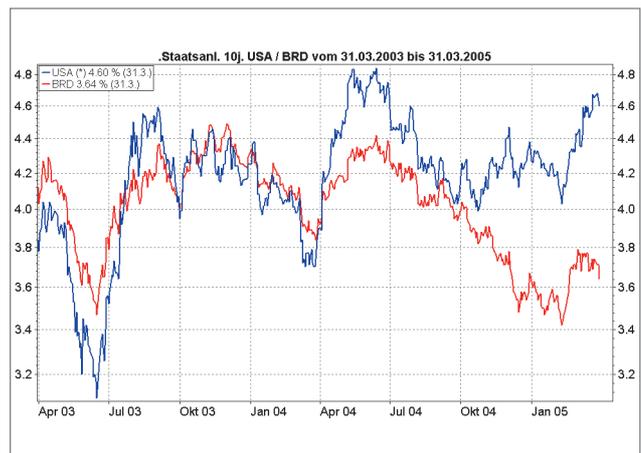
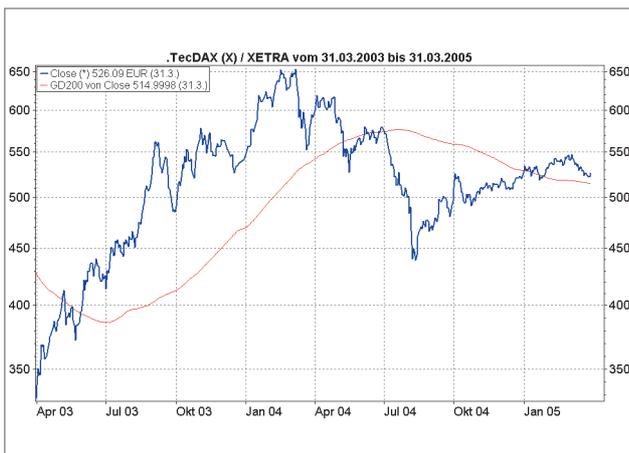
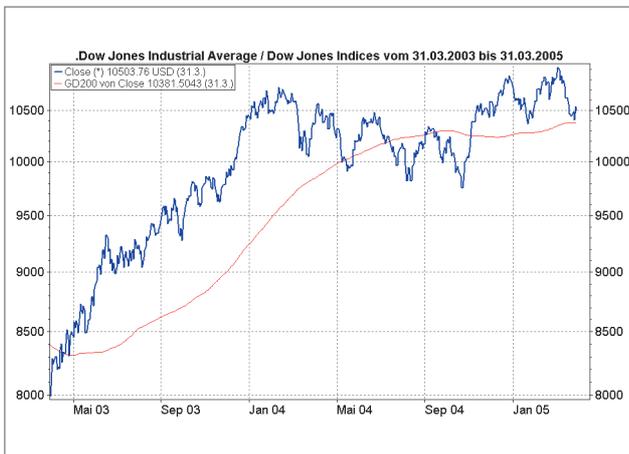
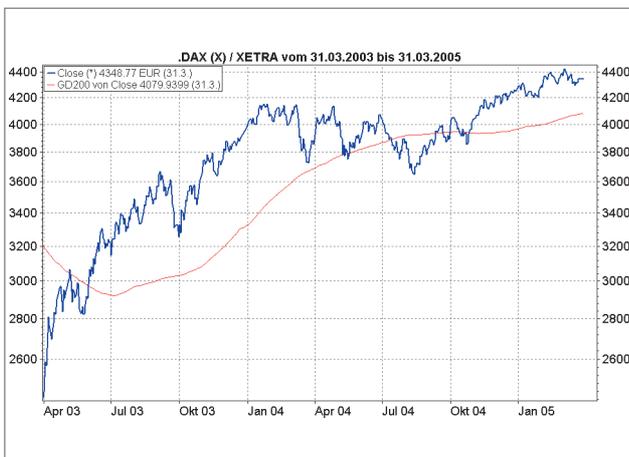


