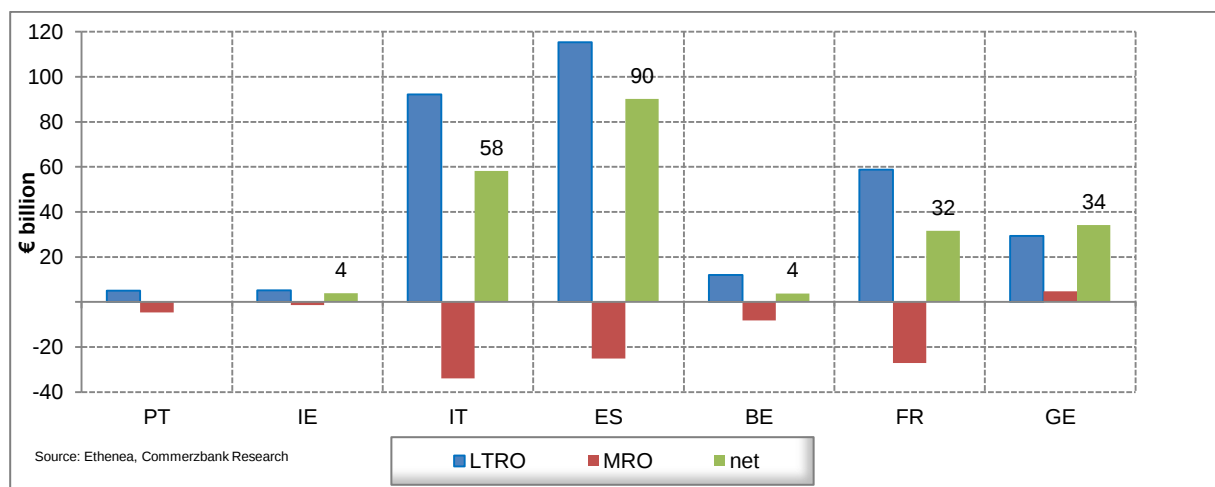


MONATSBERICHT JANUAR 2012: „Faites vos jeux!“

Mario Draghi, der Chef der EZB, sieht sich sicherlich ungern als Croupier im Casino der Märkte, wo er zu Beginn einer neuen Partie Roulette „Faites vos jeux!“ rufen würde. Im Gegensatz zum Spiel mit der kleinen Kugel (nein, nicht Golf!), wo die Eintrittswahrscheinlichkeiten eines Ergebnisses festliegen und unverändert bleiben, ist im realen Leben der Kapitalmärkte nichts wirklich gewiss. Allerdings ist die Idee des dreijährigen LTRO (Longer Term Refinance Operation) der EZB ein sogenannter „Game-changer“, also eine Änderung der Spielregeln, um bei der Analogie des Casinos zu bleiben. In diesem Fall hat der Croupier Draghi quasi mehr als eine Kugel ins Spiel gebracht, was natürlich die Gewinnchancen signifikant erhöht.

Obwohl wir bereits in einigen Präsentationen, so auch beim FONDS professionell KONGRESS in Mannheim, auf dieses Thema verwiesen haben, möchten wir an dieser Stelle nochmals den Faden aufnehmen.

Was ist also passiert? Am 22. Dezember 2011, und bald wieder am 28. Februar 2012, hat die EZB einen dreijährigen Tender zum Refinanzierungssatz von zurzeit 1% begeben. Die Akzeptanz war hoch und fast €500 Milliarden Liquidität wurde in das Bankensystem gespült. Da die Banken auch Umschichtungen aus anderen Refinanzierungsoperationen MRO (Main Refinance Operation) der EZB vornahmen, war der Nettoeffekt für den gesamten Dezember nicht ganz so hoch, aber mit mehr als €220 Milliarden immer noch sehr ansehnlich (siehe Grafik 1). Bemerkenswert ist zudem, dass beim dreijährigen LTRO auch französische und deutsche Banken mit höheren Beträgen partizipierten, wobei der Löwenanteil auf Italien und Spanien fiel.



Grafik 1: Veränderung der EZB Finanzierung nach Länder im Dezember 2011 und in Milliarden Euro

Für den bereits angekündigten Tender Ende Februar 2012 wurde die Festlegung dessen, was als Sicherheit für den EZB Kredit eingereicht werden kann, an die jeweils lokalen Zentralbanken delegiert. Die Vermutung liegt nahe, dass nun insbesondere Banken, die zurzeit keinen Zugang zum Kapitalmarkt besitzen, also in erster Linie Banken aus dem „Club Med“, den nächsten LTRO noch intensiver nutzen werden. Die Kapitalmarktschätzungen über die mögliche Zuteilungshöhe divergieren stark von €40 Milliarden bis hoch zu €1.000 Milliarden. In jedem Fall ist das Instrument des mehrjährigen Tenders das erste Instrument seit Ausbruch der Finanzmarktkrise vor mittlerweile mehr als drei Jahren, dessen Wirkung nicht schon nach wenigen Tagen verpufft. Es ist die Europa-Version des „Quantitative Easing“ der Fed, und schlägt die sprichwörtlichen „zwei Fliegen mit einer Klappe“.

Zum einen reduziert dieser LTRO die Gefahr eines neuen „Lehman“, also einer Bankpleite wegen Refinanzierungsschwierigkeiten, signifikant. Diese Gefahr stieg sukzessive im Verlauf des zweiten Halbjahres 2011, wie man an den Aufschlägen für Bankanleihen ablesen konnte. Durch den 3-Jahres-LTRO in Kombination mit den großzügigeren Regeln bei den Sicherheiten, wurde diese Gefahr abgewendet. Banken, die nicht so sehr in der Refinanzierungs-Bredouille steckten, haben nun auch wieder Zugang zum freien Kapitalmarkt, wie man an der Flut der Anleihen, besichert als auch unbesichert, ablesen kann.

