

Marktkommentar Juni 2009

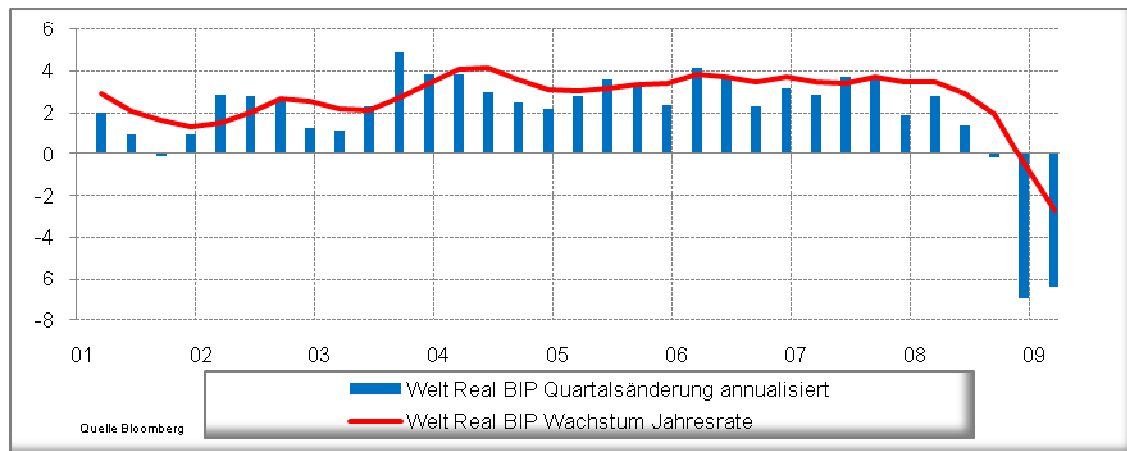
Mit dem Wissen wächst der Zweifel

Den abgelaufenen Monat kann man problemlos unter das Motto stellen: „Mit dem Wissen wächst der Zweifel.“(Goethe). Das Bild, das die veröffentlichten Wirtschaftsdaten aufzeichnen, ist weiterhin sehr widersprüchlich: die sogenannten Frühindikatoren weisen auf eine mögliche Erholung der Wirtschaft hin, während die tatsächlichen, rückwärts gewandten, volkswirtschaftlichen Daten eine baldige Erholung sehr unwahrscheinlich erscheinen lassen. In so einem Umfeld wundert es einen dann auch nicht, dass die Spannbreite der Marktmeinungen entsprechend weit ist.

Daher erscheint es uns notwendig, nochmals unsere Sichtweise der Dinge darzulegen.

„Armageddon“, also der totale Kollaps der Weltwirtschaft, konnte durch die konzertierten Kraftanstrengungen der Regierungen und Zentralbanken abgewendet werden, aber die „Bremsspuren“ der Weltwirtschaft sind deutlich zu sehen (siehe Grafik 1)