Bericht über die Entwicklung
der internationalen Finanzmärkte
im 1. Quartal 2005

- Das Wachstumstempo der Weltwirtschaft zeigte Anzeichen einer Abflachung.
- Die Kurse an den internationalen Aktienbörsen zogen zunächst an. Gegen Ende des Quartals setzten jedoch infolge des ungebrochenen Aufwärtstrends der Rohstoffpreise und in der Mehrzahl enttäuschend ausgefallener Konjunkturdaten Gewinnmitnahmen ein.
- Hinweise der führenden Zentralbanken im Hinblick auf ein sich eintrübendes Inflationsumfeld – die amerikanische Zentralbank setzte ihren Zinserhöhungszyklus maßvoll fort – lassen die Kapitalmarktrenditen steigen.
- Der EUR gerät wegen der schwachen Konjunkturdaten der Eurozone unter Abgabedruck.



Rückblick

Nachdem das **Wachstum** der Weltwirtschaft im vergangenen Jahr mit rund 5,0% auf das höchste Niveau seit rund 30 Jahren geklettert war, zeigten sich im ersten Quartal wie erwartet Anzeichen einer Verlangsamung des Expansionstempos. Angedeutet wurde die konjunkturelle Beruhigung bereits gegen Ende 2004 durch den Rückgang der Frühindikatoren der OECD, die sich - gemessen an ihren sechsmonatigen Veränderungsdaten, die allgemein als guter Indikator für den künftigen Wachstumsverlauf angesehen werden – deutlich abschwächten.

Regional blieben die Unterschiede in den Wachstumsraten dabei auch im ersten Quartal des laufenden Jahres bestehen. Während in den USA die Wirtschaftsleistung auch weiterhin mit einer Rate zunahm, die oberhalb des Produktionspotentials von 3,0% - 3,5% anzusiedeln ist, fiel das Wirtschaftswachstum in der Eurozone erneut sehr enttäuschend aus.

Abzulesen ist der unterschiedliche Konjunkturverlauf auch an der **Geldpolitik** der amerikanischen und europäischen Notenbank. Während die FED in den USA vor dem Hintergrund des starken Wirtschaftswachstums ihre Politik einer maßvollen Straffung fortsetzte und ihren Leitzinssatz auf den beiden Sitzungen ihres Offenmarktkomitees um erneut jeweils 25 Basispunkte auf 2,75% hin an hob, beließ die Europäische Zentralbank ihren Leitzinssatz mit 2,0% auf unverändertem Niveau.

Die **Renditen an den internationalen Kapitalmärkten** verblieben unter Schwankungen auf ihren historisch niedrigen Niveaus. Aufgrund der zunehmenden Warnungen der Zentralbanken vor einer allgemeinen Zunahme des Preisdrucks näherten sie sich gegen Ende des Quartals und hier insbesondere in den USA mit 4,5% (Eurozone 3,7%) ihren oberen Schwankungsgrenzen.

Hintergrund des sich eintrübenden Preisumfeldes sind der ungebrochene Anstieg der **Rohstoffpreise** – beispielsweise kletterte der CRB-Rohstoffindex weiter um rund 10%, die Rohölpreise verteuerten sich nach der Beruhigung zum Jahreswechsel in der Spitze um über 30% und erreichten neue historische Höchststände – und die zunehmende Auslastung der Produktionskapazitäten, die den Unternehmen Preisspielräume eröffnen.

An den **internationalen Aktienmärkten** zogen die Kurse zu Jahresbeginn auf breiter Front zunächst an. Mit der zunehmenden Zahl enttäuschend ausgefallener Konjunkturdaten in Kombination mit dem unaufhaltsamen Anstieg der Rohstoffpreise nahmen die Wachstumszweifel jedoch merklich zu. Die Investoren stellten vermehrt die Prognosen hinsichtlich der erwarteten Entwicklung der Unternehmensgewinne in Frage und gingen daher gegen Ende des Quartals zu Gewinnmitnahmen über. Die Konjunktursorgen wurden insbesondere im wachstumssensitiven Hightech-Bereich sichtbar. Die Wertentwicklung der Aktien des Sektors stellte sich deshalb am negativsten dar. In der Eurozone profitierten die Aktienmärkte von dem in Relation zu den USA nennenswert geringeren Bewertungsniveau und verteidigten zumindest einen Teil ihrer zuvor erreichten Gewinne.