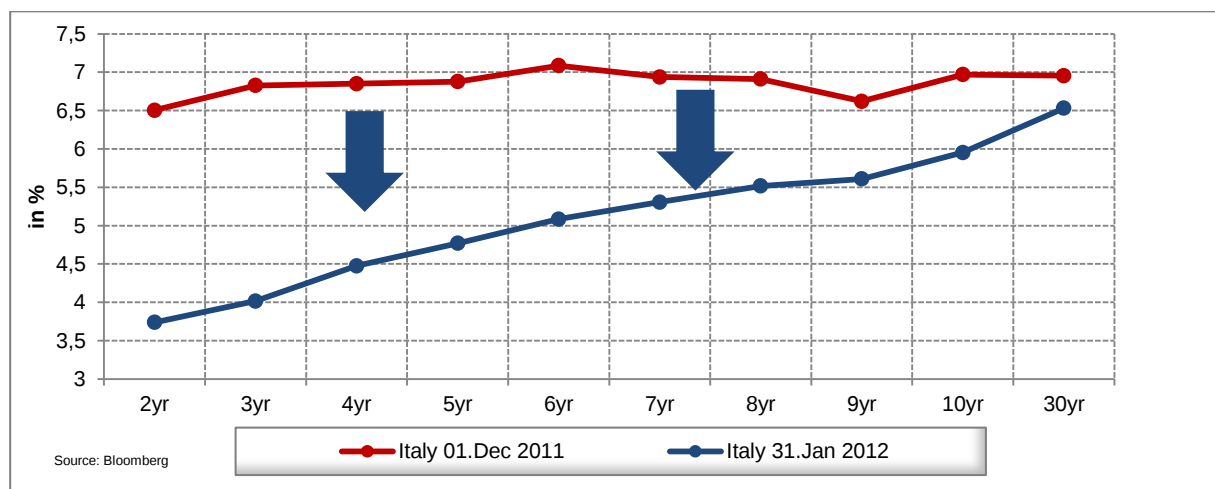
Zum anderen unterstützt diese EZB-Aktion die Banken bei dem Erreichen der geforderten höheren Eigenkapitalquote. Wenn man von einem Nettovolumen von €1.000 Milliarden der beiden dreijährigen LTROs gemeinsam ausgeht und einen Refinanzierungsvorteil von 3 % p.a. unterstellt, dann erhält man einen Nettogewinn für das europäische Bankensystem von €30 Milliarden pro Jahr, also €90 Milliarden über drei Jahre, der direkt dem Eigenkapital der Banken zugerechnet werden kann.

Aber abgesehen von der Stabilität des Bankensystems insgesamt, gibt es auch andere zu beobachtende Effekte.

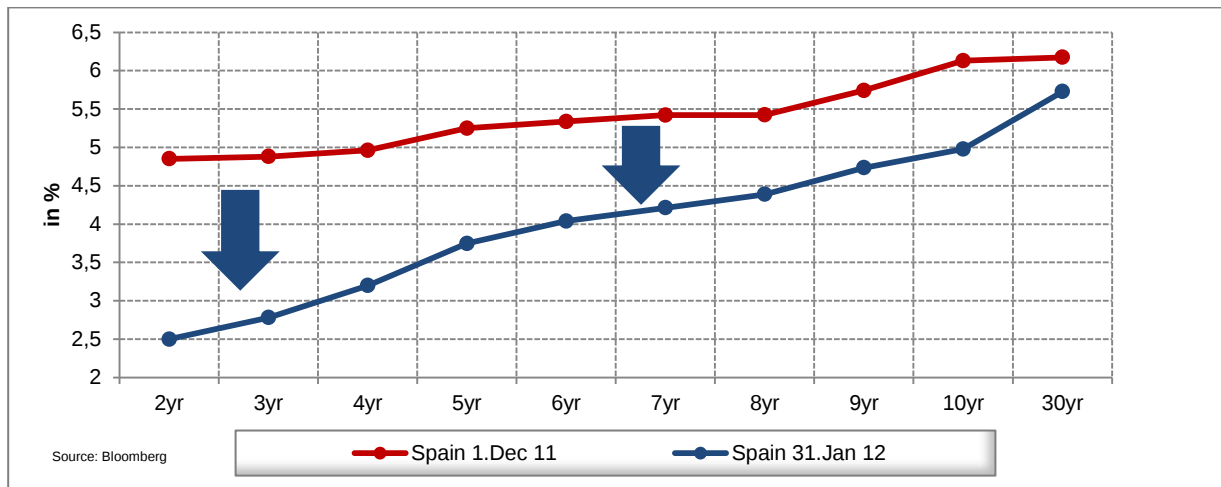
Nicht nur Banken haben zurzeit ein Übermaß an Liquidität zur Verfügung. Die Vorsichtskassenhaltung bei vielen Kapitalanlegern ist weiterhin noch sehr hoch und wird sich erst nach und nach auflösen und den Weg in Anlagen suchen. Grafik 2 und Grafik 3 zeigen deutlich, dass bereits einiges Geld in die Staatsanleihenmärkte Italiens und Spaniens geflossen sein muss, da sich beide Zinskurven deutlich während der letzten zwei Monate verschoben haben. Nicht nur für Banken muss es sinnvoll sein, sich mit 1% zu refinanzieren und dreijährige italienische Staatspapiere mit über 4% Rendite zu erwerben. Der Zinsvorteil von 300 Basispunkten ist quasi risikofrei für italienische Banken, bzw. 200 Basispunkte im Fall von Spanien.

Da man in der Vergangenheit immer wieder beobachten konnte, dass Investoren anderen Investoren folgten, vermuten wir, dass bei einer Akzeptanz des Februar LTROs, in der Größenordnung vom letzten LTRO, sich die Liquiditätshausse in Risikoanlagen fortsetzen, möglicherweise sogar verstärken könnte.

