Einschränkungen auch Hochzinsanleihen. Staatsanleihen aus den USA und dem Euro-Raum sind zumindest unter Ertrags-Gesichtspunkten nach wie vor wenig interessant. Die Bäume werden aber

Grafik 5
Vergleichsgruppe Perzentil-Platzierung
für rollierende 3-Jahresrendite p.a.
(mtl. kalkuliert)



nicht in den Himmel wachsen. Wir müssen uns vor allem auf temporäre Rückschläge gerade am Aktienmarkt einstellen, die durch Gewinnenttäuschungen oder Zweifel an der zukünftigen FED-Politik und nicht zuletzt auch durch negativen Newsflow von der Pandemie-Front ausgelöst werden können. Diese Risiken wollen wir aber zur Fortsetzung der guten Wertentwicklung über die letzten Jahre bewusst eingehen.



PHAIDROS FUNDS Fallen Angels

Grafik 6
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Fallen Angels D
und der Vergleichsgruppe
seit Auflage der Anteilsklasse in %



— PHAIDROS FUNDS Fallen Angels D
— Morningstar Vergleichsgruppe
Anleihen EUR hochverzinslich

		5J p.a.	3J p.a.	2021
PHAIDROS FUNDS Fallen Angels D	Rendite	3,0	4,1	2,1
	Vola	7,9	9,9	1,6
MORNINGSTAR Vergleichsgruppe	Rendite	2,5	4,2	2,7
	Vola	7,3	9,1	1,7

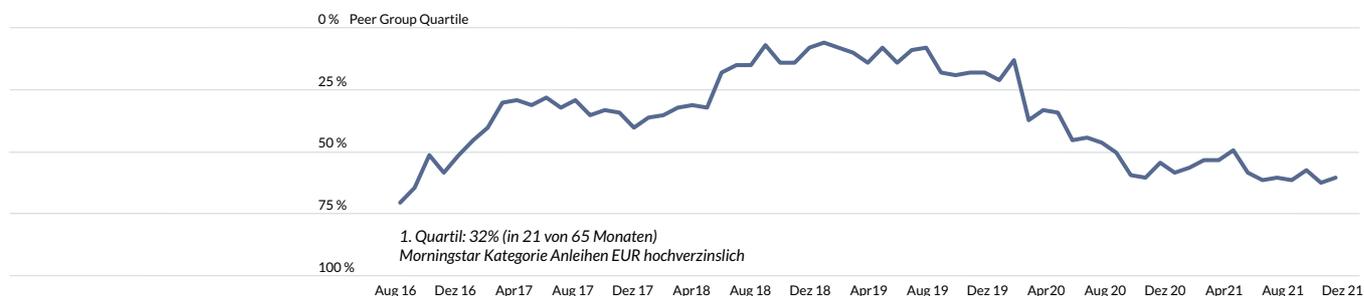
Unser spezialisierter Anleihen Fonds PHAIDROS FUNDS Fallen Angels kann auf ein solides Jahr zurückblicken. Trotz dem niedrigen, aber ansteigenden Zinsniveau, konnte der Fonds je nach Anteilsklasse zwischen 1,59% und 2,44% zulegen. Während Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Investment-Grade Rating über das Jahr einen negativen Ertrag erwirtschafteten, hat der Fonds von der Fokussierung auf Anleihen im Hochzinssegment profitiert.

Der Jahresanfang war geprägt von der wirtschaftlichen Erholung und der vor allem in den USA schnell angelaufenen Impfkampagne. Auch in Europa war ab Mai genügend Impfstoff vorhanden und die Zuversicht wuchs, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie weitgehend überstanden

waren. So konnten die Aktienmärkte im ersten Halbjahr kräftig zulegen und die Risikoprämien für Unternehmensanleihen sanken. Die positive wirtschaftliche Dynamik sorgte dabei auch für einen Zinsanstieg, der aber durch die weiterhin sehr expansive Geldpolitik und vor allem klare Kommunikation der FED und der EZB gemäßigt wurde. Erst zur Jahresmitte wurde die dynamische Entwicklung der Konsumentenpreise und die Reaktionsfunktion der Notenbanken zu dem beherrschenden Thema für die Anleihenmärkte. Seit August ist ein Anstieg der Risikoprämien zu beobachten und die Zinsen für Staatsanleihen tendierten wieder nach unten.

Über das Jahr entwickelten sich vor allem die Nachrangsanleihen der Banken positiv und trugen einen relativ großen Anteil an der

Grafik 7
Vergleichsgruppe Perzentil-Platzierung
für rollierende 3-Jahresrendite p.a.
(mtl. kalkuliert)



guten Entwicklung des Fonds bei. Auch die Anleihen von Immobiliengesellschaften, welche wir Ende letzten Jahres in das Portfolio aufgenommen haben, konnten im Jahresverlauf kräftig zulegen. Industrianleihen mit schlechterer Bonität profitierten von der wirtschaftlichen Erholung und lieferten ebenfalls einen überdurchschnittlich positiven Ergebnisbeitrag zum Fonds.

Unterdurchschnittlich entwickelten sich vor allem die Anleihen mit besserer Bonität, da diese stärker von dem Zinsanstieg betroffen waren. Die Anleihen der Softbank schnitten vor allem aufgrund unternehmensspezifischer Meldungen negativ ab. Das Unternehmen wurde von Kursverlusten bei chinesischen Technologie-Aktien betroffen und sorgte mit einer größeren Auszahlung an die Aktionäre für zusätzliche Verunsicherung bei den Gläubigern.

Die Aussichten für das nächste Jahr haben sich nach der Entwicklung in den letzten Monaten verbessert. Die Risikoprämien befinden sich wieder auf historisch durchschnittlichem Niveau, während das Zinsni-

veau und damit auch die Finanzierungskosten weiterhin auf sehr niedrigem Niveau verharren. Die Ausfallraten bei Unternehmensanleihen sind bereits seit April rückläufig und waren über den ganzen Zyklus unterhalb des Niveaus vergangener Wirtschaftszyklen. Die von den Zentralbanken bereitgestellte Liquidität und die staatlichen Hilfsprogramme haben ihre Wirkung also nicht verfehlt. Wir erwarten weiterhin eine Geldpolitik, die vor allem auf Wachstum ausgerichtet ist, die Realzinsen sollten in Europa daher negativ bleiben. Dies spricht für eine weiterhin sehr niedrige Ausfallrate und lässt die aktuelle Rendite für Hochzinsanleihen auskömmlich erscheinen. Nachdem die pandemiebedingten Verwerfungen am Anleihemarkt sich über das Jahr weitgehend aufgelöst haben, wird eine gute Selektion der einzelnen Anleihen im Portfolio im nächsten Jahr deutlich wichtiger werden.



PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien

Grafik 8
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien E
und der Vergleichsgruppe
seit Auflage der Anteilsklasse in %



— PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien E
— Morningstar Vergleichsgruppe
Aktien weltweit Standardwerte Growth

		5J p.a.	3J p.a.	2021
PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien E	Rendite	--	22,0	12,4
	Vola	--	12,0	9,8
MORNINGSTAR Vergleichsgruppe	Rendite	15,0	23,6	22,1
	Vola	12,9	13,9	8,5

Zu seinem dritten Geburtstag im Dezember 2021 kann man dem PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien ein junges, aber ereignisreiches Leben bescheinigen. Das zweite Pandemiejahr war geprägt von Hoffen und Bangen auf ein Ende der Pandemie, und eine damit einhergehende wirtschaftliche Erholung. Der PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien konnte in dem insgesamt positiven Aktienjahr sein Wachstum fortsetzen, und legte auf Jahresbasis je nach Anteilsklasse zwischen 11,40% und 12,47% zu. Das Fondsvermögen wuchs auf über 162 Mio. EUR an.

Wir sind mit verhalten optimistischen Erwartungen in das Aktienjahr 2021 gestartet. Die fulminante Börsenentwicklung im Jahr 2020 hatte bereits einen Teil des positiven post-Corona Szenarios vorweggenommen, wes-

halb wir keine großen Kurssprünge erwartet haben. Wir hatten als Re-Opening Positionen bereits 2020 Booking.com, Amadeus IT (aufgestockt) und Covivio mit in den Fonds aufgenommen. Aufgrund derselben erwarteten Entspannung verlor der Kurs des Impfstoffherstellers Moderna zur Jahreswende fast die Hälfte an Wert. Diesen Rückgang nutzten wir für einen Einstieg. Insgesamt legten die Aktienmärkte dann einen dynamischen Jahresstart hin, und der PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien konnte bis Mitte Februar um fast 10% zulegen.