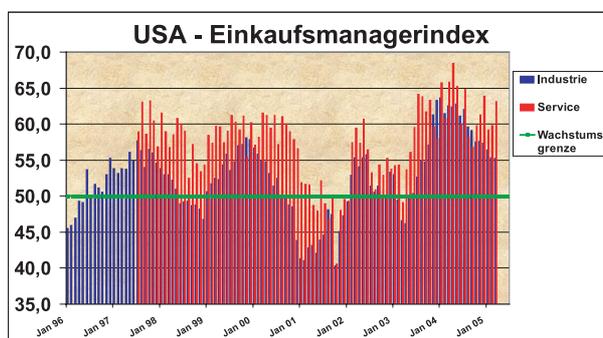
Index	31.12.03	31.12.04	Änderung
Dow-J-Ind.	10.454	10.783	+ 3,1%
NASDAQ	2.003	2.175	+ 8,6%
STOXX-50E	2.761	2.951	+ 6,9%
DAX	3.965	4.256	+ 7,3%
TECDAX	542	520	- 4,0%

Index	31.12.04	31.03.05	Änderung
Dow-J-Ind.	10.783	10.504	- 2,6%
NASDAQ	2.175	1.999	- 8,1%
STOXX-50E	2.951	3.056	+ 3,6%
DAX	4.256	4.349	+ 2,2%
TECDAX	520	526	+ 1,2%

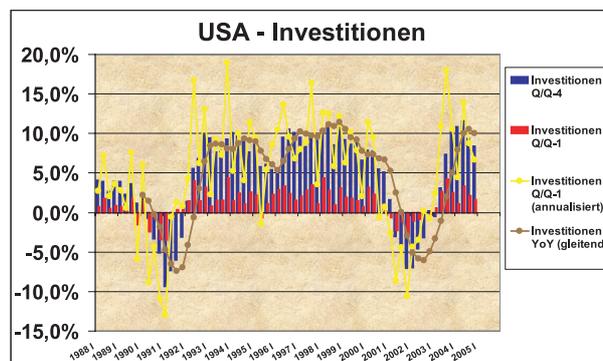
Der **EUR** unterlag im Berichtszeitraum starken Schwankungen. Nach zunächst einsetzenden Gewinnmitnahmen in Reaktion auf sein Hoch zum Jahreswechsel (USD 1,35) fiel er auf rund 1,28 USD zurück. Die ungelöste Zwillingdefizitsproblematik in den USA spiegelte sich anschließend in einem Anstieg in die Nähe der zuvor erreichten Rekordstände wider. Nach der Veröffentlichung enttäuschender Konjunkturdaten in der Eurozone und Spekulationen auf eine künftig aggressivere Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank geriet der EUR jedoch erneut unter Abgabedruck und beendete das Quartal bei rund USD 1,2925.

Konjunkturausblick

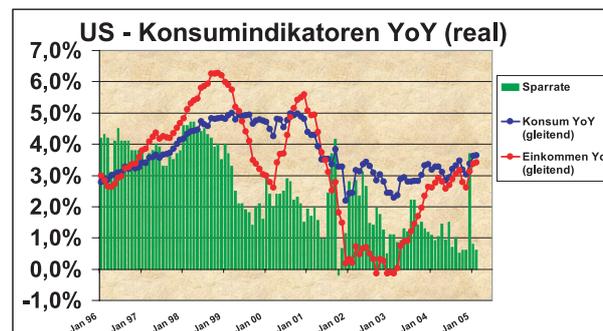
In den **USA** ist von einem Fortgang des robusten Wirtschaftswachstums auszugehen. Die **Stimmungsindikatoren des Unternehmenssektors** befinden sich weiterhin auf einem hohen Niveau. So übertreffen sowohl der Einkaufsmanagerindex der Industrie als auch derjenige des Servicebereiches mit 55,2 Punkten bzw. 63,1 Zählern die auf künftiges Wachstum deutende Grenze (50 Punkte) nach wie vor erheblich.