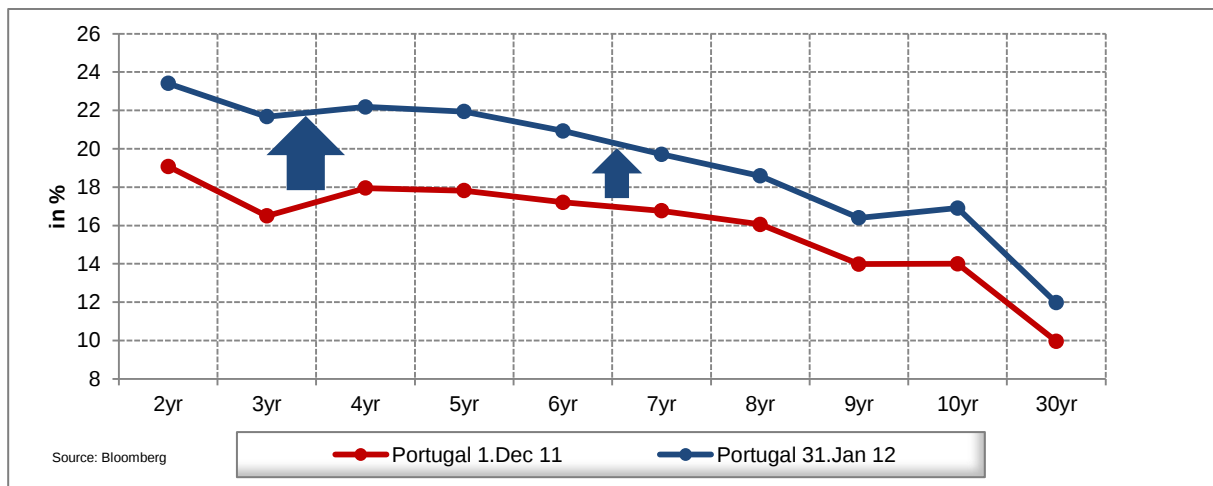
Allerdings sollte man weiterhin nicht blindlings kaufen, sondern sich mit ausreichend Abstand und vorangehender Analyse den Märkten nähern. Wie die umseitige Grafik 4 zeigt, ist der Markt trotz Liquidität keine Einbahnstraße. Während Italien und Spanien profitierten, ist die beobachtete Bewegung im Fall von Portugal gegenläufig, was den Schluss nährt, dass nicht alles über einen Kamm geschert wird.



Grafik 2: Verschiebung der Staatsanleihen Zinskurve von Italien

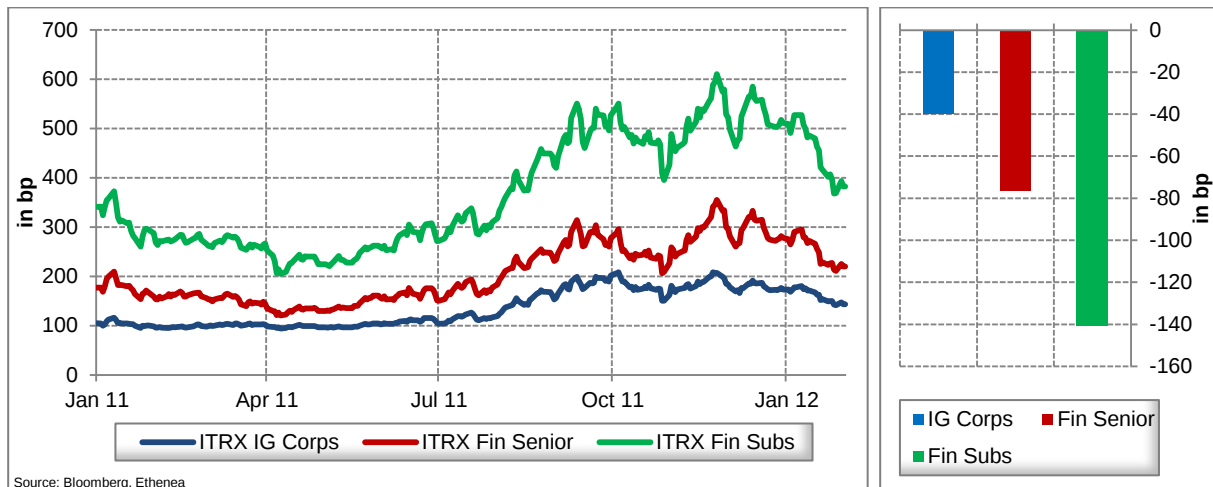


Grafik 3: Verschiebung der Staatsanleihen Zinskurve von Spanien



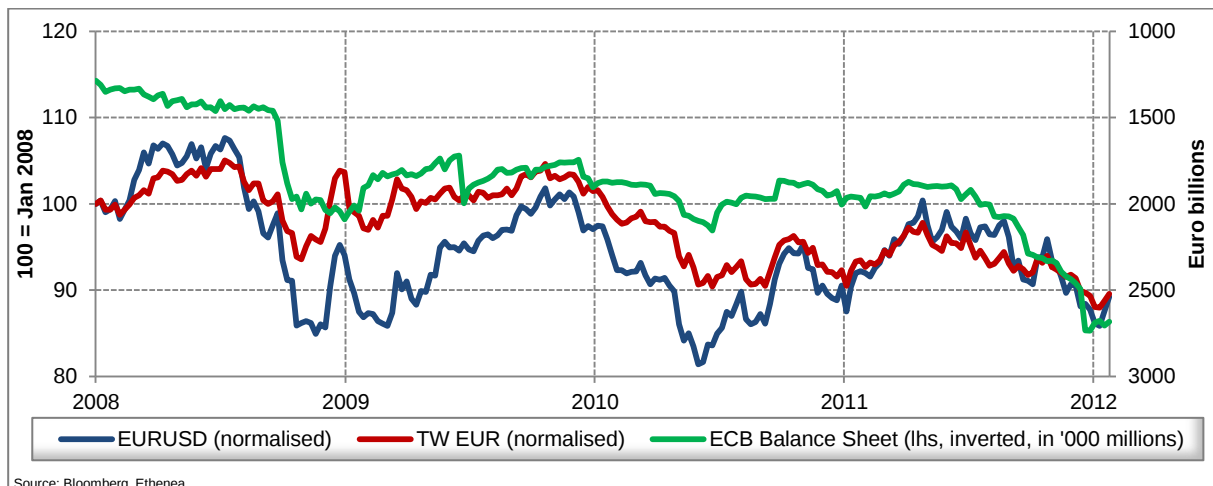
Grafik 4: Verschiebung der Staatsanleihen Zinskurve von Portugal