Von Anfang Februar bis Mitte März kletterte die Verzinsung für 10-jährige US-Staatsanleihen von etwa 1,0% auf fast 1,8% und schüttelte damit die Aktienmärkte ordentlich durch. Eine nachhaltige Zinswende und das

Ende des ultra-billigen Geldes bedeutet eine Gefahr für die Aktien-Hausse. Und so genügt die alleinige Aussicht, dass dies früher als später der Fall sein könnte, und Gelder aus dem Aktienmarkt abgezogen werden, um eine nervöse Marktreaktion hervorzurufen. Neben der allgemeinen Marktschwäche kam im PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien ein weiterer Effekt dazu. Ein zentraler Schwerpunkt des Fonds sind Herausforderer, also Unternehmen, die bestehende Geschäftsmodelle disruptieren oder gar neue erschaffen. Diese Unternehmen investieren typischerweise in den Anfangsjahren jeden verfügbaren Cent in ihr Wachstum, um dann langfristig hohe Gewinne erwirtschaften zu können. Amazon hat es vorgemacht. Die zeitliche Streckung von Gewinnen bewirkt in der Finanzmodellierung allerdings, dass ein Zinsanstieg, in Form eines höheren Diskontierung-Faktors, umso mehr zu Buche schlägt, je weiter sich diese in der Zukunft befinden. Damit verhalten sich diese Aktien ähnlich wie langlaufende Anleihen (longduration assets). Einige unserer besten Werte des Vorjahrs (Pinterest, Mercadolibre, Teladoc) haben dadurch überproportional an Wert verloren, obwohl sie weiterhin solide Wachstumszahlen ausgewiesen haben.

Lieferengpässe und hohe Rohstoffpreise verteuerten die Produktionskosten vieler Unternehmen. Die Zinsen stiegen jedoch im

Angesicht einer eher verhalten wachsenden Wirtschaft nicht weiter an, wodurch der Aktienmarkt stabil blieb. In einem inflatorischen Umfeld ist es für Unternehmen wichtig, dass sie Preissetzungsmacht haben, um gestiegene Produktionskosten an die Kunden weitergeben zu können. Das ist für einen Großteil unserer Monopolisten der Fall. Die Herausforderer wiederum sind meistens Technologieunternehmen, deren Geschäftserfolg weniger von klassischen Produktionskosten abhängen. Der PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien sollte daher auch für ein dauerhaft erhöhtes Inflationsumfeld robust aufgestellt sein.

Im Oktober setzten die Aktienmärkte, unterstützt von einer sehr soliden Berichtssaison, zu einer Zwischenrallye an, die zu neuen Höchstständen in Europa und den USA führte. Auch die Nominierung von Jerome Powell für eine zweite Amtszeit als Vorsitzender der amerikanischen Zentralbank wurde von den Marktteilnehmern positiv aufgenommen.

Womit kaum jemand im Jahresverlauf gerechnet hatte, war der erneute Siegeszug des Corona-Virus im Herbst, aller Impfbemühungen zum Trotz. In dieser Situation haben wir Kursschwächen bei den post-Corona Profiteuren genutzt, um Airbnb in den Fonds aufzunehmen.



Alles in allem war 2021 ein erfolgreiches Aktienjahr, trotz aller Stürme und Hürden. Heftige Rückschläge wie 2020 und auch befürchtete Unternehmenspleiten blieben aus. Neben der Unterstützung durch die Zentralbanken ist ein wesentlicher Faktor für die Stabilität der Märkte die Anpassungsfähigkeit der Unternehmen und Marktteilnehmer an die neue Normalität. Beides ist nach wie vor gegeben. Und so ist unser Ausblick für das kommende Jahr einmal mehr: Zuversichtlich und verhalten optimistisch.

Innovation





*Die alten Griechen
sprachen von
„kainotomia“, die
Römer hingegen
benutzten das Wort
„novitas“ – im
klassischen Latein
fehlte das Wort
„innovatio“ (die Innovation)
lange Zeit gänzlich.*

Innovation

„Ein steter Anstoß zu Veränderungen geht von ihm aus. Er ist ein Agens der Entwicklung insofern, als er eine stete Quelle von Veränderungen auf dem Feld der Wirtschaft ist, und er ist das Agens der wirtschaftlichen Entwicklung, weil er eine Veränderung der Wirtschaft aus der Wirtschaft selbst heraus erzeugt.“

J.A. Schumpeter
in *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*

Erst während der Renaissance im 13. Jahrhundert wurde der Begriff ins Italienische und Französische aufgenommen, bevor der Dramatiker Shakespeare drei Jahrhunderte später von Innovation - im Sinne der Neuerung – sprach. Die Verjüngung eines pflanzlichen Organismus, welche durch eine Sprosse an älteren Pflanzenteilen entsteht – zuerst in diesem botanischen Zusammenhang fand das Wort Innovation und später auch im Sinne des technischen Fortschritts im letzten Jahrhundert in der deutschen Sprache Gebrauch.

Besonders exponiert wurde der Begriff jedoch durch den österreichischen Nationalökonom Joseph Alois Schumpeter. In seinem 1911 erschienenen Werk „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“ unternimmt er den Versuch, die wirtschaftliche Entwicklung des Kapitalismus zu erklären. Hierbei zielt er auf die Bedeutung der unternehmerischen Innovation ab, welche durch eine neue Kombination von Produktionsfaktoren (klassischerweise Boden, Arbeit oder Kapital) entsteht. Schumpeters Theorie der Innovationen beschreibt somit einen gezielten Veränderungsprozess innerhalb der Wirtschaft und Gesellschaft, welcher durch eine neuartige Zusammenstellung der Produktionsfaktoren hervorgerufen wird. Mit seinen Theorien gelang ihm eine Symbiose von Wirtschaft und Wissenschaft, sodass diese noch heute an Universitäten gelehrt werden, aber auch im Portfoliomanagement – zum Beispiel bei der Titelselektion der PHAIDROS FUNDS – Anwendung finden.

Eine bedeutende Rolle kommt in Schumpeters Werken den „dynamischen Unternehmern“ zu, welche Neukombinationen, auch gegen Widerstände, um- bzw. durchsetzen und somit als treibende Kraft der Innovation stehen.

Durch die Neukombinationen, also den Innovationen, erzielt der dynamische Unternehmer zunächst Monopolrenditen, bevor Nachahmer auf den Markt zu Lasten des Gewinns drängen. Ein Unternehmer steht somit laut Schumpeter immer vor der neuen Herausforderung, neue Kombinationen zu suchen und umzusetzen.

Im Einklang mit der Ethik der Philosophie und fast romantisch beschreibt der Ökonom die Motivation der Entrepreneure – so sei es der Traum und der Wille, ein privates Reich zu gründen, Siegerwille und Freude am Gestalten, nicht die Bedürfnisbefriedigung, Nutzenkalkül oder Gier.



Was jedoch bis heute unter Philosophen, Innovations-Forschern und Wissenschaftlern umstritten bleibt, ist die Frage, wie das Neue erschaffen wird. Metaphysisch betrachtet gibt es hierauf zwei Antworten: Das Neue entsteht außerhalb des Einzelnen und entzieht sich der menschlichen Verfügungsgewalt – als Beispiele dieser Ansicht können hier angeführt werden, dass für die antiken Griechen Prometheus das Feuer brachte oder gemäß den Christen Gott die Welt erschuf. Die zweite Ansicht beschreibt, dass das Neue innerhalb der Individuen entsteht, und zwar durch die kreative Kraft der Ideen. Hier sind Visionäre wie Elon Musk, Steve Jobs oder Mark Zuckerberg anzuführen, welche Innovationen – auch im Sinne Schumpeters - Wirklichkeit werden lassen.

Für Unternehmen bedeutet Innovation einen höheren Wettbewerbsdruck, eine erforderliche Anpassungsfähigkeit bzw. Flexibilität und einen Drang nach sprudelndem Ideenreichtum. Galten lange Zeit Faktoren wie Qualität, Kosten und ein Netzwerk als Wettbewerbsvorteile, entsteht durch die zunehmende Innovationsgeschwindigkeit eine weitere treibende Kraft im Wettbewerbskampf. Innovation erschafft jedoch vor allem Chancen, generiert Wertschöpfung, erschließt neue Märkte, senkt Kosten, steigert Effizienzen. Davon profitiert nicht nur das Wirtschaftswachstum, Innovation schafft darüber hinaus einen Mehrwert für die gesamte Gesellschaft jenseits rein ökonomischer Kriterien.

Innovationskraft lässt sich heutzutage in beinahe allen Branchen finden, sodass Investoren am attraktiven Wachstum samt Monopolrenditen teilhaben können, aber auch eine Branchen-Diversifikation innerhalb des Portfolios gelingt. Doch nicht alles, was medial als Innovation propagiert wird, ist auch für den Investor interessant. Weder Pessimismus im Sinne übermäßiger Technikfeindlichkeit, die hauptsächlich die Risiken betont, noch übertriebener Optimismus à la Dr. Pangloss sind profitable Investment-Strategien. Vor diesem Hintergrund stellen wir nachfolgend drei ausgewählte Innovationsthemen und deren „dynamische Unternehmer“ vor, welche zudem in den PHAIDROS FUNDS vertreten sind. Einige dieser Unternehmen, z.B. Meta (Facebook) oder Alphabet (Google) gelingt es sogar in mehr als einem dieser Innovationsbereiche vertreten zu sein.