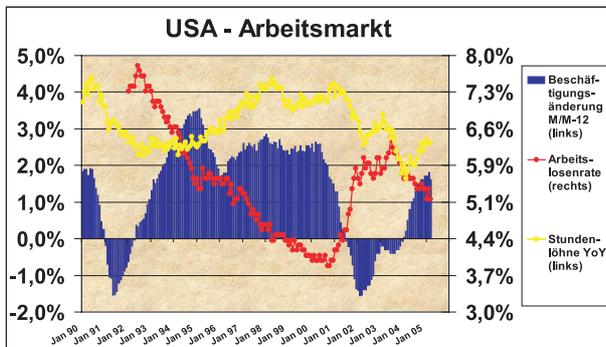
Da die Stimmung im Industriesektor trotz des gegenwärtig nach wie vor hohen Niveaus seit geraumer Zeit deutlich zurückgeht, ist nicht von einer Beibehaltung der Investitionstätigkeit in bisheriger Höhe auszugehen. Mit einer leichten Abschwächung der Expansionsrate der Investitionsnachfrage muß daher gerechnet werden.



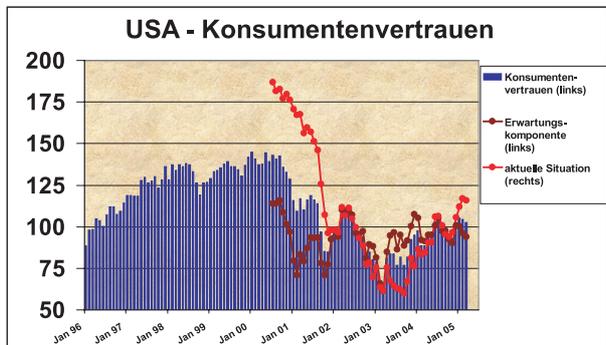
Trotz des allgemein steigenden Zinsniveaus und des absehbaren Auslaufens von die **Konsumnachfrage** fördernden Sondereffekten (Refinanzierungsaktivitäten und Steuerersenkungen) verblieb die Verbrauchernachfrage, die das Wachstum in den USA zu rund 70% bestimmt, auf hohem Niveau. Die gleitende reale Jahreswachstumsrate nahm kräftig auf 3,6% zu.



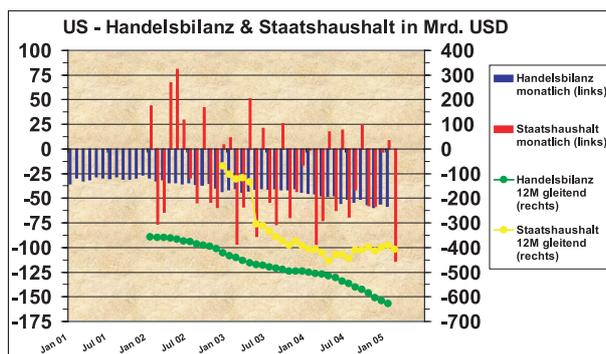
Allerdings befindet sich die Sparrate mittlerweile auf sehr geringem Niveau, so dass bei weiteren Zinssteigerungen und vor dem Hintergrund des hohen Verschuldungsgrades der amerikanischen Bevölkerung im Jahresverlauf von einer Verlangsamung des Wachstumstempos der Nachfrage ausgegangen werden muß. Darüber hinaus könnte sich das Umfeld am amerikanischen **Arbeitsmarkt** als Belastung für die Konsumnachfrage darstellen. Trotz der kräftigen Erholung im Unternehmenssektor fällt das Beschäftigungswachstum im gegenwärtigen Aufschwung schwächer als in der Vergangenheit aus.



Beispielsweise rechneten Volkswirte im März mit einem Beschäftigungswachstum von rund 220.000 Personen. Tatsächlich nahm die Zahl der Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft nur um 110.000 Personen zu. Zusätzlich wurde die Zunahme der Zahl der Arbeitsplätze in den Vormonaten deutlich nach unten revidiert. Die Stimmung der Bevölkerung und damit die Ausgabeneigung könnten mittelfristig hierunter leiden. Der **Index des Verbrauchervertrauens** gab bereits in den vergangenen beiden Monaten nach. Da mittlerweile das Subbarometer der Erwartungen unterhalb desjenigen der aktuellen Lageeinschätzung notiert, ist eine weitere Stimmungseintrübung der Bevölkerung in den kommenden Monaten wahrscheinlich.