Aber nicht nur Staatsanleihen profitierten bisher von dem neu definierten Marktumfeld. Auch Unternehmensanleihen generell, und Anleihen von Banken im Speziellen, haben seit Anfang Dezember 2011 bereits signifikant an Wert gewonnen. Nachranganleihen, die besonders im letzten Halbjahr aufgrund einer befürchteten Bankpleite stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, konnten in den letzten Wochen wieder einiges an Boden gutmachen. Grafik 5 zeigt auf der linken Seite den historischen Verlauf der ITRAXX CDS Indizes für Unternehmensanleihen mit einem Rating von BBB- und besser (ITRX IG Corps), für Erst- und Nachranganleihen von Finanzunternehmen (ITRX Fin Senior und Subs, respektive). Im rechten Teil der Grafik 5 ist die Veränderung des jeweiligen Index zwischen Anfang Dezember 2011 und Ende Januar 2012 für das bessere Verständnis dargestellt. Unschwer erkennbar ist, dass gerade das riskantere Marktsegment der Nachrangtitel den größten Gewinn bisher verzeichnen konnte und mittlerweile bei knapp 400 Basispunkten zwar schon 140 Basispunkte reingelaufen ist, aber sich noch immer auf einem historisch hohen Niveau befindet. Auch hier ist es unsere Vermutung, dass im Fall einer ähnlich großen Zuteilung im Februar LTRO noch weiteres Gewinnpotential in diesem Segment vorhanden ist.



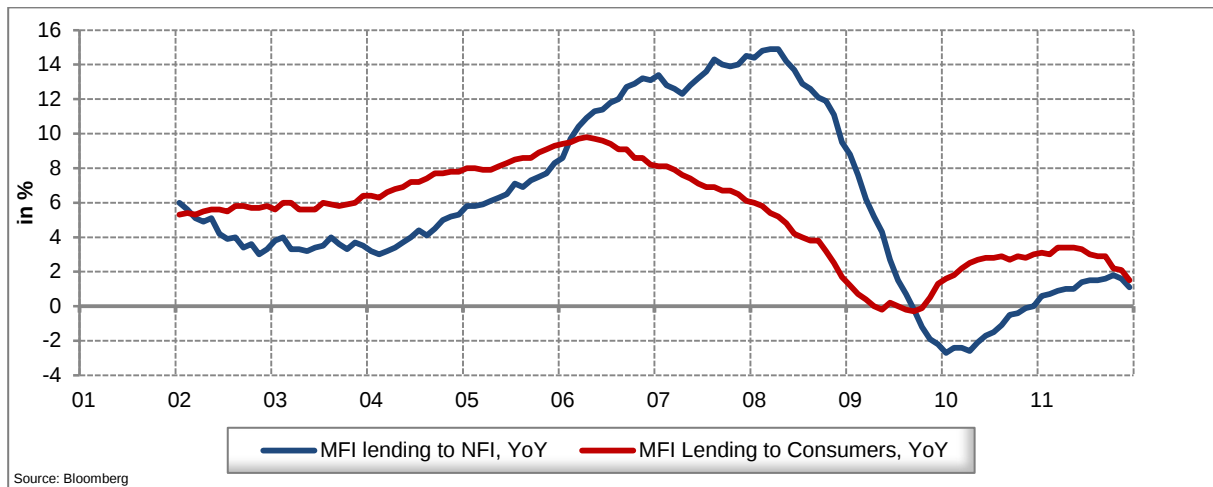
Grafik 5: Veränderung ausgewählter CDS Indizes als Proxy für Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen (links) bzw. die Veränderung dieser Indizes zwischen 1. Dezember 2011 und 31. Januar 2012 (rechts)

Ein weiterer Effekt des LTROs, bzw. der Ausweitung der Bilanz der EZB scheint die möglicherweise erwünschte, leichte Abwertung des Euros zu sein, sowohl handelsgewichtet wie auch konkret gegenüber dem USD. Falls der nächste 3-Jahres-LTRO eine ähnliche Größenordnung wie der Dezember-LTRO erreichen sollte, müsste konsequenterweise der Euro weiter nach unten korrigieren (siehe Grafik 6).



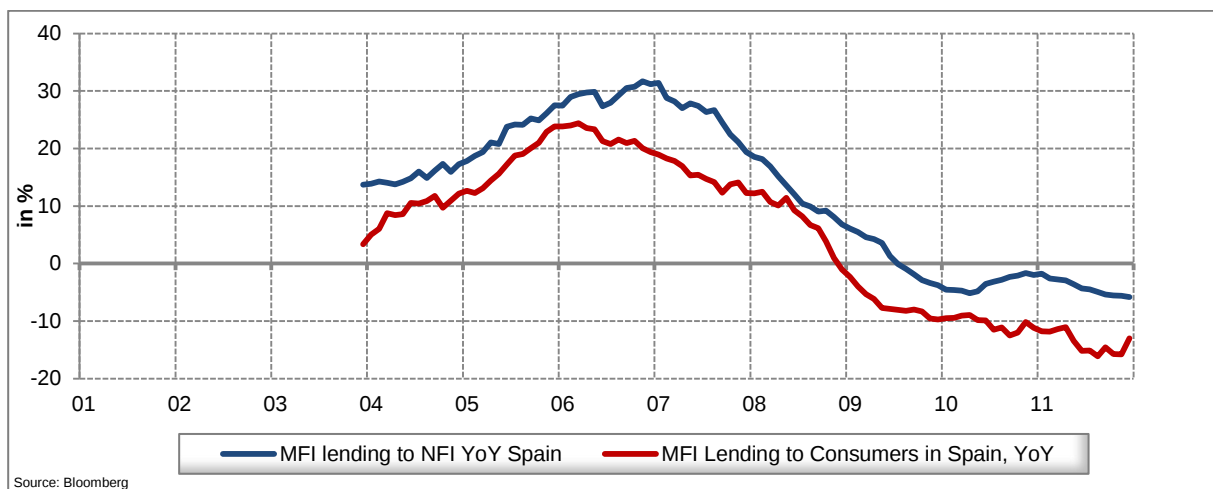
Grafik 6: Veränderung der EZB Bilanzsumme (rechte Skala invertiert) im Vergleich zum handelsgewichteten Euro und EURUSD (linke Skala indexiert)