Innovation Werbemarkt

Innovation wird vor allem mit bahnbrechenden Entwicklungen in der Medizin oder Raumfahrt verbunden. Weniger aufregend, aber im Alltag sehr relevant, hat sich in den letzten Jahren aber zum Beispiel das Werbegeschäft drastisch verändert. Der boomende Online-Handel und das veränderte Nutzungsverhalten der Konsumenten sorgt für eine ständige Weiterentwicklung bei der Ansprache von potenziellen Kunden. Die Werbebudgets folgen dem Konsumenten und die technologische Entwicklung hat völlig neue Möglichkeiten geschaffen Werbung zielgerichtet zu platzieren. Die Werbeeinnahmen von Zeitungen und Magazinen sind seit über zehn Jahren rückläufig, das Budget für Fernsehwerbung ist seit 2013 weltweit um 20% gesunken. Dagegen weisen Google und Facebook Jahr für Jahr neue Rekordzahlen aus. In diesem Jahr werden über 490 Mrd. USD für Online-Werbung ausgegeben. Das entspricht einer Steigerung von über 30% gegenüber dem letzten Jahr.

Das Wachstum gegenüber dem Vorjahr hat sich dabei von Desktop und Laptop auf mobile Endgeräte verlagert. Über das Smartphone sind potenzielle Kunden noch besser zu identifizieren und gezielter ansprechbar. Zudem bieten das stark gestiegene Nutzungsverhalten immer mehr Möglichkeiten die potenziellen Kunden zu erreichen. Der durchschnittliche erwachsene Smartphone-Nutzer in den USA verbringt 3 Stunden und 54 Minuten vor dem Gerät. Auch in Deutschland liegt die durchschnittliche tägliche Nutzungsdauer bereits bei über 3 Stunden. Einen großen Teil dieser Zeit verbringen die Nutzer dabei auf Facebook, Instagram und Youtube. Google und Facebook haben einen Marktanteil von über 50% am globalen Online-Werbemarkt. Amazon hat erst in den letzten Jahren angefangen verstärkt Werbeeinnahmen zu generieren. Das aktuelle Wachstum und das Potenzial für die nächsten Jahre ist immens, da immer mehr Nutzer direkt auf Amazon nach Produkten suchen. Der Konzern läßt sich die prominente Platzierung eines Produkts bei den Suchergebnissen gut bezahlen.

Fernseh- und Zeitungswerbung wird abhängig von der Auflage oder der Zuschauerzahl bezahlt. Unternehmen wählen den Werbepplatz abhängig vom Programm, Bier verkauft sich gut bei Fußballspielen oder Kosmetikprodukte bei Castingshows. Es trinkt aber eben nicht jeder, der Fußball schaut, auch Bier. Die Werbung wird also auch vielen Zuschauern gezeigt, für die sie nicht relevant ist. Online-Werbung geht einen Schritt weiter. Man denkt über eine neue Anschaffung nach und informiert sich darüber im Internet. In den folgenden Tagen wird man beim Surfen im Internet dann von Werbung zu dem Produkt verfolgt. Bei offenem



Umgang mit Daten geschieht dies auch über unterschiedliche Endgeräte. Die viel-diskutierten Cookies machen es möglich, dass die Information der Produktrecherche an jeden Werbeflächenanbieter (also in dem Fall eine Internetseite) weitergegeben wird. Die Werbefläche wird in Echtzeit bei dem Besuch des Kunden versteigert. Die Versteigerung wird von einer sogenannten Supply-Side-Plattform (SSP) im Auftrag der Internetseite durchgeführt. Dabei gibt die SSP die verfügbaren Informationen über den Nutzer an eine sogenannte Demand-Side-Plattform (DSP) weiter. Über die DSP bieten dann potenzielle Werbekunden für die einzelne Werbefläche für den einzelnen Nutzer. Dieser ganze Prozess läuft im Hintergrund innerhalb von Millisekunden ab, während man darauf wartet, dass die Internetseite lädt.

Es hat sich ein hochkomplexer technologischer Vorgang etabliert, um in Echtzeit eine möglichst passende Werbung für den einzelnen Nutzer anzeigen zu können. Die Kunden der DSP können Kampagnen mit entsprechenden Vorgaben zu Budget, Zielgruppe und angestrebten Werbeflächen auf der DSP hinterlegen. Dadurch kann die DSP in Echtzeit für diese Kunden entsprechend den Vorgaben bieten. DSPs konkurrieren zum einen über den Zugang zu möglichst vielen relevanten Werbeflächen, aber vor allem über den möglichst effizienten Einsatz der Werbebudgets der Kunden.

Der Erfolg einer Werbung ist stark abhängig von der Relevanz für den Kunden. Facebook hat genügend Informationen über seine Nutzer, um überwiegend relevante Werbung zu schalten. Das gleiche gilt für Google als Betreiber der meistbesuchten Website und des meistgenutzten Internetbrowsers. Dadurch können diese Konzerne deutlich höhere Preise für eine einzelne Werbung erzielen als unabhängige Websites, die kaum Informationen über ihre Besucher haben. DSPs sammeln bereits seit Jahren Daten, um Nutzer besser identifizieren und mit relevanterer Werbung erreichen zu können. Dadurch können auch auf unabhängigen Websites höhere Werbeerlöse erzielt werden. Die Effektivität der Werbung wird über die Folgeaktionen der angesprochenen Konsumenten ausgewertet, wie viele Konsumenten klicken auf die Werbefläche und wie viele der Seitenaufrufe führen tatsächlich zu einem Umsatz. Die DSP behält dafür bis zu 20% des über die Werbepattform generierten Umsatzes ein. Diesen strukturellen Wachstumsmarkt haben wir in den Portfolien durch Trade Desk besetzt, die weltweit führende unabhängige DSP.

Die grundsätzlichen Vorteile der Online-Werbung werden, soweit möglich, auch auf das Fernsehen ausgeweitet. Mithilfe von Smart TVs oder TV-Nutzung über einen Receiver wird es auch in diesem Bereich möglich, Zuschauer individuell zu erreichen. Es sehen dann zwar alle Zuschauer zur selben Zeit die Werbung während eines Spielfilms, aber eben für jeden Zuschauer mit unterschiedlichen individuell angepassten Inhalten. Die Entwicklung ist aber noch lange nicht am Ende, vor allem in Europa mit strengem Datenschutz gibt es noch viel Entwicklungspotenzial. So hat Facebook im letzten Jahr etwa 164 USD pro amerikanischen Nutzer generiert. Der durchschnittliche europäische Nutzer brachte dagegen „nur“ 50 USD ein.

Metaversum

Eine Zukunftsreise in eine neue Welt, die niemals schläft

Als Neal Stephenson 1992 in seinem Science-Fiction-Roman „Snow Crash“ über den Begriff des Metaversums - einen virtuellen Ort, an dem sich Menschen durch personalisierte Avatare begegnen - schrieb, war kaum zu erahnen, dass dieses eine der wahrscheinlich mächtigsten Innovationen des 21. Jahrhunderts darstellen wird. Die von Neal Stephenson beschriebene und in vielen Science-Fiction-Filmen dargestellte Manifestation der tatsächlichen Realität, angesiedelt an einem virtuellen Ort, wird ein Teilaspekt des Metaversums sein, doch bietet die heutige Vision weitaus mehr.

Was genau ist das Metaversum? Genauso wie die Vorstellung des heutigen Internets bei der Erfindung dessen im Jahr 1969 schwierig war – vor allem für diejenigen, die sich bis dato noch nicht einmal eingeloggt hatten -, wissen wir heute noch nicht genau, wie das Metaversum beschrieben werden kann. In einem der bekanntesten Essays zum Metaversum, verfasst von Matthew Ball, können jedoch Kernattribute identifiziert werden: Eine eigene Ökonomie, eine ständige Präsenz, synchron und live, mit einer nie dagewesenen Interoperabilität, voller vielfältiger Erlebnisse, die von den unterschiedlichsten Beteiligten kreiert werden.

Das Metaversum gleicht demnach nicht nur einer virtuellen Welt, sondern vielmehr einer digitalen Realität, in welcher personalisierte Avatare in Bereichen des (bisher) analogen Lebens interagieren werden. Die physische und virtuelle Realität wird sich zunehmend verflechten.

Für wen ist das Metaversum gedacht? Die Anwendungshintergründe der Nutzer werden unterschiedlicher Natur sein - für manche bleibt es ein Multiplayer-Videospiel, andere werden es zur Interaktion mit anderen Metaversum-Nutzern und -Geräten verwenden (vor allem im Berufsleben) und wiederum andere werden dort einkaufen und Inhalte erleben. Und dies alles, ohne eine physische Distanz zu anderen Mitnutzern zu erleben.

Wann können wir ins Metaversum eintauchen? Aspekte des Metaversums existieren bereits. Mark Zuckerberg, CEO von Meta (Facebook), schätzt jedoch, dass es fünf bis zehn Jahre dauern könnte, bis sich das Metaversum durchgesetzt haben wird. Jedoch wird das Entstehen des Metaversums in den nächsten zehn Jahren die schöpferische Zerstörung durch das Internet übertreffen und die „Creator Economy“ – ganz im Sinne Schumpeters – fördern.



Unternehmen im Metaversum. Der globale Metaversum-Markt erreichte im Jahr 2020 ca. 56 Mrd. USD und soll bis 2027 mit einer konstanten Wachstumsrate jährlich um ca. 45% auf 600 Mrd. USD wachsen.