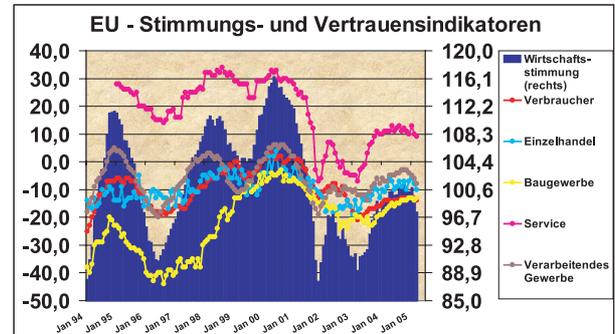
Positive Wachstumsimpulse werden weiterhin von der **Staatsnachfrage** ausgehen. Aber auch hier wird das Expansionstempo aufgrund der hohen Staatsverschuldung und des hieraus resultierenden Konsolidierungsbedarfs nachlassen. Demgegenüber nehmen das **Außenhandelsdefizit** und damit die restriktiven Impulse auf das Wirtschaftswachstum in den USA wegen der hohen Anschaffungsneigung der Bevölkerung kontinuierlich zu.



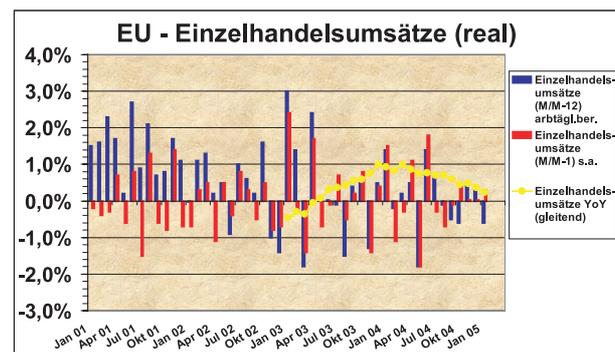
Insgesamt gesehen wird die Expansionsrate in den USA daher von dem erreichten hohen Niveau im Vorjahr zurückgehen. Die im Abschlußbericht des vergangenen Jahres kalkulierte

Wachstumsrate von 3,2% erscheint aber vor dem Hintergrund der starken Konsumnachfrage im ersten Quartal aus gegenwärtiger Sicht zu gering. Eine kleine Aufwärtskorrektur auf rund 3,5% ist u.E. angemessen.

In der **Eurozone** stellt sich die gegenwärtige wirtschaftliche Situation demgegenüber weiterhin erheblich negativer dar. Trotz des insgesamt stimulierenden weltwirtschaftlichen Umfeldes befinden sich die **Stimmungsindikatoren** mittlerweile auf breiter Front wieder auf dem Rückzug.

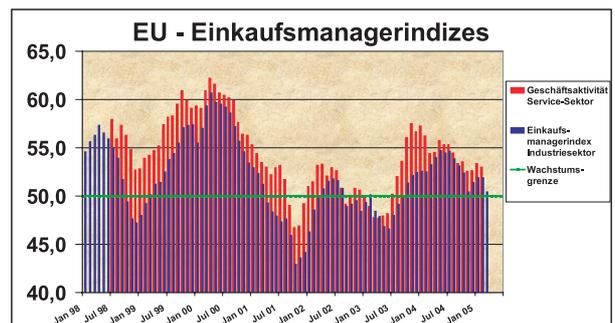


Die schlechte Stimmungslage innerhalb des Eurolandes steht daher einer Erholung der privaten Konsumnachfrage weiterhin entgegen. So strebt das reale Wachstum der in gleitender Jahresrate gemessenen **Einzelhandelsumsätze** mittlerweile nahezu gegen Null.