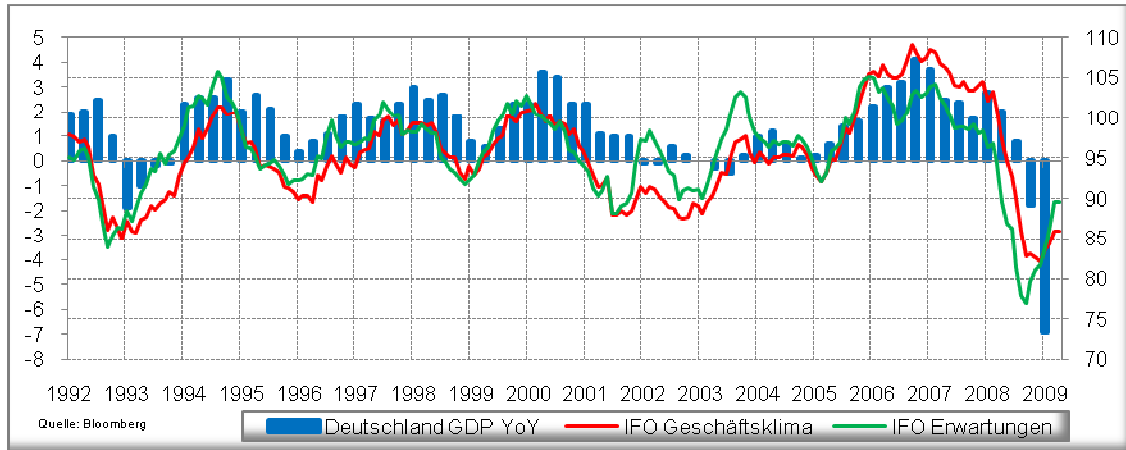
Grafik 1: „Welt“ BIP Wachstumsraten



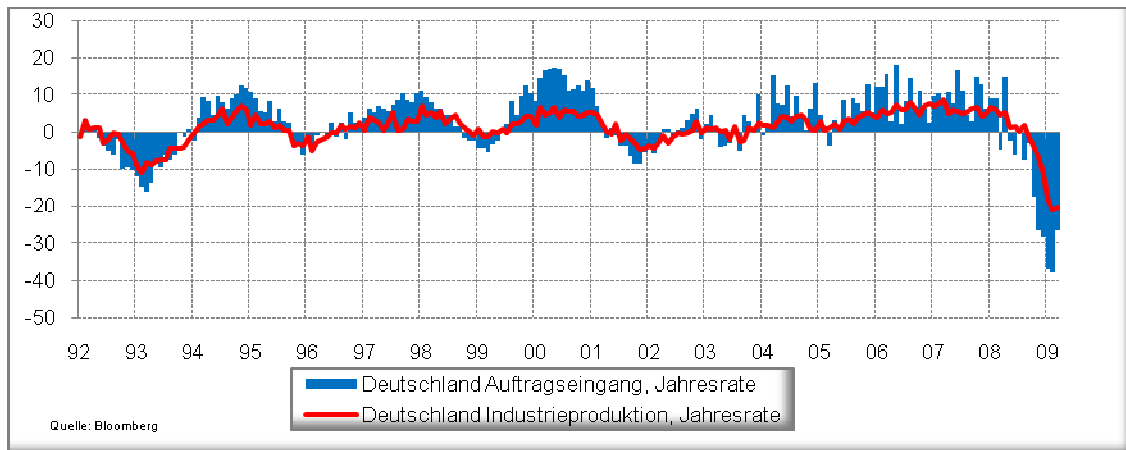
Insgesamt hat die Weltwirtschaft sich im Q1 2009 um ca. 2% abgeschwächt, wobei die Veränderungsdynamik, ausgedrückt durch die annualisierten Quartalsraten besonders erschreckend ist. Aufgrund der sehr offenen Natur der deutschen Volkswirtschaft leidet das deutsche BIP im internationalen Vergleich besonders stark (siehe Grafik 2). Das deutsche BIP schrumpfte im ersten Quartal um noch nie dagewesene 7%. Diese Verlangsamung wurde nur noch von den knapp 9% der japanischen Wirtschaft im negativen Sinne übertroffen. Beide Länder, Deutschland wie auch Japan, sind sehr exportorientiert und auf langlebige Wirtschaftsgüter spezialisiert. Investitionen in solche Güter leiden in der jetzigen Unsicherheit besonders und sind stark rückläufig.

Grafik 3 illustriert sehr anschaulich den dramatischen Einbruch bei der deutschen Industrieproduktion von über 20% und offenbart, dass die nahe Zukunft kaum Besserung verheißt, da die Auftragsbücher um über 40% rückläufig sind.