Nachdem der Haupteinstieg zum Metaversum durch eine browserbasierte URL mit einem personalisierten Avatar über ein mobiles Gerät erfolgen soll, erscheint es nicht verwunderlich, dass hier vor allem die großen US-Technologieunternehmen vertreten sind.

Das Metaversum-Pendant zum sozialen Netzwerk Facebook, „Horizon Home“, wurde von Meta-CEO Marc Zuckerberg bereits vorgestellt. Microsoft ermöglicht bereits ab dem nächsten Jahr Teams-Meetings in virtueller Realität samt personalisiertem Avatar. Amazon ist mit AWS der weltweit größte Cloud-Anbieter und baut die erste große Spiele-/Rendering-Engine, die speziell für die Cloud-Computing-Ära entwickelt wurde – zwei Bereiche, die aus heutiger Sicht für das Metaversum unverzichtbar scheinen. Apple entwickelt Augmented-Reality-Geräte zum Eintauchen in die virtuelle Realität. Das Metaversum wird mehr Daten liefern als das heutige Web - und kaum jemand kann diese Daten in globalem Maßstab so gut monetisieren wie Google.

Disney versteht das Metaversum als eine 3D-Leinwand, in der verschiedene Formate wie Bücher, Filme und Themenpark-Attraktionen zusammengeführt werden könnten. Auch benötigt es Unternehmen, um digitale Welten und Erlebnisse zu kreieren (z.B. Roblox, Epic Unity oder Autodesk). Der Computerchip-Hersteller Nvidia hat zudem eine Omniverse-Plattform entwickelt, um 3D-Welten zu einem gemeinsamen virtuellen Universum zu verbinden. Auch werden Firmen aus dem Bereich Identitäts- und Zugriffsmanagement oder IT/Cloud-Sicherheit benötigt (CrowdStrike, Palo Alto, Okta). Und nicht zu vergessen sind Unternehmen wie LVMH – denn dann können Sie Ihren Avatar in Dior Sneakern und Louis Vuitton-Handtasche samt Rimowa Koffer auf Reisen schicken.

Das Metaversum gibt vor allem Chancen für Innovationen – und vergrößert für die PHAIDROS FUNDS das Opportunitätsset, sodass sich neben den Big Techs vielleicht auch (noch heute unbekannt) disruptive Herausforderer aus dem Metaversum in den Fonds wiederfinden.

Cybersecurity

Monopolisten unter Dauerbeschuss: Wie Hacker für eine ständige Erneuerung der IT-Branche sorgen

Google, Amazon und Facebook zeigen: Viele Digitalmärkte neigen zum Monopol. Anders der Markt für Cybersecurity, auf dem IT-Dienstleister einer permanenten Flut von Angriffen ausgesetzt sind. Sowohl die Art der Attacken als auch das Einfallstor (Cloud, Server, Endgerät) befinden sich dabei in einem stetigen Wandel. Das Resultat: Ein dynamisches Regime der kreativen Zerstörung. Wie viele andere Digitalisierungstrends auch, haben Cyber Bedrohungen durch die Pandemie einen Schub erlebt. Viele Bereiche des Berufslebens wurden in das Internet oder eine Cloud verlagert, dem Aktionsbereich international organisierter Cyberkrimineller. Laut der Unternehmensberatung Accenture ist die globale Anzahl der Cyber-Attacken in den ersten beiden Quartalen 2021 um ganze 125% gegenüber dem Vorjahr gestiegen.

Grund für die derzeitige Zunahme ist neben einem coronabedingten Digitalisierungsschub der vermehrte Einsatz von Ransomware. Eine Schadsoftware, mit der sich Angreifer in Infrastruktursysteme hacken und sie so lange lahmlegen können, bis Lösegeld in Millionenhöhe fließt. Da von diesen Angriffen häufig kritische Infrastrukturen betroffen sind, wie Krankenhäuser oder Energieversorger, beteiligen sich zunehmend auch staatliche Stellen an der Verfolgung von Cyberkriminellen, zum Beispiel das FBI oder das Bundeskriminalamt. Allerdings fehlen ihnen häufig die nötigen Mittel für einen wirkungsvollen Gegenschlag. Den Großteil der Abwehrarbeit leisten deshalb private Security-Firmen, was ihnen in den vergangenen Jahren ein deutliches Umsatzplus beschert hat. So ist der Gesamtmarkt für Cybersecurity von etwa 53 Milliarden USD in 2019 auf heute rund 74 Milliarden USD gestiegen und könnte laut Prognosen bis 2024 noch einmal auf 110 Milliarden USD anwachsen.

Ein Branchenboom, der zum Aufstieg einiger junger IT-Dienstleister mit innovativen Geschäftsmodellen geführt hat. Eines von ihnen ist CrowdStrike. Das US-amerikanische Unternehmen machte in den vergangenen Jahren mit beeindruckenden Wachstumsraten auf sich aufmerksam, konnte seine Umsätze seit 2018 sogar verzehnfachen. Der Grund: Anders als traditionelle IT-Dienstleister verkauft CrowdStrike seinen Kunden nicht nur passive Virens Scanner und Firewalls, sondern versucht Cyberattacken auch präventiv zu unterbinden, indem es Hacker-Netzwerke gezielt angreift. Seine Strategie gleicht dabei der einer Fußballmannschaft, die ihre Gegner durch aktives Pressing unter Druck setzt und zu Fehlern zwingt. Darüber hinaus setzt CrowdStrike auf Zero-Trust-Architekturen und standardisierte Plattformlösungen, die eine schnelle Skalierung des Geschäftsmodells



bei niedrigen Fixkosten und geringem Kapitaleinsatz ermöglichen. Ein Ansatz, der auch dem amerikanischen Unternehmen Palo Alto Networks einen rasanten Aufstieg beschert hat. Seit seiner Gründung 2005 ist es mit seiner Rund-Um-Plattform samt Künstlicher Intelligenz und Maschinellern zum weltweit führenden Anbieter für Cybersicherheit geworden. Seinen Börsenwert hat es dabei von 57 USD in 2012 (IPO) auf derzeit etwa 520 USD verneunfacht.

Schnelles Wachstum, digitale Plattformen und skalierbare Geschäftsmodelle – beim Blick auf CrowdStrike und Palo Alto Networks werden Erinnerungen an frühere Highflyer der Internet-Branche wach. Ob Google, Amazon, Facebook oder Apple – sie alle haben zu Beginn ihrer Unternehmensgeschichte auf ähnliche Prinzipien gesetzt. Das Ergebnis: Aus innovativen Wachstumstreibern sind innerhalb weniger als zwei Jahrzehnten dominante Monopolisten geworden, die sich nicht nur weite Teile ihrer Konkurrenz, sondern auch die infrastrukturellen Grundlagen ihres gesamten Marktes angeeignet haben. Vom digitalen Vorreiter zum Innovationsstillstand: Steht dem Sektor für Cybersecurity etwa eine ähnliche Entwicklung bevor? Ein zweiter Blick auf die Branche legt ein relativ klares „nein“ nahe. Denn anders als bei Suchmaschinen, sozialen Netzwerken oder dem Onlinehandel zeichnet sich der Markt für IT-Sicherheit durch einen extrem hohen Innovationsdruck aus, der auch mit der Herausbildung dominanter Unternehmen nicht abzunehmen scheint. Ganz im Gegenteil sogar: Je verbreiteter die Produkte von Security-Firmen im Internet sind, desto größer ist der Anreiz für Hacker, ihre Schwachstellen zu identifizieren und ihre Nutzer anzugreifen. Um die Zukunftsaussichten von CrowdStrike & Co. muss man sich als Investor deshalb keine Sorgen machen.

Der technologische Status Quo des Cybersecurity-Marktes wird durch die Hacker also permanent herausgefordert, was im Ergebnis zu extrem kurzen Innovationszyklen führt. Innovative Unternehmen können sich so innerhalb weniger Jahre problemlos vom Herausforderer zum Technologieführer aufschwingen, nur um kurz darauf selbst von der nächsten Generation abgelöst zu werden. Ein extrem amorpher Markt, indem ein radikales Regime der kreativen Zerstörung herrscht – ähnlich, wie es Schumpeter in seinem Hauptwerk „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“ beschreibt. Für Anleger ist ein solcher Markt äußerst attraktiv, da sie in kurzen Abständen immer wieder neue Herausforderer auf ihrem Wachstumspfad begleiten können. Zumindest so lange sie es schaffen, frühzeitig in die vielversprechendsten „Shooting Stars“ der Branche zu investieren. Gelingt das, könnten sie aussergewöhnlich hohe Kursgewinne einstreichen. Langfristige Monopolrenditen durch Investitionen in „Cash Cows“ sind aufgrund der Schnelllebigkeit der Branche dagegen eher nicht zu erwarten.