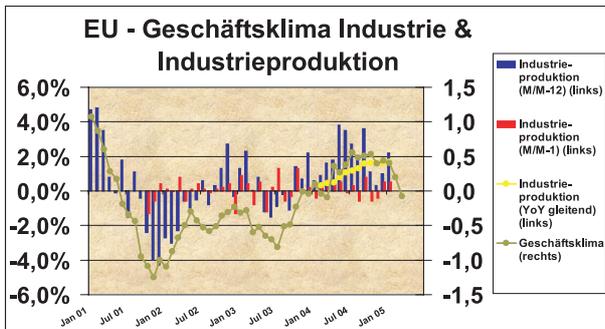


Da aufgrund der enttäuschenden Konjunktorentwicklung Beschäftigungseffekte auf dem Arbeitsmarkt bisher ausgeblieben sind – die **Arbeitslosenrate** verharrt EU-weit seit einem Jahr unter geringen Schwankungen bei 8,9% - ist eine generelle Zunahme der Nachfragebereitschaft auch in den kommenden Monaten nicht in Sicht.

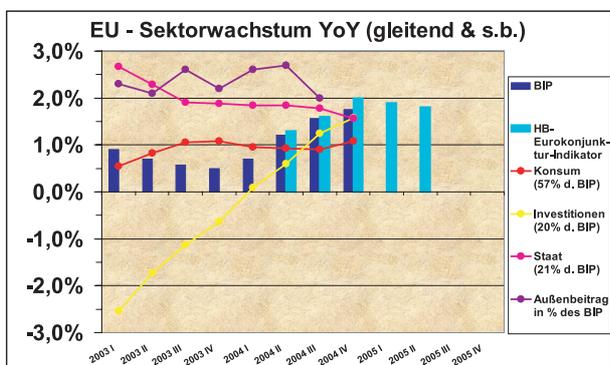
Voraussetzung für eine Verbesserung der Beschäftigungsperspektiven ist eine Besserung des Stimmungsbildes im Unternehmenssektor. Anhand des Verlaufs der **Einkaufsmanagerindizes** des Industrie- und des Sektors ist aber keine wesentliche Stimmungsaufhellung erkennbar. Derjenige des Industriesektors weist mittlerweile mit lediglich 50,4 Punkten sogar in Richtung auf ein Nullwachstum hin.



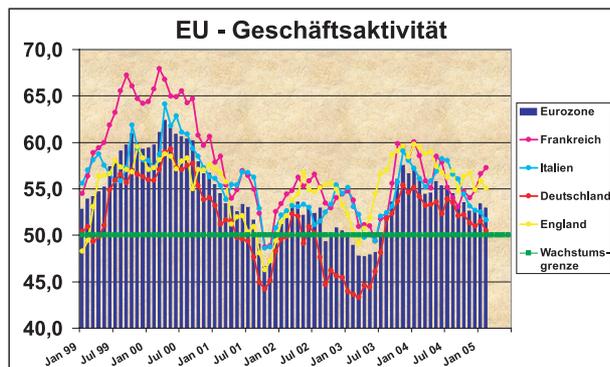
Ein separat ermittelter **Geschäftsklimaindikator**, der als guter Vorlaufindikator für die Industrieproduktion und damit indirekt auch für die Investitionsnachfrage angesehen wird, bestätigt die pessimistische Grundausrichtung.



Allgemein befinden sich die Wachstumsprognosen für die Eurozone mittlerweile auf dem Rückzug. Im Mittel erwarten Analysten aktuell eine Wachstumsrate von ca. 1,6%, die in etwa auf Höhe der von uns bereits zum Jahreswechsel abgegebenen Prognose liegt. Beispielhaft wird hier auf den **Eurokonjunktur-Indikator des Handelsblattes** verwiesen, der ebenfalls ein Nachlassen des Wirtschaftswachstums in gleitender Jahresrate andeutet.



Hauptverantwortlich für das schlechte Wachstumsumfeld in der Eurozone ist nach wie vor die enttäuschende Situation in Deutschland und Italien, die zusammen rund 50% der Wirtschaftskraft des Eurolandes ausmachen.