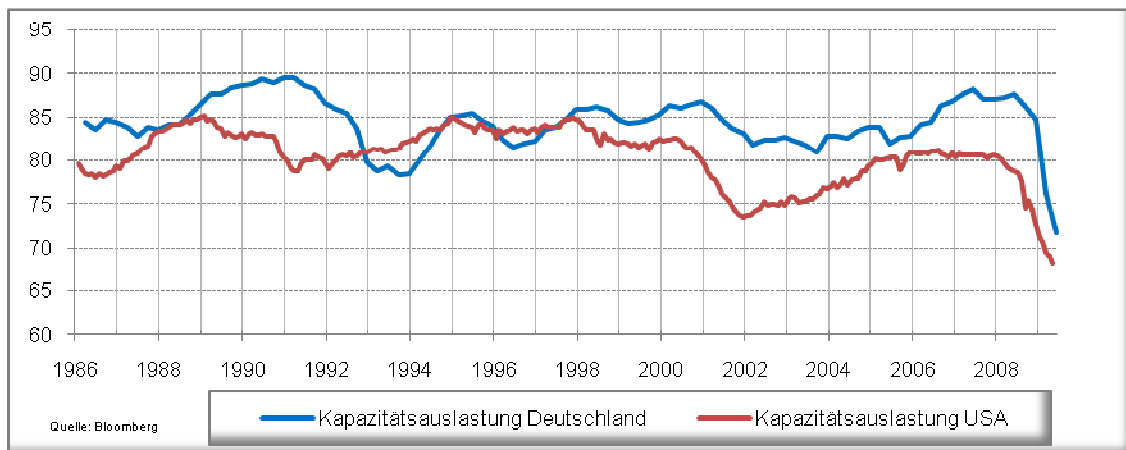
Grafik 2: Deutschland BIP



Grafik 3: Deutsche Industrieproduktion und Auftragseingänge



Grafik 4: Kapazitätsauslastungen in USA und Deutschland

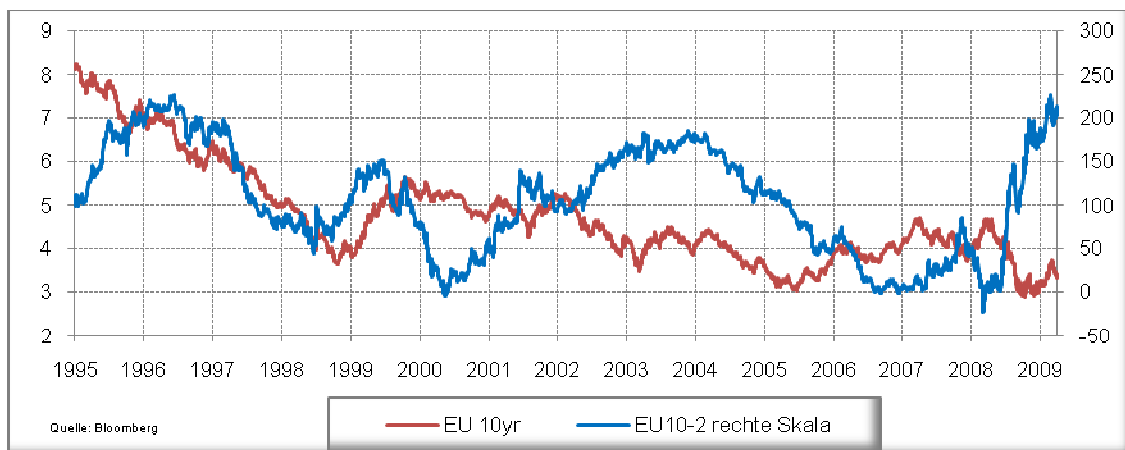


Diese Entwicklung hat aber unseres Erachtens zumindest einen positiven Effekt: durch die hohen Freikapazitäten erscheint es äusserst unwahrscheinlich, dass uns inflationäre Impulse aus diesem Wirtschaftssegment ins Haus stehen. Grafik 4 illustriert die Kapazitätsauslastung in Deutschland und USA. Mangels längerer Datenreihen kann man leider nicht zeigen, dass die jetzigen Niveaus die niedrigsten seit dem Ende des zweiten Weltkrieges sind.

Da aber Inflation von einigen Marktteilnehmern befürchtet wird, und als Begründung für die zugegebener Massen sehr steile Zinsstrukturkurve dient (siehe Grafik 5), wollen wir auch noch andere mögliche Inflationsimpulse untersuchen.