Letztendlich bleibt zu hoffen, dass die Liquidität der EZB bei den Banken nicht nur für Kapitalanlagen genutzt wird, sondern dass auch der ein oder andere Euro in die Kreditvergabe fließt. Die jüngsten Daten zeigen, dass die Kreditvergabe in der Eurozone nur auf einem sehr niedrigen Niveau wächst (siehe Grafik 7).



Grafik 7: Wachstumsraten der Kreditvergabe von Finanzinstitutionen (MFI) an Nichtfinanzunternehmen (NFI) und an Konsumenten (Consumers) in der Eurozone

Wenn man sich dann noch exemplarisch die Daten für einzelne Mitgliedstaaten der Eurozone anschaut, speziell die Daten für Spanien, dann ergibt sich ein sehr düsteres Bild (siehe Grafik 8). Die Kreditvergabe in Spanien, sowohl an Unternehmen als auch an Konsumenten ist seit Anfang 2009 rückläufig. Die dahinsiechende Baubranche hat ihre Spuren hinterlassen. In diesem Umfeld ist wirklich zu hoffen, dass die spanischen Banken einige der Milliarden des LTROs in Form von Krediten wachstumsfördernd in die Wirtschaft geben.

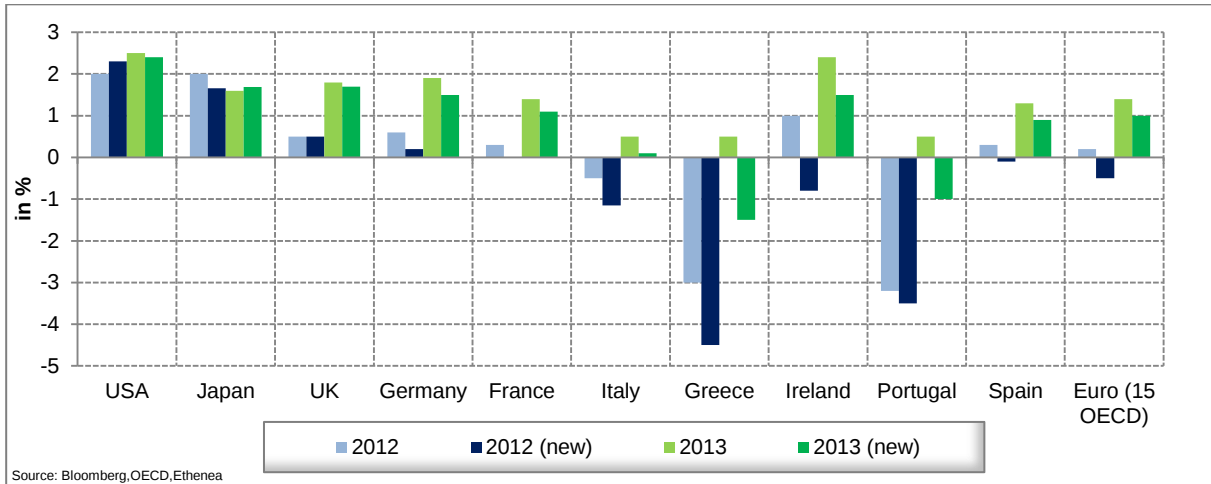


Grafik 8: Wachstumsraten der Kreditvergabe von Finanzinstitutionen (MFI) an Nichtfinanzunternehmen (NFI) und an Konsumenten (Consumer) in Spanien

Aber nicht nur Spaniens Wirtschaft dümpelt dahin. Die neuesten Prognosen der Institute sind fast durchweg niedriger als noch die Zahlen im November 2011 versprochen (siehe Grafik 9). Ausnahme sind die USA, wo mittlerweile von einem 2012 BIP-Wachstum von 2.3% statt 2.0% ausgegangen wird. Die USA haben aber auch eine Sondersituation mit der Präsidentschaftswahl im Herbst 2012, da Rezessionen sehr selten in Wahljahren

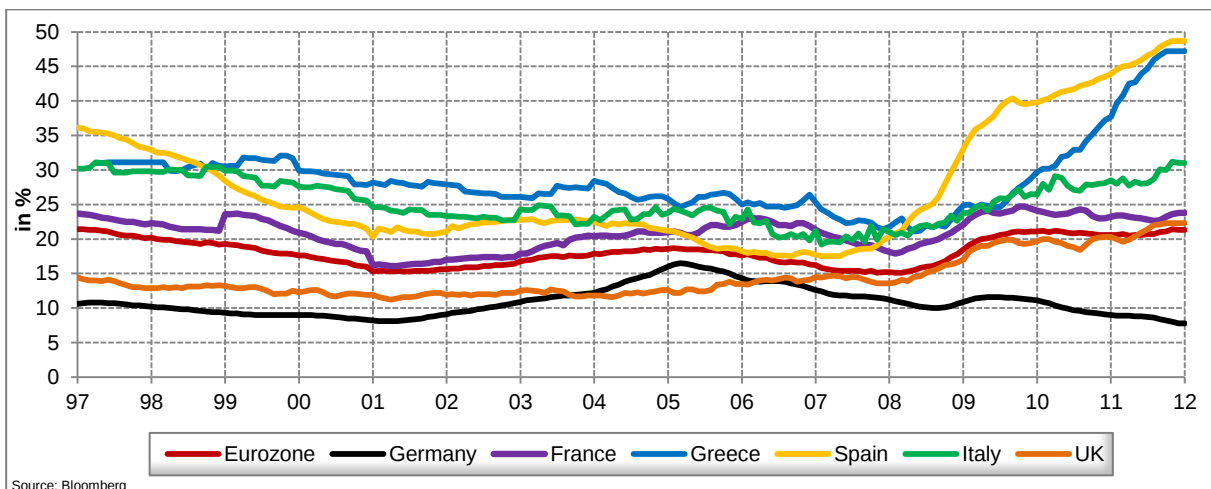


sind. Auch die Prognose der Lokomotive Deutschland ist von 0.6% auf 0.2% für das BIP-Wachstum in 2012 runter genommen worden.