Finanzmarktprognose

Unter Heranziehung der derzeitigen Konsensschätzungen sind die **Aktien in den USA** gemessen am Dow-Jones-Index in etwa mit dem 14,5fachen ihres für 2006 erwarteten Gewinns bewertet. Das entsprechende Bewertungsniveau am amerikanischen Rentenmarkt liegt demgegenüber derzeit selbst unter Berücksichtigung des jüngsten Zinsanstiegs bei ca. 22,0. Insofern verfügen oberflächlich betrachtet Aktien noch über ein nennenswertes Kurspotential. Vor dem Hintergrund der auch künftig anhaltenden Straffung der Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank und der Zunahme der Inflation hält eine Vielzahl von Volkswirten ein Renditeniveau von zunächst rund 5,0% für angemessen. Das derzeitige Renditeniveau wird damit nach wie vor als zu gering angesehen und sollte mittelfristig weiter anziehen. Unter Berücksichtigung des als angemessen angesehenen Renditeniveaus ist der Rentenmarkt gegenwärtig mit dem Faktor zwanzig bewertet. Insofern ist der Attraktivitätsvorsprung des Aktienmarktes deutlich gesunken. Zusätzlich sind wegen der mit

Anlagen in die Aktienmärkte verbundenen höheren Risiken Abschlüsse beim angemessenen Bewertungsniveau vorzunehmen. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Ungleichgewichte (geringe Sparquote, hoher Verschuldungsgrad, Zwillingdefizite) und der anhaltenden Explosion bei den Rohstoffpreisen sollte die von den Marktteilnehmern geforderte Risikoprämie höher als in der Vergangenheit ausfallen. Insgesamt gesehen erscheinen amerikanische Aktien somit gegenwärtig annähernd fair bewertet. Mit einem Anstieg auf 11.000 Indexpunkte im Jahresverlauf (ca. + 5%) kann aber gerechnet werden. Sollte sich der Anstieg der Kapitalmarktzinsen negativer als erwartet auf die private Nachfrage (Problem: Immobilienmarkt) auswirken, müssen Abwärtsrevisionen bei den Unternehmensgewinnsschätzungen und darauf aufbauend entsprechende Kursverluste am amerikanischen Aktienmarkt in den Anlageentscheidungen Berücksichtigung finden.

Der **Aktienmarkt in der Eurozone** ist gemessen am Euro-STOXX-50-Index mit einem Faktor von 12,6 gegenwärtig weiterhin moderat bewertet. Auch hier erwarten Volkswirte analog zur Entwicklung in den USA mittelfristig einen Anstieg der Kapitalmarktrenditen auf rund 5,0%, so daß die vordergründig hohe Attraktivität von Aktienengagements gegenüber Investitionen in langlaufende Staatsanleihen ebenfalls zu relativieren ist. Darüber hinaus ist wegen der generell vergleichsweise geringeren Wachstumsdynamik des Wirtschaftsraums in Relation zu derjenigen in den USA ein höherer Risikoabschlag vorzunehmen. Im aktuellen Bewertungsniveau europäischer Aktien erscheint der Nachteil der geringeren Wachstumsdynamik aber ausreichend berücksichtigt. Insofern beinhalten Engagements in europäischen Aktien ein weiteres Potential von ca. 5% - 10%. Einem Rückschlag in den USA werden sich die Aktien des Eurolandes aber nicht entziehen können.

Der **EUR** sollte gegenüber dem USD wegen der ungelösten Zwillingsdefizitproblematik in den USA mittelfristig weiter steigen (auf USD 1,35 bis 1,40). Wegen der konjunkturstimulierenden Wirkung einer schwachen Währung kommt der US-Administration der Kursverfall des USD auch weiterhin nicht ungelegen. Sollten asiatische Länder und hier insbesondere China allerdings eine Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem USD zulassen, wird sich der Abwertungsdruck auf den USD erheblich verringern. In diesem Fall ist sogar von einem Anstieg des USD auszugehen. Das Abwärtspotential des USD wird darüber hinaus längerfristig auch durch die Aufweichung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes abnehmen.

Unter Berücksichtigung des zunächst weiterhin zu erwartenden Verfalls des USDs sollte die in EUR angenommene Wertsteigerung und der Performancebeitrag amerikanischer Engagements wesentlich geringer als bei entsprechenden Anlagen in der Eurozone ausfallen. Daher sind Investitionen in Wertpapiere der Eurozone gegenüber Anlagen in USD aus unserer Sicht auch weiterhin zu bevorzugen.



Quelle: Market Maker

Diese Informationen wurden sorgfältig recherchiert und stammen aus ausgewählten Quellen. Wir übernehmen keine Haftung bzw. Garantie für die Korrektheit und Vollständigkeit. Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr.