Ausblick I

2022



2022 – Ein Übergangsjahr in das „neue Normal“

Das neue Jahr wird – vor allem bis Jahresmitte – geprägt sein von ungewohnt hoher Inflation, einer volatilen Konjunktur und vorsichtigen Normalisierungsschritten der Notenbanken. Einen Absturz der Wirtschaft in die Stagflation erwarten wir 2022 ebenso wenig wie einen starken Boom und ein nachhaltiges Überwinden der Säkularen Stagnation. Die vielfach beschworene große Transformation des Wirtschaftssystems vor dem Hintergrund des Klimawandels dürfte ebenso erneut vertagt werden. Am besten lässt sich der Ausblick wohl zusammenfassen als Übergangsjahr, welches erste Blicke auf ein „neues Normal“ bietet. All das klingt wenig aufregend. Für Investoren hat es diese Mid-Cycle Bewegung aber in sich. Denn an den Finanzmärkten sollte die synchrone COVID-Wiedereröffnungsrallye zum Ende kommen, das Risiko von Rücksetzern und Divergenzen werden steigen und die Volatilität zunehmen. Thema des Jahres wird die Selektion von in einem solchen Umfeld erfolgversprechenden Geschäftsmodellen.

Konjunkturausblick: Schwieriges Winterhalbjahr

Zum Jahreswechsel stehen uns wirtschaftlich - vor allem in Europa - noch einige schwierige Monate bevor. Die Konjunktur dürfte ab Frühjahr aber wieder Fahrt aufnehmen. Denn sowohl die COVID-Einschränkungen auf der Nachfrageseite als auch die Material- und Rohstoffengpässe auf der Angebotsseite sollten an Bedeutung verlieren. Gleichzeitig halten Haushalte und Unternehmen in Europa und vor allem in den USA infolge der Pandemie noch hohe Volumen an flüssigen Mitteln, welche Konsum und Investitionen dann wieder anschieben werden. Auch bleibt die Fiskalpolitik ungewöhnlich expansiv ausgerichtet. Nach den enorm starken

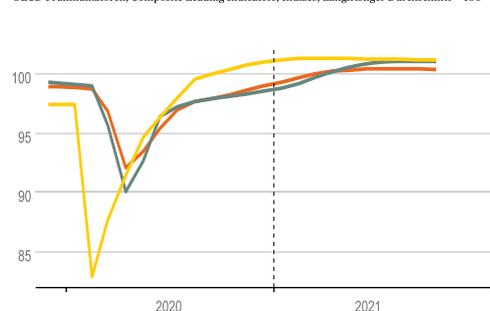
Links: Grafik 9

— USA
— Euro-Raum
— China

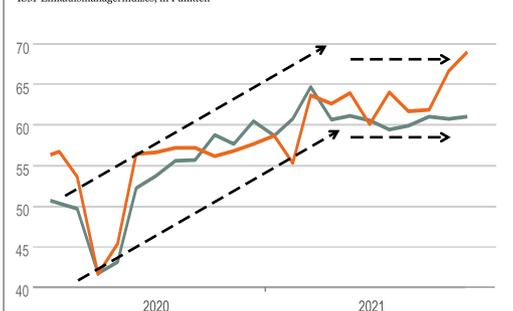
Rechts: Grafik 10

— Industrie
— Dienstleistungen

Synchrone Erholung vollendet, Divergenzen werden wichtiger
OECD Frühindikatoren, Composite Leading Indicators, Indizes, Langfristiger Durchschnitt = 100



Auch auf sektoraler Ebene zeigen sich Unterschiede deutlicher
ISM-Einkaufsmanagerindizes, in Punkten



Impulsen 2020 und 2021 werden die Finanzminister wohl aber etwas vom Gas gehen (müssen). Auch deshalb wird das konjunkturelle Bild – anders als in den beiden Vorjahren – weniger von einer synchronen Wiedereröffnungsbewegung geprägt sein. Vielmehr werden die zyklischen Divergenzen erheblich sein, sowohl auf regionaler als auch auf sektoraler Ebene. Weitere COVID-Wellen können für zusätzliche Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität führen.

In den USA und dem Euro-Raum dürfte die Wirtschaftsleistung 2022 um etwa 4% zulegen. Abhängig vom Verlauf der COVID-Pandemie könnte Europa erstmals seit 2017 wieder etwas schneller wachsen als die USA. Denn vor allem im Euro-Raum ist die Unterauslastung und damit das Aufholpotenzial noch erheblich, die Geldpolitik sorgt länger für sehr günstige Finanzierungsbedingungen und die Konjunkturprogramme der EU (NGEU) stehen erst am Anfang. Insbesondere die Peripherieländer dürften noch Boden gut machen und schneller wachsen als Deutschland. Heterogen wird wohl auch die Entwicklung der Schwellenländer ausfallen. Hier wird es für Länder mit hoher USD-Verschuldung durch die eingesetzte Straffung der Finanzierungsbedingungen zunehmend ungemütlich. Gleiches gilt für stark von Rohstoffimporten abhängige Länder, die mit erheblicher Kosteninflation zu rechnen haben. China bleibt ein Sonderfall. Hier dürfte der Staat seinen Fokus weiter auf die Verteilung der Wohlstandsgewinne der letzten Jahre und die Begrenzung der privaten Verschuldung sowie die Regulierung von Unternehmen zur Abschirmung staatlicher Interessen legen. All dies wird die chinesische Konjunktur wohl weiter bremsen. 2022 ist ein Wachstum von rund 5% realistisch. Das ist zwar deutlich weniger als in den Jahren vor der Pandemie. Grund zur Sorge vor einer ausgeprägten und ansteckenden Finanzkrise besteht aber nicht. Denn die Taschen des Staates sind tief genug, um aufkommende Verschuldungsprobleme im privaten Sektor unter Kontrolle zu halten. Problematisch ist die gemächlichere Gangart in China vor allem für die exportorientierte Industrie in Europa und den USA.

Mit dem Auslaufen der Wiedereröffnungsbewegung werden sich die Treiber der Konjunktur in den USA und Europa etwas verändern. Der private Konsum sollte weniger dominant sein, die Investitionstätigkeit stärker in den Fokus rücken. Dies gilt auch deshalb, da die Unternehmen zunehmend bemüht sind, den steigenden Kostendruck auf der Lohn- und Inputseite durch verstärkten Kapitaleinsatz zu mitigieren. Zudem werden sie leergelaufene Lager wieder auffüllen und dürften – angesichts einer gestiegenen Risikoaversion – auch ihre Kapazitäten in diesem Bereich erhöhen. Der Erfolg dieser Strategie hängt davon ab, wie rasch die Material- und Produktionsengpässe in der Industrie überwunden werden. Beim privaten Konsum wird die reale Kaufkraft durch die erhöhte Inflation

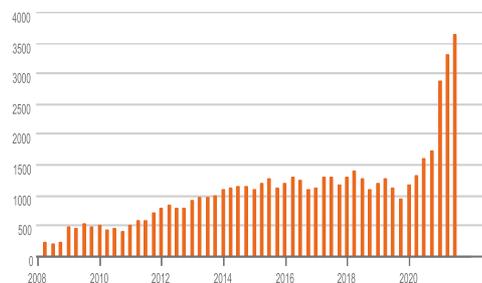
gemindert. Vor allem in den USA sitzen die Haushalte aber nach wie vor auf ungewöhnlich hohen Überschussreserven, weshalb der Konsum auch 2022 einen hohen Wachstumsbeitrag liefern wird. Allerdings dürfte sich die Konsumstruktur deutlich ändern. Im Zuge der Wiedereröffnungen dürften vor allem die US-Konsumenten mehr Mittel in Dienstleistungen stecken, die auch global eine Renaissance erfahren sollten. Eine Übernachfrage wie im Bereich der dauerhaften Konsumgüter ist dabei kaum zu befürchten. Die ungewöhnlich schiefe Verteilung der Überschussersparnis in den USA – etwa 70% entfällt auf die Top-20% der Einkommen – spricht zudem dafür, dass hochpreisige Güter und Dienstleistungen überproportional gesucht sein werden.

Links: Grafik 11

Rechts: Grafik 12

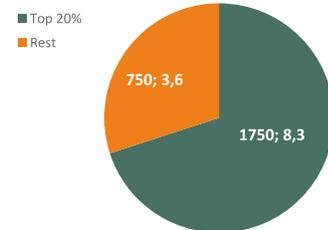
US-Haushalte haben viel auf der hohen Kante

Bargeld und Sichtguthaben der US-Haushalte, in Mrd. USD



Verteilung stark auf die hohen Einkommen konzentriert

Anteil der Überschussersparnis nach Einkommensperzentilen in Mrd. USD und in % am BIP



Inflationsausblick: Inflation sinkt wieder, aber nicht auf alte Niveaus

Die Inflationsdebatte wird zumindest im ersten Halbjahr ein beherrschendes Thema an den Märkten bleiben. Sowohl das Szenario eines nur temporär höheren Preisdrucks als auch das Szenario von stärkeren Zweitrundeneffekten sind nicht auszuschließen. Die Wahrheit wird aber wohl – wie so oft – in der Mitte liegen. Nach anhaltend hohen Inflationsraten in den ersten Monaten des Jahres dürfte die Dynamik in Richtung Jahresmitte abnehmen. Denn die hohen Energie- und Rohstoffpreise sollten sich zum Teil zurückbilden bzw. werden zumindest nicht weiter stark steigen, was auch die Inflationserwartungen dämpfen wird. Am Arbeitsmarkt sollte das Arbeitskräfteangebot vor allem in den USA wieder mehr Flexibilität zeigen und die Erwerbsquote zumindest etwas steigen. Gleichzeitig dürften höhere Kapitalinvestitionen der Unternehmen ihre Arbeitsnachfrage etwas bremsen. Auch deshalb sollte die Lohndynamik von Niveaueinstellungen und damit Einmaleffekten geprägt bleiben. Völlige Entwarnung hinsichtlich der Inflationsrisiken geben wir aber nicht. Denn das neue Normal könnte sowohl in den USA als

auch in Europa etwas über den (angehobenen) Zielwerten der Notenbanken liegen. Neben den Effekten der expansiven Geld- und Fiskalpolitik gewinnen dabei zunehmend strukturelle Inflationstreiber – u.a. die Internalisierung der CO₂-Kosten sowie der Kosten einer Re-Nationalisierung von Produktion – an Bedeutung. Zum Jahresende 2022 sollten die Inflationsraten in den USA und Europa im Bereich von 2,5-3% bzw. 2-2,5% liegen. Die für die Anleihemärkte entscheidenden mittelfristigen Inflationserwartungen dürften bei dieser Entwicklung im Bereich der aktuellen Niveaus verharren.