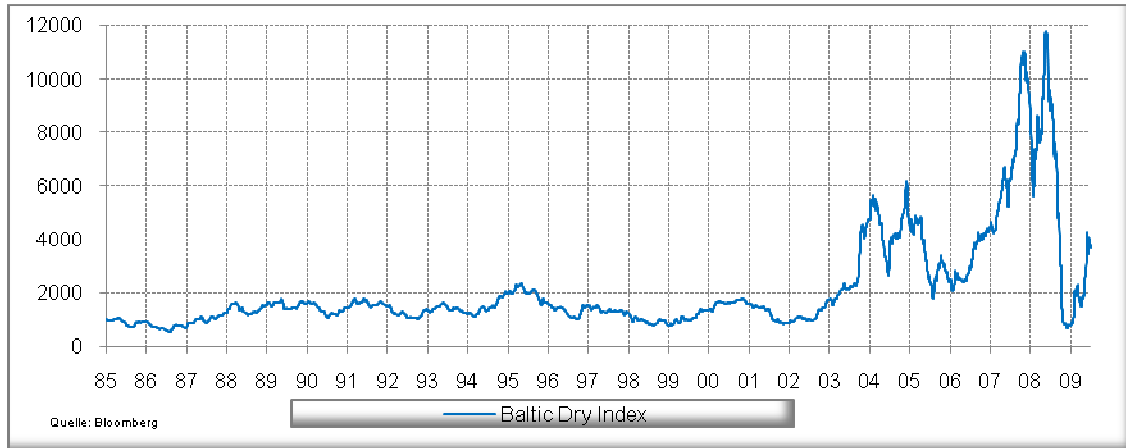
Zuvor werfen wir noch einen Blick auf die Zinskurve. Grafik 5 zeigt auf, dass wir zur Zeit die höchste Renditedifferenz zwischen der 10- und 2-jährigen Euro Anleihe der letzten 15 Jahre beobachten können. Wir sehen aber auch, dass in der Vergangenheit die Zinskurve durch einen Rückgang des Zinses der 10-jährigen Anleihe wieder flacher wurde. Wir gehen auch diesmal davon aus, dass wir ein sogenanntes „Bull-Flattening“ beobachten werden, also eine Abflachung der Zinskurve durch eine Rallye am langen Ende, da auch andere Marktteilnehmer zu dem Schluss kommen werden, dass die Inflationsgefahr für die überschaubare Zukunft keine echte Gefahr darstellt.

Grafik 5: Zinsdifferenz zwischen 10- und 2-jähriger Euro Anleihe und Zins 10-jährige Anleihe

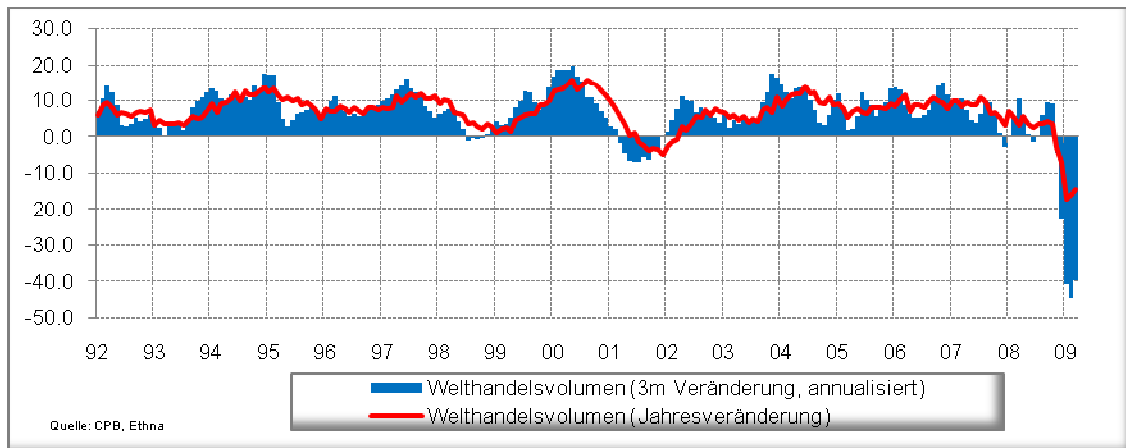


Wir haben gezeigt, dass von der Produktionsseite keine Inflationsgefahr besteht, da die Überkapazitäten dort sehr ausgeprägt sind. Grafik 6 zeigt den beliebten „Baltic Dry Index“, der eine Zusammenfassung der Frachtraten aufzeigt. Durch den dramatischen Einbruch beim Welthandel um ca. 40% auf einer 3-Monatsbasis (siehe Grafik 7) ist der Verfall der Frachtraten nicht weiter erstaunlich, zumal die Kapazitätsanpassung bei Schiffen mit einer beträchtlichen Zeitverzögerung geschieht, allein schon aus dem naheliegenden Grund der reinen Bauzeit eines Schiffes. Daher ist es auch hier unwahrscheinlich, dass wir selbst bei einer moderaten Belebung des Welthandels auf ein Nicht-„Armageddon“-Niveau einen signifikanten Preisschub verzeichnen sollten. Also auch hier: „Inflationsgefahr eher klein.“