VCH Value Opportunities - Expert Team

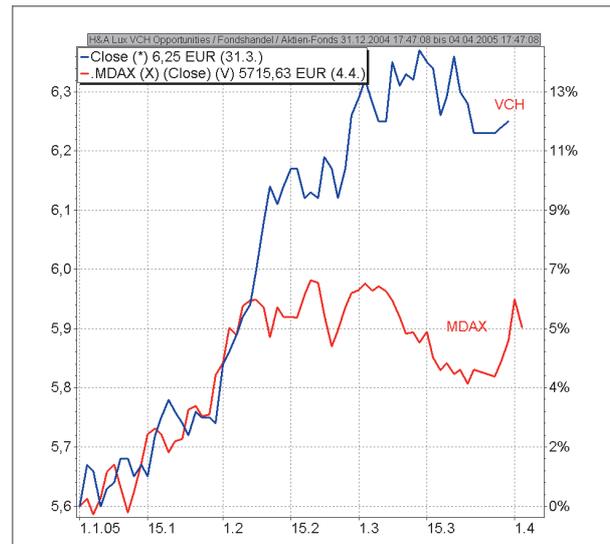
Die **Phoenix Trust E&L Asset Management AG** hat ihre Kernkompetenz in der individuellen Vermögensverwaltung für vermögende Privatkunden und institutionelle Investoren sowie in der Wahrnehmung von Beratungsmandaten für Investmentfonds. Darüber hinaus hat die Gesellschaft zusammen mit Experten aus der Wissenschaft einen innovativen und neuartigen Investmentansatz entwickelt. Der Phoenix Trust Investment Prozess verbindet datenbank-basiertes wissenschaftliches Know-How mit jahrzehntelanger Händler-Expertise.

Die Phoenix Trust E&L Asset Management AG zählt laut der Universität Freiburg, Focus Money und der Plattform Moventum zu den Top-Vermögensverwaltern Deutschlands und berät unter anderem den im Ranking über ***** Sterne von S&P Fund Stars verfügenden Fonds E&L Global Portfolio OP (WKN 987 725).

VCH Value Opportunities – Phoenix Trust Investment Prozess

Relative Outperformance lässt sich insbesondere mit höherer **Informations-Effizienz (Wissensmanagement)** erzielen. Ein Faktor ist hierbei, mehr Informationen als die übrigen Marktteilnehmer zu besitzen. Hier baut Phoenix Trust insbesondere auf eigene Datenbanken und nicht nur auf fremdes, allgemein verfügbares Research. Im nächsten Schritt wird versucht, diese Informationen besser zu interpretieren und tiefer zu durchleuchten als das Gros der Marktteilnehmer und insbesondere „unentdeckte/versteckte Korrelationen“ zu identifizieren.

Ein umfangreicher Backtest hat gezeigt, dass viele nach diesem Modell vorteilhaften Aktien insbesondere im Bereich der deutschsprachigen Nebenwerte zu finden sind, und dort hohe Rendite-Risiko-Reserven existieren. Diese Reserven zu entdecken und auszunutzen ist das Ziel des Phoenix Trust Investment Prozesses.



VCH Value Opportunities – Fondsdaten

Allgemeine Daten

Erstnotiz	Änderung der Anlagepolitik zum 01.01.2005
Aktueller Rücknahmekurs zum 04.04.2005	€ 6.30
Entwicklung seit Änderung der Anlagepolitik	+11.90%
Entwicklung seit Jahresanfang	+11.90%
Fondsvolumen zum 04.04.2005	€ 8,51 Mio.
TER (Total Expense Ratio / Gesamtkostenbelastung)	Tba
Wertpapierkennnummer	694 655
ISIN	LU0132802157
Kapitalanlagegesellschaft	Hauck & Aufhäuser Investment Gesellschaft S.A.
Ertragsverwendung	Thesaurierend
Anlageschwerpunkt	Aktien Deutschland Nebenwerte
Vergleichsindex	MSCI Germany Small Cap
Währungsabsicherung	Nicht notwendig
Ziel-Investitionsgrad	flexible Steuerung der Aktienquote zwischen 51% -100%