Grafik 9: Wachstumsprognosen für das jeweilige BIP vom November 2011 und von Januar 2012.

Wenn man sich außerdem die erschreckenden Statistiken zur Jugendarbeitslosigkeit in Europa anschaut, mit dem enorm großen Potential für soziale Unruhen, dann fällt es sichtlich nicht leicht, auch im Licht der Liquiditätsschwemme des dreijährigen LTRO optimistisch für Europa zu sein (siehe Grafik 10).

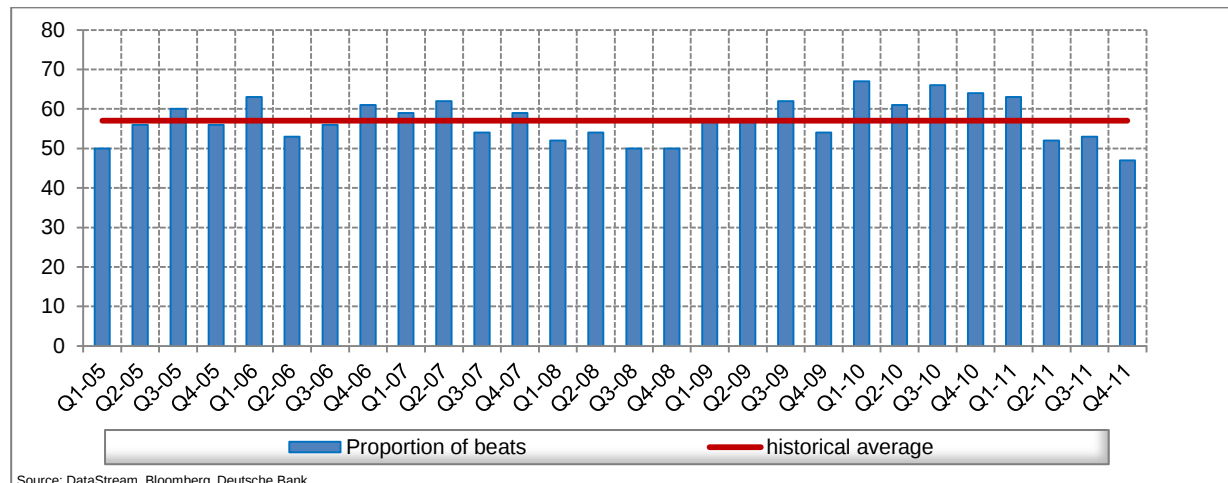


Grafik 10: Entwicklung der Jugendarbeitslosigkeit (<25 Jahren) in ausgewählten Staaten

Die Aktienmärkte haussieren zurzeit mit 9.5% plus im Januar 2012 für den DAX. Das ist immerhin das drittbeste Januarergebnis seit Januar 1960. Lediglich die Jahresanfänge von 1971 (15.3%) und 1975 (11.1 %) haben bessere Ergebnisse gebracht. Christoph Blieffert, unser ausgewiesener Anlageexperte, wird daher in den folgenden Absätzen auf die laufende Berichtsaison eingehen und die Fundamentaldaten analysieren.

Schwacher Start in die Berichtssaison zum vierten Quartal 2011

Die Berichtssaison für das vierte Quartal 2011 begann verhalten: Lediglich 47% der bisher berichteten Unternehmen haben die Erwartungen der Analysten bezüglich des Gewinns pro Aktie übertroffen – was eine weitere Verschlechterung gegenüber dem dritten Quartal 2011 darstellt und deutlich dem langfristigen Durchschnitt von 57% der letzten sieben Jahre liegt (siehe Grafik 11). Obwohl die Anzahl der Unternehmen, die bisher berichtet haben, mit 32 aus dem Stoxx600 gering ist, hat die Vergangenheit gezeigt, dass der erste Trend ein guter Indikator für den weiteren Verlauf der Berichtssaison ist.

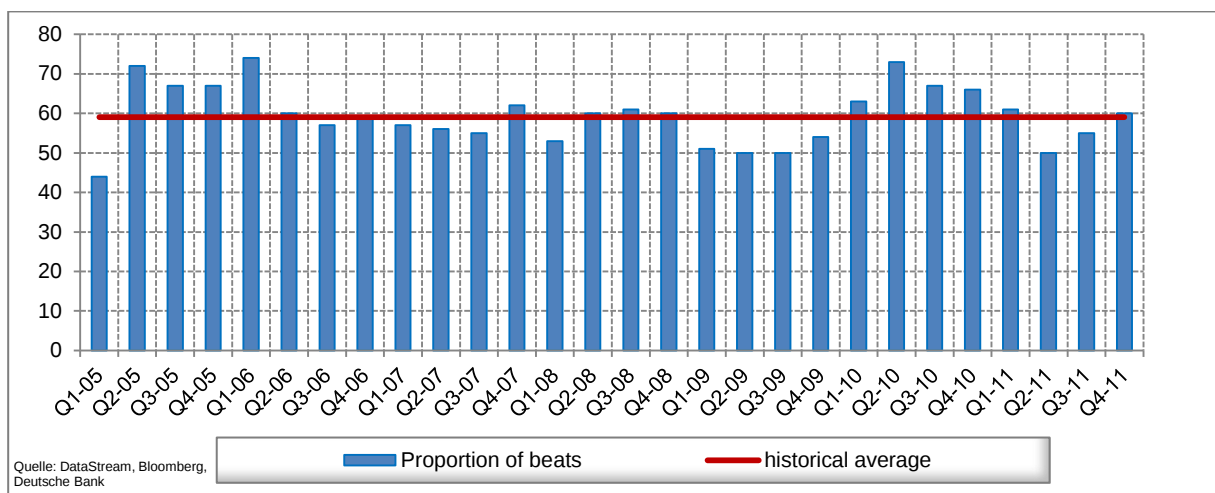


Grafik 11: Anzahl der Unternehmen, die die Marktschätzungen für den Gewinn pro Aktie übertreffen