Grafik 6: Baltic-Dry Frachtraten Index



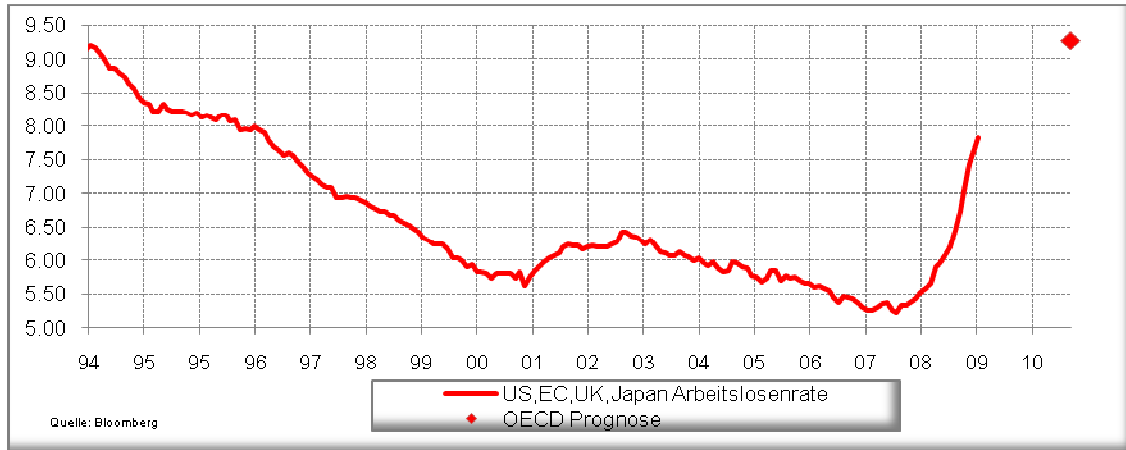
Grafik 7: Welthandelsvolumen



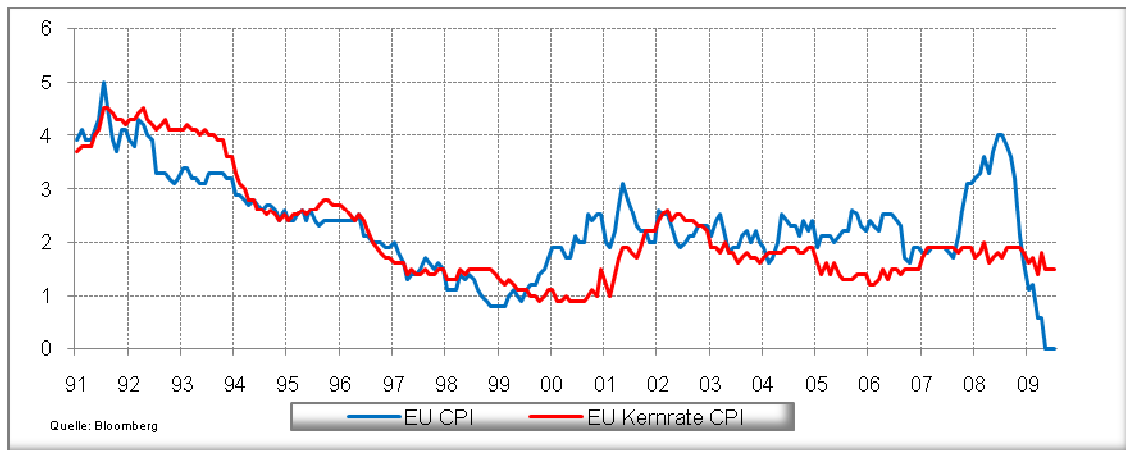
Schließlich möchten wir noch einen Blick auf den Angebotsfaktor „Arbeit“ werfen. Die bereits entstandene Arbeitslosigkeit in der EU, UK, Japan, und USA gemeinsam von knapp 8% und die von der OECD prognostizierten knapp 10% im Verlauf des nächsten Jahres (siehe Grafik 8), lassen auch von dieser Seite keine Inflation erwarten.