Links: Grafik 13

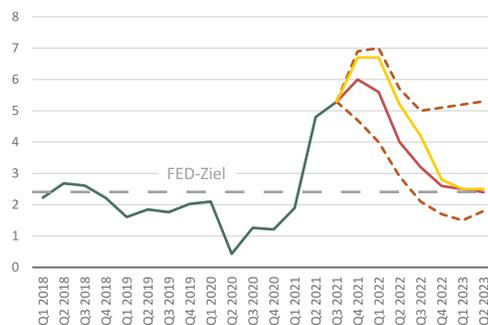
— Median
- - - Min / Max
— DSGE-Modell

Rechts: Grafik 14

— 5J Inflationsswaps
— 5J Haushaltsumfrage

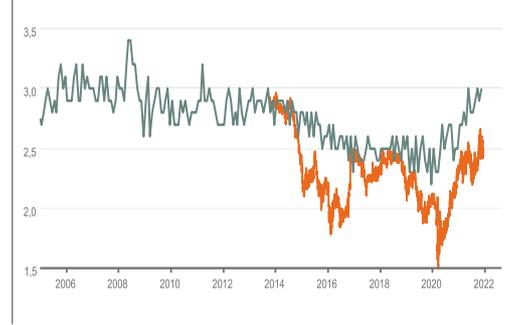
Inflation bis Q2 hoch, dann deutlich im Rückwärtsgang

US Verbraucherpreisinflation, in Prozent p.a. und Prognosen Bloomberg-Umfrage (Konsens) und DSGE-Modell der FED



Mittelfristige Inflationserwartung realistisch gepreist

5,5J Inflationsswaps und 5J Inflationserwartungen des Michigan Survey, in Prozent p.a.



Gretchenfrage: Wie nervös werden die Notenbanken?

Das Wohl und Wehe an den Finanzmärkten wird aber weniger vom Niveau der Inflationsraten abhängen, sondern vielmehr davon, ob sich die Notenbanken zu frühzeitigen Normalisierungsschritten gezwungen sehen und vor allem wie stark diese ausfallen. Insbesondere im ersten Halbjahr wird der Druck durch die hohen Preissteigerungen erheblich sein. An den Anleihemärkten wird aktuell klar auf einen Ausstieg im kommenden Jahr gesetzt. Die Aktienmärkte geben sich deutlich entspannter.

Links: Grafik 15

— Median
- - - Min / Max

Rechts: Grafik 16

— Median
- - - Min / Max

Moderater Anstieg der Nominalrenditen erwartet

10J Treasury-Rendite in Prozent p.a. und Prognosen Bloomberg-Umfrage (Konsens)



Realrenditen dürften niedrig bleiben

10J Treasury-Rendite, inflationsbereinigt (TIPS), in % p.a. und Prognosen auf Basis Bloomberg-Umfrage (Konsens) und bei konstanter 10J Break even Inflation von 2,6%





Risiken kennen, Chancen ergreifen

Über die Risiken des Ausblicks wird in jedem Jahr viel geschrieben. Unter diesen ganz oben steht auch für uns eine unerwartet starke Straffung der Geldpolitik durch ein Entgleisen der Inflationsdynamik in den USA. An zweiter Stelle kommt eine erneute Verschärfung bzw. fehlende Eindämmung der COVID-Pandemie und ihren Auswirkungen auf Produktion, Lieferketten und Handel sowie eine Eskalation der geopolitischen Machtkämpfe zwischen den USA und China, die ebenso v.a. den Welthandel stark belasten könnte. Auch im kommenden Jahr wird es aber Entwicklungen geben, die heute nicht zu antizipieren sind. Diese „unknown unknowns“ sind in der historischen Betrachtung für die Performance mindestens so wichtig wie die vorab bekannten Risiken. Auch deshalb sollte der Prudent Investor auch 2022 nicht nur auf die Risiken fokussiert sein, sondern auch die Chancen in den Blick nehmen. Denn auch wenn die große Transformation des Wirtschaftssystems zur Anpassung an die Megatrends Klimawandel und Demografie wohl aufgeschoben wird, versprechen Entwicklungen in diesen Bereichen sowie im Bereich der Digitalisierung von Wirtschaft, Verwaltung und Gesellschaft weiterhin eine Vielzahl von renditestarken Investitionsmöglichkeiten.

Der Rückenwind lässt nach



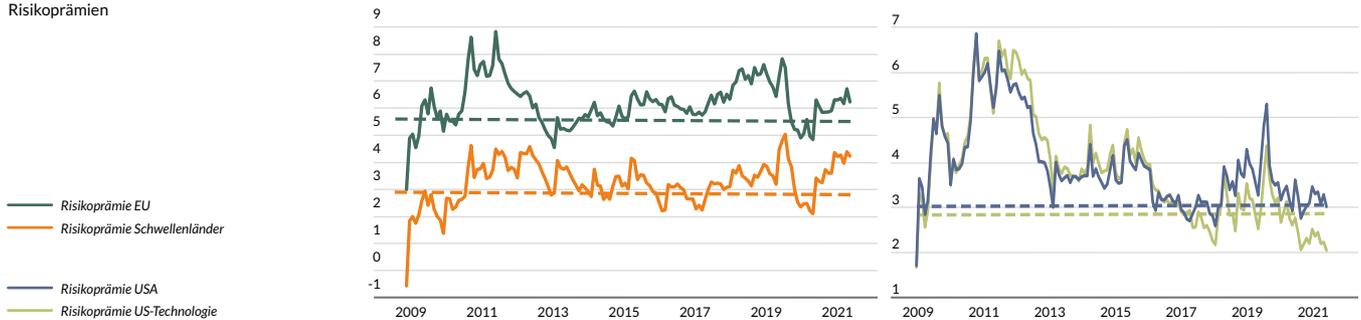


Die Kombination aus robustem Wirtschaftswachstum – wir befinden uns eher in einer konjunkturellen Übergangsphase als am Ende der jüngsten Aufwärtsbewegung – und immer noch sehr niedrigen Renditen von Staatsanleihen macht Aktien und Credits trotz des mittlerweile erreichten Bewertungsniveaus nach wie vor attraktiv.

Die Finanzmärkte haben mittlerweile für 2022 bis zu drei Zinsanhebungsschritte der FED eingepreist. Wenn der Preisauftrieb im zweiten Halbjahr wie erwartet nachlässt, könnten die Finanzmärkte sogar positiv überrascht werden. Nichtsdestotrotz wird die Liquiditätsversorgung nicht mehr so großzügig sein wie bisher. Trotzdem ist ein übertriebener Pessimismus nicht gerechtfertigt. Weder der Aktienmarkt und noch nicht einmal der Technologiesektor erleben eine ähnliche Spekulationsblase wie zur Zeit des Internetbooms zur Jahrtausendwende. Vielmehr ist das aktuelle Motto: „climbing the wall of worry“, getrieben von „FOMO“ („fear of missing out“).

Trotzdem herrscht nicht nur eitel Sonnenschein. Denn vor allem die Aktienmärkte sind auf sich allein gestellt, d.h. Kurssteigerungen wird es nur bei entsprechender Gewinnentwicklung geben. Die Bewertung ist vor allem in den USA recht ambitioniert, so dass höhere KGVs schwer vorstellbar sind. Die Risikoprämie (Gewinnrendite./ Rendite Staatsanleihen 10 Jahre) ist vor allem in den USA gesunken und insbesondere bei den Technologieaktien mit wenig Marktmacht auf dem niedrigsten Stand seit der Finanzkrise (vgl. Grafik 17), d.h. Gewinnenttäuschungen oder ein deutlicherer Renditeanstieg werden nicht mehr so leicht verkraftet wie noch in letzter Zeit. Gerade das von uns erwartete nachlassende Momentum an der Preisfront lenkt das Augenmerk auch wieder auf die Finanzierungskosten (vor allem für die weniger margenstarken Unternehmen, so dass die Risikoprämie (Gewinnrendite ./ Anleiherendite) wieder stärker in den Fokus rücken wird.