Auf der Umsatzseite sieht die Entwicklung hingegen erfreulicher aus. Hier konnten 60% der Unternehmen die Erwartungen der Analysten übertreffen – eine ermutigende Entwicklung vor dem Hintergrund der Schuldenkrise, Rezessionsorgen und dem damit zögerlichen Investitions- und Konsumverhalten der Kunden (siehe Grafik 12). Dieser Trend zeigt damit eine deutliche Steigerung gegenüber dem zweiten und dritten Quartal 2011. Enttäuscht hat hingegen die Profitabilität der Unternehmen, die durch steigende Rohmaterialkosten, Lohninflation in den Emerging Markets sowie Sonderfaktoren verbunden mit dem letzten Quartal des Jahres belastet war. Für Unternehmen aus der Schweiz und Skandinavien kommt erschwerend eine aufwertende heimische Währung dazu, welche auf die Profitabilität drückt. Die ersten prominenten Beispiele für eine schlechter als erwartete Profitabilität waren die Industrieunternehmen Siemens und SKF aus Schweden.

In den USA zeichnet sich in der Berichtssaison ein ähnliches Bild wie in Europa ab: Von 162 Unternehmen, die ihre Quartalszahlen veröffentlicht haben, konnten 67% die Erwartungen übertreffen, der niedrigste Stand seit zwei Jahren.

Obwohl sich unsere Euphorie über die bisher veröffentlichten Quartalszahlen in Grenzen hält, behalten wir unsere positive Tendenz für die Entwicklung an den Aktienmärkten bei. Positive Wirtschaftsdaten aus den USA und China deuten auf weiteres Wachstum in diesen Regionen hin, die für die exportorientierte deutsche Industrie von entscheidender Bedeutung sind. Außerdem wird die zusätzliche Liquidität, welche die Europäische Zentralbank an die Banken vergeben hat (LTRO), auch ihren Weg in die Aktienmärkte finden. Folgerichtig haben wir die Aktienquote im Ethna-AKTIV E auf ca. 5% erhöht.



Grafik 12: Anzahl der Unternehmen, die die Marktschätzungen für den Umsatz übertreffen

Ende des Beitrags von Christoph Blieffert.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass wir, wie schon so oft, ein Auseinanderdriften der realen Welt und der Börsenwelt haben. Die Erfindung des mehrjährigen LTRO durch die EZB ist sicherlich keine Lösung des europäischen Problems, aber es verschafft der Politik die notwendige Zeit, die Problemlösungen auf den Weg zu bringen. Ein nicht unerwünschter Nebeneffekt ist möglicherweise eine gewisse Abwertungstendenz der Gemeinschaftswährung, der kombiniert mit einer zu erhoffenden Ausweitung der Kreditvergabe in Folge der massiven Liquidität durch den LTRO vielleicht tatsächlich zu Wachstumsimpulsen führt. Dass diese zumindest zum Teil von den Märkten bereits vorweg genommen werden, tut der Sache keinen Abbruch. Zu Mario Draghi sollte man sagen: „Fin qui tutto bene“ (Soweit, so gut). Und wenn die zwei dreijährigen LTROs nicht ausreichen, wer weiß schon wieviele mehrjährige LTROs dann noch kommen werden? Ben Bernanke hat es bereits vorgemacht und die Nullzinspolitik der Fed schon für die nächsten zwei Jahre festgelegt. Warum also nicht auch wir in Europa?

Für unsere Investitionen hat die „Schöne Neue Welt“ bisher nur sehr geringe Auswirkungen gehabt. Viel ist von der tatsächlichen neuen Liquidität abhängig, die mit dem Februar LTRO in die Märkte kommt. Falls unsere Erwartungen erfüllt werden, ist die liquiditätsgetriebene Hausse der Risikoinvestitionen noch nicht vorbei, und würde sicherlich dann auch eine Ausweitung unserer Investitionen bei Aktien auslösen.

Bisher verfolgen wir mit unseren Fonds allerdings weiterhin eine konservative, langfristig orientierte Investitionspolitik. Im Rahmen dieser, haben wir speziell im Ethna-GLOBAL Defensiv stärker in nicht-europäische Emittenten investiert. Ohne Berücksichtigung der Supras wie EIB und EU hat der Ethna-GLOBAL Defensiv per Monatsende bereits 24% des Vermögens außerhalb der Eurozone investiert, bzw. 13.9% außerhalb Europas. Wir verfolgen die Zielsetzung, die letzte Zahl auf 20 bis 25% anwachsen zu lassen, um im Rahmen unseres defensiven Mandats eine stärkere geografische Diversifizierung zu erreichen.

Aktuell erreicht das Bondportfolio des Ethna-AKTIV E eine Investitionsrendite von 6.25% bei einer modifizierten Duration von 5.49 und einem Rating zwischen A und A+. Die Kennzahlen für den Ethna-GLOBAL Defensiv sind 4.33% bei einer Duration von 5.43 und einem ein Notch besseren Rating. Der Ethna-GLOBAL Dynamisch erreicht 5.06% bei einer Duration von 6.96 und einem Rating zwischen A und A+.