Noch ein Blick auf die beobachtete Inflation. Grafik 9 und 10 zeigen deutlich, dass obwohl die veröffentlichten Inflationszahlen in der EU und in den USA stark rückläufig sind, die sogenannten Kernraten recht stabil um die 2% sind. Solange die Kernraten in der Nähe dieses „gesunden“ Niveaus bleiben, ist weder Inflation noch Deflation eine echte Gefahr.

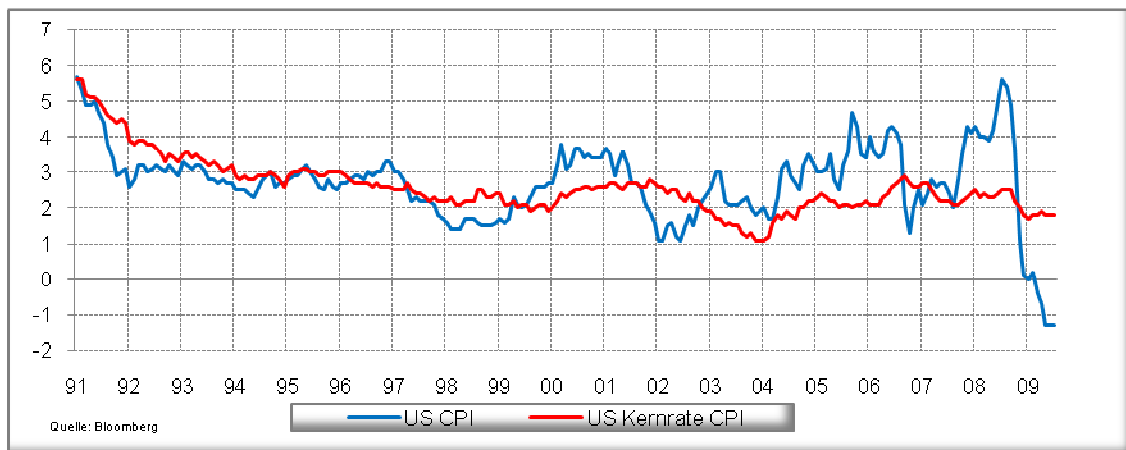
Grafik 8: Arbeitslosenquote in der EU, UK, Japan, USA