Grafik 17
Risikoprämien



Aktien vor Credit und Staatsanleihen

Wir favorisieren für 2022 vor allem Aktien und mit gewissen Einschränkungen auch Unternehmensanleihen. Staatsanleihen aus den USA und dem Euro-Raum sind unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten nach wie vor uninteressant und liefern auch nur begrenztes Diversifikationspotential, z.B. gegenüber Gold.

Wir sehen das Risiko für die Aktienmärkte sowohl auf der Liquiditätsseite als auch auf der Zinsseite als begrenzt an. Die Zentralbankliquidität wird 2022 zwar weniger stark steigen als in den Vorjahren. Ein Risiko ist dies aber in erster Linie für die Rentenmärkte. Denn die Staaten werden sich – angesichts geringerer QE-Käufe der Notenbanken – erstmalig per Saldo wieder neue Investoren in signifikantem Umfang suchen müssen. Ein für die Aktienmärkte gefährlicher kalter Entzug der Liquidität durch einen aktiven Abbau der Notenbankbilanzen ist dagegen wenig realistisch.

Auf der Zinsseite könnten FED und EZB ihre Liftoffs zwar etwas früher beginnen als in ihrer Forward Guidance bisher avisiert. Vor allem die FED wird weiter alles daran setzen, nicht hinter die Kurve zu fallen. Die Zinspfade werden aber sehr flach ausfallen. Im Ergebnis werden die für die Attraktivität von Aktien

entscheidenden Realrenditen trotz der Normalisierungsschritte sehr niedrig und auch in den USA wahrscheinlich sogar negativ bleiben. Dieses Umfeld von höherer Inflation und moderaten Straffungsschritten der Notenbanken sollte für die Aktienmärkte insgesamt verkraftbar sein. Mit einer wichtigen Einschränkung: Nicht alle Segmente werden gleichermaßen gut in diesem Umfeld zurechtkommen.

Links: Grafik 18

— S&P500 Growth vs. Value
— 10J Treasury-Rendite

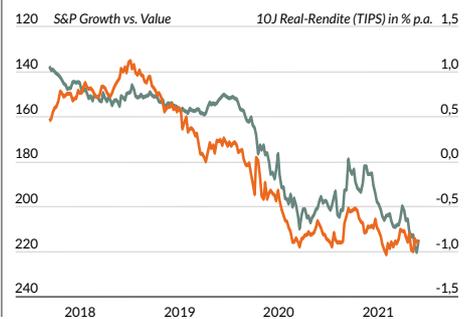
Rechts: Grafik 19

— S&P500 Growth vs. Value
— 10J Real-Rendite (TIPS)

Steigende Nominalrenditen kein Problem für Wachstumswerte,...



... solange Realrenditen niedrig bleiben.



Aktien: Vor allem auf die Gewinnmarge wird es ankommen

Der Gewinnausblick ist nicht mehr so euphorisch wie 2021, aber immer noch robust (vgl. Grafik 20). Dabei trauen wir Europa sogar ein gewisses Aufholpotenzial gegenüber den USA zu. Dies könnte den Boden für eine Outperformance europäischer Aktien legen. Dieses Phänomen haben wir zwar seit der Finanzkrise nicht mehr gesehen. Davor gab es aber immer wieder derartige Phasen. Angesichts der zunehmenden konjunkturellen Unsicherheit werden Unternehmen, die besonders von einer höheren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage abhängen (v.a. Zyklischer), Schwierigkeiten haben, die Gewinnerwartungen zu erfüllen. Unternehmen hingegen, die über einen komparativen Vorteil verfügen und in der Lage sind, auch in einem schwieriger werdenden Umfeld ihre Preisvorstellungen auch durchzusetzen, sind deshalb klar im Vorteil. Dies trifft vor allem in unserem Schumpeter-Ansatz auf die „Monopolisten“ zu. Wachstumswerte sind gegenüber Value-Titeln und Zyklischer außerdem im Vorteil, weil übermäßiger Druck von steigenden Realrenditen, wie gezeigt, ausbleiben wird.

Wie wichtig die Margenentwicklung 2022 sein wird, zeigt die Bewertungsschere zwischen KGV und Kurs-Umsatz-Verhältnis (vgl. Grafik) jeweils auf Basis der Erwartungen für die nächsten 12 Monate. Während sich das Kurs-Umsatz-Verhältnis in den letzten 12 Monaten für den US-Aktienmarkt von 2,5 auf 3 erhöht hat, ist das KGV von 26 auf 22 zurückgegangen. Dieser Rückgang lässt sich allerdings nur mit der Annahme begründen, dass die Gewinnmargen auf dem derzeit hohen Niveau gehalten werden können. Sollte dies nicht der Fall sein, sind Aktien deutlich weniger attraktiv.

Die Underperformance von Finanzwerten verläuft typischerweise parallel zur Abflachung der Zinsstrukturkurve. Da wir ein weiteres Bear-Flattening, d.h. einen stärkeren Anstieg der kurzen als der längeren Renditen, in den USA zumindest vorübergehend erwarten, wird sich dieser Trend fortsetzen. Im Euro-Raum kommen als Performancebremse steigende regulatorische Eigenkapitalanforderungen hinzu, die den Banken die aktivere Teilnahme am Kreditschöpfungsprozess verwehren. Auch bleibt die Kreditnachfrage gebremst, da v.a. Unternehmen hohe Liquiditäts-Polster haben und zudem verstärkt über den Kapitalmarkt finanzieren.

Grafik 20
erwartete Gewinnentwicklung

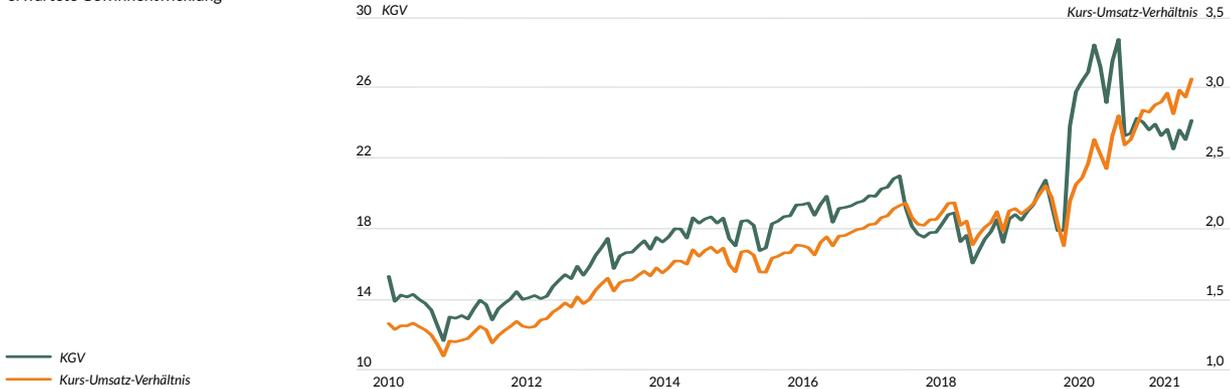


Tabelle 1
Bewertung

	Gewinnwachstum 2022	KGV	Bandbreite KGV 2010-2021
S&P 500	8,2%	21	11 - 27
S&P 500 Information Technology	9,1%	27	11 - 31
STOXX 600 Europa	5,5%	16	10 - 24
MSCI Emerging Markets	7,6%	11	9 - 20

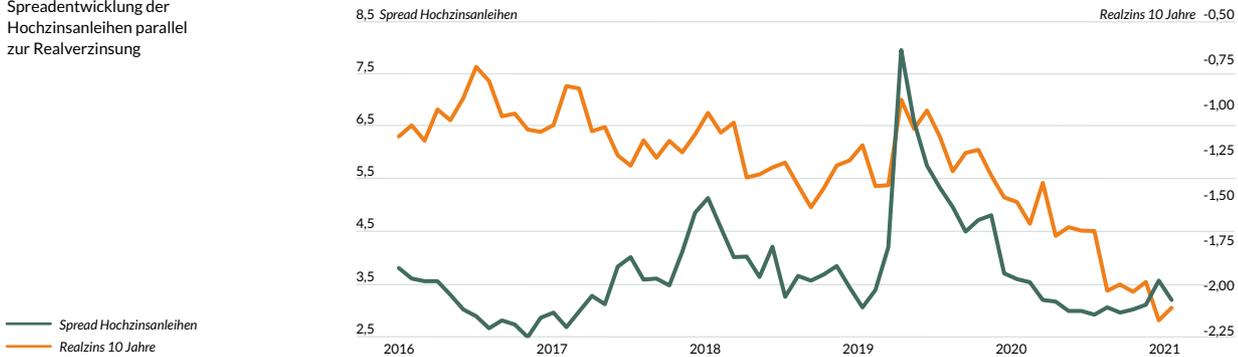
„Stock-Picking“-Qualitäten sind jedenfalls wieder stärker gefragt. Das unternehmensspezifische Risiko und damit die Verteilung der Wertentwicklung wird größer als in den letzten beiden Jahren sein.