Grafik 9: Inflationszahlen EU



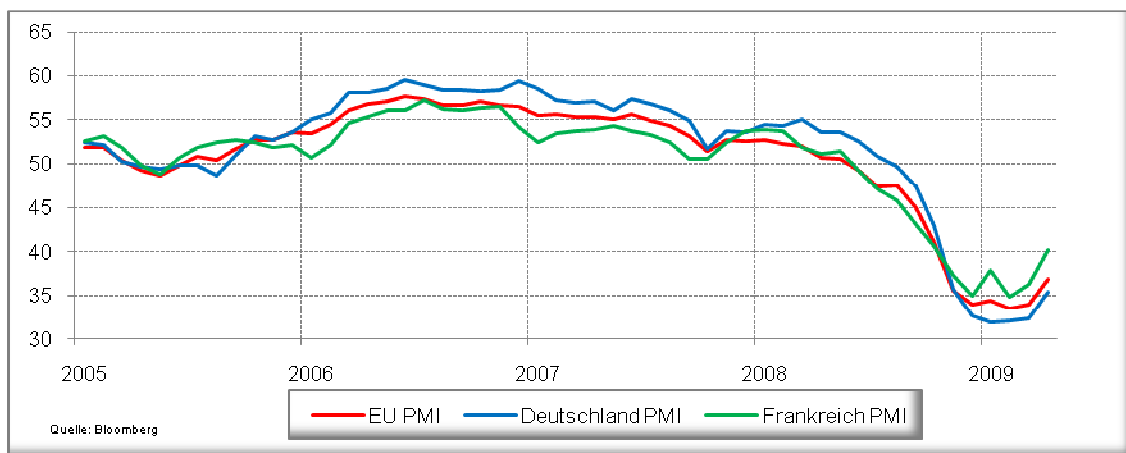
Grafik 10: Inflationszahlen USA



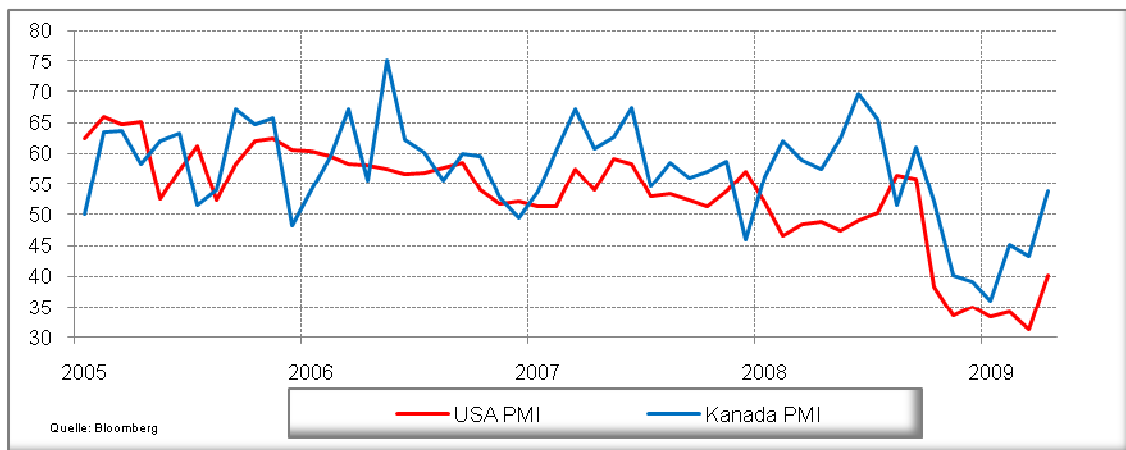
Nachdem wir denken das Thema Inflation für die nächste Zeit zur Seite schieben zu können, wollen wir uns noch kurz der Wirtschaft selbst zuwenden.

Wie wir ja eingangs bereits erwähnten, zeigen die unterschiedlichen Frühindikatoren wie Einkaufsmanagerindizes und IFO nach oben, und indizieren eine Erholung der Wirtschaft (siehe Grafiken 11 und 12). Allerdings ist der Anstieg der Indikatoren lediglich als Korrektur der eher „unterirdisch“ anmutenden Werte zu interpretieren, als die Welt scheinbar vor dem Kollaps stand, denn als eine echte Konjunkturerholung. Nun stehen die Werte eher im Einklang mit einer Rezession.

Grafik 11: Einkaufsmanager Indizes EU, Deutschland und Frankreich

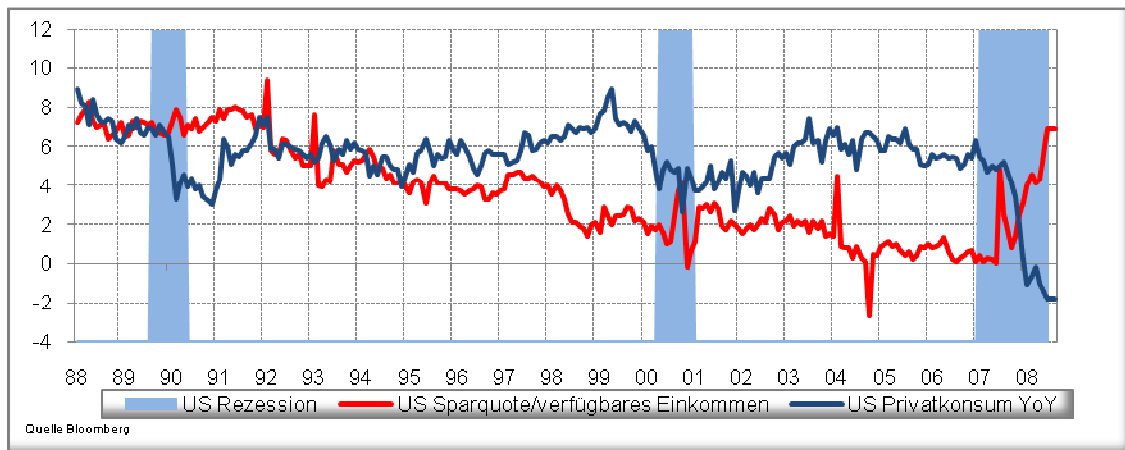


Grafik 12: Einkaufsmanager Indizes USA und Kanada



Wie schnell wird die Rezession aber einem Aufschwung weichen können? In der Vergangenheit hat der amerikanische Konsument mit seiner sehr ausgeprägten Konsumneigung die Weltwirtschaft aus den Rezessionen befreit, allerdings meistens zu Lasten seiner Sparquote, die sich ja zeitweise im negativen Bereich befand (siehe Grafik 13). Das war in der Vergangenheit auch nur möglich, da der amerikanische Konsument über Wertsteigerungen seiner Aktien und/oder Immobilienbesitzes „sparte“. Diesmal allerdings, funktioniert diese Mechanik nicht mehr. Die Aktien sind erheblich weniger wert wie vor Beginn der Krise, und Immobilien brauchen wir erst gar nicht zu erwähnen, da Fehlbewertungen in diesem Segment ein durchaus maßgeblicher Faktor zur Entstehung der Krise war. Der amerikanische Konsument muss wirklich sparen, was eine Rezession eher verstärkt denn abmildert. Grafik 13 veranschaulicht das Problem des deutlichen Rückgangs des Privatkonsums bei gleichzeitigem Anstieg der Sparquote. Eine Normalisierung dieser beiden Werte auf ein Niveau der 80-iger Jahre, wird wohl noch einige Quartale in Anspruch nehmen. Die übrige Welt, allen voran die Schwellenländer werden wohl Wachstumsimpulse geben, aber in einem viel geringeren Ausmaß, sodass wir nun von einer sehr verhaltenen Erholung im Verlauf des nächsten Jahres ausgehen.

Grafik 13: US Privatkonsum und Sparquote



Zu guter Letzt wollen wir uns noch den vielzitierten „überhitzten“ Kreditmärkten zuwenden. In der Presse wurde jüngst viel darüber geschrieben, dass Investoren sehr undifferenziert Kreditanleihen kaufen würden und die Gefahr einer „Blasenbildung“ sehr ausgeprägt sei. Grafik 14 zeigt den Itraxx Investment Grade CDS Index, der oft als Ersatz für einen reinen Zinsaufschlagsindex für Unternehmensanleihen herangezogen wird. Der Verlauf der Grafik zeigt, dass wir einen deutlichen Rückgang in den Zinsaufschlägen seit Beginn dieses Jahres verzeichnen können, mit einer großen Korrekturbewegung im März. Allerdings, und das ist das Wichtigste, ist der Aufschlag im Vergleich zu den vergangenen Jahren immer noch hoch – nun aber auf einem Niveau, das eher einer Rezession als einem „Armageddon“ entspricht. Wir konnten also lediglich eine Normalisierung beobachten und nicht, wie berichtet wird, eine Überhitzung feststellen.

Grafik 14: Itraxx Investment Grade Index



Aus all diesen Überlegungen ergibt sich konsequenterweise auch unsere Portfoliostruktur im Ethna-AKTIV E wie auch Ethna-GLOBAL Defensiv.

Der AKTIV E hat zur Zeit eine durchschnittliche modifizierte Duration von 4.19 und eine Durchschnittsrendite von 5.39% mit einem durchschnittlichen Rating zwischen A+ und A, während die Kennzahlen beim Global Defensiv 3.80, 5.04% und einem durchschnittlichen Rating zwischen AA- und A+ lauten. Die Aktieninvestments im Aktiv E belaufen sich gerade auf 9,8% des Fondsvermögens, die des GLOBAL Defensiv auf 1,3%.

Wir legen weiterhin sehr viel Wert auf eine breite Diversifizierung im Anleihenportfolio, wo im Aktiv E in 78 Einzeltitel investiert ist, während die Anzahl beim Global Defensiv 51 ist.

Über die anstehende Ferienzeit werden wir keinen Marktkommentar für den Juli veröffentlichen, sodass Sie von uns wieder Anfang September lesen werden. Falls außergewöhnliche Marktveränderungen geschehen sollten, die uns zu einem Umdenken bei unserer Investmentstrategie führen, werden wir Ihnen das natürlich zeitnah mitteilen.

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Guido Barthels

Luca Pesarini

Hinweis:

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden.

Wollerau, 03. Juli 2009