Unternehmensanleihen: Spreadausweitung wahrscheinlich, Wertentwicklung aber trotzdem besser als bei Staatsanleihen

Ähnliches gilt auch für Unternehmens- und insbesondere Hochzinsanleihen. Wegen der im historischen Vergleich niedrigen Risikoaufschläge wird es nur zu einer absolut positiven Entwicklung kommen, solange die Ausfallraten niedrig bleiben. Auch 2022 werden die Staaten einen starken Anstieg der Unternehmens-

insolvenzen verhindern (wollen). Die Bereitschaft für Marktberichtigungen bleibt auf Seiten der Geld- und der Fiskalpolitik gering. Emittenten mit solider finanzieller Ausstattung und stabilem Cashflow sind hier erste Wahl. „Credit“ bleibt unsere bevorzugte Wahl im Anleihesegment.

Grafik 21
Spreadentwicklung der
Hochzinsanleihen parallel
zur Realverzinsung



Die Spreadentwicklung vor allem der Hochzinsanleihen läuft parallel zu der Realverzinsung (vgl. Grafik 21). Steigt diese, was wir nicht erwarten, erhöhen sich auch die Risikoaufschläge. Allerdings sind diese bei Hochzinsanleihen im historischen Vergleich noch auskömmlicher als im Investment-Grade-Segment, dessen Absorptionsfähigkeit eines Renditeanstiegs (nominal und real) deutlich geringer ist (vgl. Grafik 22). Das Hochzinssegment liefert erst dann keinen Zusatzertrag über Staatsanleihen mehr (bei gleicher Duration), wenn deren Rendite um mehr als 1% steigt. Investment-Grade-Anleihen haben dagegen nur einen „Puffer“ vom 0,1%.

Grafik 22
Absorptionsfähigkeit eines
Zinsanstiegs für HY & IG



Wir müssen uns jedenfalls auf höhere Schwankungen einstellen, da die Phase starken Wachstums bei gleichzeitiger monetärer und fiskalischer Expansion allmählich zu Ende geht. Temporäre, auch deutlichere Spreadausweitungen drohen vor allem dann, wenn das Vertrauen der Investoren in die FED weiter schwinden sollte. Klassische Hochzinsanleihen und Hybridanleihen von Finanzinstitutionen bleiben attraktiver als Investment-Grade-Anleihen und Nachrangpapiere von Industrieunternehmen.

Staatsanleihen und Anleihen aus Schwellenländern: 2021 reloaded

Wie bereits mehrfach angeklungen, wird es IG-Staatsanleihen dagegen ähnlich wie 2021 kaum gelingen, Kursverluste zu vermeiden. Wenn Anleihen, dann lieber Kreditrisiken als Durationsrisiken (vgl. Grafik 23).

Grafik 23
Spread EU-Staatsanleihen seit 1997
mit mid-cycle-periods



Währungsrisiken im Anleihebereich lohnen sich für den Euro-Investor allenfalls im US-Dollar, wo der Zinsvorteil nicht durch eine gegenläufige Währungsbewegung, sprich Aufwertung des Euro, zunichte gemacht werden wird, eher das Gegenteil. Der US-Dollar bleibt angesichts des beginnenden „Tightening-Cycle“ der FED gut unterstützt, vor allem auch gegenüber den Währungen der Schwellenländer, deren Anleihemärkte auch 2022 keine lohnende Alternative bieten werden.

China: Die „Wild Card“

Die chinesischen Kapitalmärkte bieten sich auch 2022 als Diversifikations-Instrument an. Im Gegensatz zu den westlichen Volkswirtschaften befindet sich China bereits im Sinkflug, weshalb es zu monetären Lockerungsschritten kommen wird. Trotzdem wird nach Prognosen des IWF der Beitrag Chinas zum Wachstum



der Weltwirtschaft 25% betragen. Ein Wiederaufleben der Kapitalzuflüsse nach China ist nach der Aktien-Baisse 2021 vorstellbar. Neben Anleihen in Renminbi könnten auch chinesische Aktien wieder gefragter sein, sofern sich der politische Druck vor allem auf Technologieunternehmen nicht weiter verschärft.

Gold: Reale Rendite entscheidet über Wertentwicklung

2021 war kein gutes Jahr für den Goldpreis, obwohl die realen Renditen rückläufig waren. Zur Diversifikation ist Gold aber immer noch besser geeignet als AAA-Staatsanleihen. Wie mehrfach erwähnt, sehen wir aber nur begrenztes Aufwärtspotential für die Realrenditen, wodurch der Goldpreis nach unten abgesichert ist. Ein weiterer Schub könnte von der Abkühlung der „Crypto-Mania“ kommen, durch die Abflüsse aus Gold-ETFs allmählich nachlassen sollten, weil Gold im Zweifelsfall eben doch das stabilere Wertaufbewahrungsinstrument ist.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Grundlagen für ein positives Börsenjahr 2022 gelegt sind. Die Bäume werden aber nicht in den Himmel wachsen. Wir müssen uns außerdem auf temporäre Rückschläge gerade am Aktienmarkt einstellen, die durch Gewinnenttäuschungen oder Zweifel an der zukünftigen FED-Politik und nicht zuletzt auch durch negativen Newsflow von der Pandemie-Front ausgelöst werden können. Die Risiken sind aber trotzdem beherrschbar und rechtfertigen die gemäßigt offensive Ausrichtung.

Übersicht der verwendeten Charts

Rückblick

- 7 Grafik 1
Zwei Inflationsraten,
eine Geschichte

Fondsberichte

- 11 Grafik 2
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Balanced
und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe in %
- 13 Grafik 3
PHAIDROS FUNDS Balanced
Vergleichsgruppe Perzentil-Platzierung
für rollierende 3-Jahresrendite p.a.
(mtl. kalkuliert)
- 14 Grafik 4
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Conservative
und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe in %
- 16 Grafik 5
PHAIDROS FUNDS Conservative
Vergleichsgruppe Perzentil-Platzierung
für rollierende 3-Jahresrendite p.a.
(mtl. kalkuliert)
- 17 Grafik 6
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Fallen Angels
und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe in %
- 18 Grafik 7
PHAIDROS FUNDS Fallen Angels
Vergleichsgruppe Perzentil-Platzierung
für rollierende 3-Jahresrendite p.a.
(mtl. kalkuliert)
- 19 Grafik 8
Wertentwicklung des
PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien
und der Vergleichsgruppe seit Fondsaufgabe in %

Ausblick I

- 33 Grafik 9:
Synchrone Erholung vollendet,
Divergenzen werden wichtiger
- Grafik 10:
Auch auf sektoraler Ebene zeigen sich
Unterschiede deutlicher
- 35 Grafik 11:
US-Haushalte haben viel
auf der hohen Kante
- Grafik 12:
Verteilung stark auf die hohen
Einkommen konzentriert
- 36 Grafik 13:
Inflation bis Q2 hoch, dann deutlich
im Rückwärtsgang
- Grafik 14:
Mittelfristige Inflationserwartung
realistisch gepreist
- Grafik 15:
Moderater Anstieg der
Nominalrenditen erwartet
- Grafik 16:
Realrenditen dürften
niedrig bleiben

Ausblick II

- 40 Grafik 17:
Risikoprämie
- 41 Grafik 18:
Steigende Nominalrenditen kein
Problem für Wachstumswerte,...
- Grafik 19:
... solange Realrenditen niedrig bleiben.
- 42 Grafik 20:
erwartete Gewinnentwicklung
- Tabelle 1:
Bewertung
- 43 Grafik 21:
Spreadentwicklung der
Hochzinsanleihen parallel
zur Realverzinsung
- Grafik 22:
Absorptionsfähigkeit eines
Zinsanstiegs für HY & IG
- 44 Grafik 23:
Spread EU-Staatsanleihen seit 1997
mit mid-cycle-periods



Wichtige Hinweise

Dieses Dokument enthält lediglich globale Einschätzungen, welche auf der Grundlage der mit größter Sorgfalt erstellten Analysen der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH getroffen wurden.

Die Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement 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, Morningstar und Refinitiv 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 abgestimmte konkrete 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 Anteilsklasse F des PHAIDROS FUNDS Balanced, auf die Anteilsklasse B des PHAIDROS FUNDS Conservative, auf die Anteilsklasse D des PHAIDROS FUNDS Fallen Angels und Anteilsklasse E des PHAIDROS FUNDS Schumpeter Aktien.

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 Vermögensmanagement GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.

Bildnachweis

istockphoto: lerbank
istockphoto: akindo
istockphoto: IR_Stone
Adobe Stock: PureSolution
istockphoto: katflare
istockphoto: Leonid studio

© 2022
Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH

Geschäftsführung:
Dr. Georg Graf von Wallwitz
Dr. Ernst Konrad
Dr. Oliver Liebig
Uwe Diehl

Eyb & Wallwitz
Vermögensmanagement GmbH

Maximilianstraße 21
80539 München

Tel. +49 (0)89 / 25 54 66 - 0
Fax +49 (0)89 / 25 54 66 - 10
info@eybwallwitz.de

Kettenhofweg 25
60325 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0)69 / 27 31 148 - 00
Fax +49 (0)69 / 27 31 148 - 09
sales@eybwallwitz.de



eybwallwitz.de