	Currency								
	TW €	€/\$	€/CHF	€/£	€/JPY	€/AUD	€/NOK	€/CAD	€/TRY
Last	90.39	1.3071	1.20409	0.82996	99.72	1.23288	7.6684	1.31255	2.3215
-1M	-0.3%	0.9%	-1.0%	-0.7%	-0.1%	-2.4%	-1.0%	-0.4%	-4.9%
-1Y	-4.8%	-4.6%	-6.6%	-2.8%	-11.2%	-10.2%	-3.2%	-4.4%	5.9%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.158	0.738	1.787	163	143	458	220	361
-1M	1	-2	-4	-6	-30	-120	-59	-147
-1Y	-121	-165	-137	-15	45	134	61	74

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	1	18	-82	126	113	36	349	319	1461	3253	642
-1M	5	15	-84	132	108	36	456	326	1153	3313	638
-1Y	22	50	-194	38	45	17	107	221	389	818	600

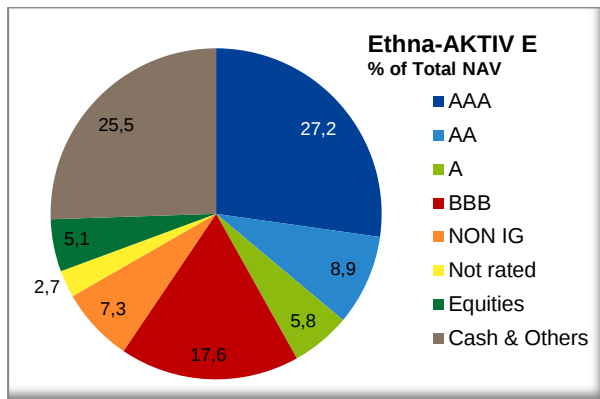
	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	6458.91	12632.91	2416.66	3298.55	5681.61	8802.51
-1M	9.5%	3.4%	4.3%	4.4%	2.0%	4.1%
-1Y	-8.7%	6.2%	-18.2%	-17.6%	-3.1%	-14.0%

Grafik 13: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)

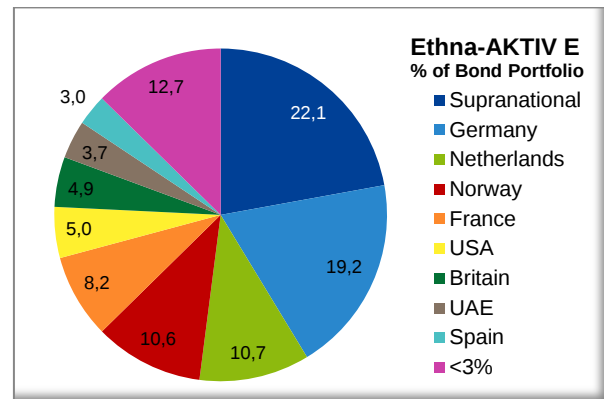
Ethna-AKTIV E	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	2.7%	0.0%	2.6%	0.0%	5.3%
Insurance	5.9%	0.8%	0.8%	1.1%	8.6%
Other	0.4%	0.8%	0.0%	0.8%	2.0%
Ethna-GLOBAL Defensiv	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	1.2%	0.0%	1.4%	0.0%	2.6%
Insurance	3.7%	2.1%	0.0%	1.3%	7.1%
Other	1.2%	1.4%	0.0%	0.0%	2.6%
Ethna-GLOBAL Dynamisch	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%
Insurance	5.5%	1.9%	0.0%	0.0%	7.3%
Other	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Grafik 14: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio des Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch

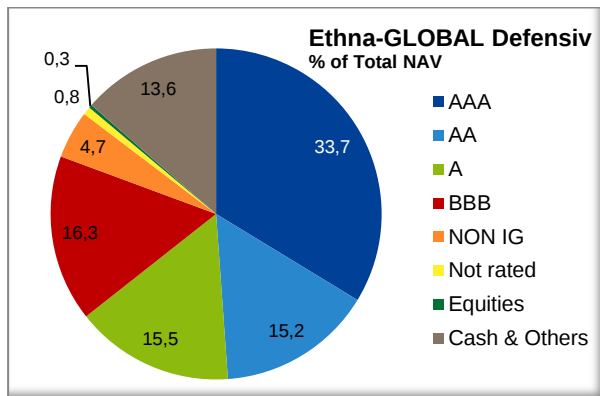




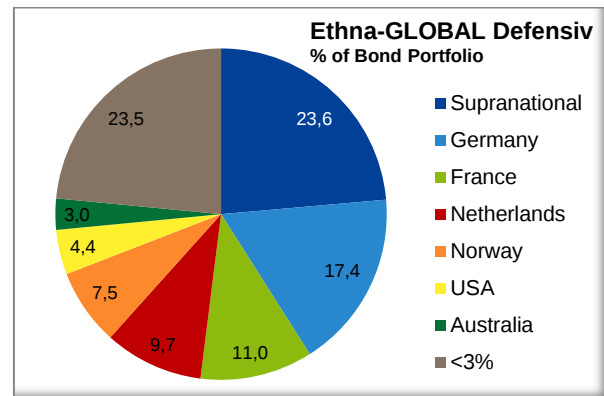
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



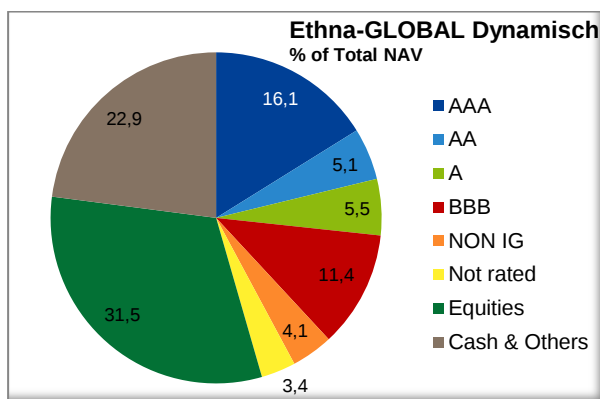
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenherkunft



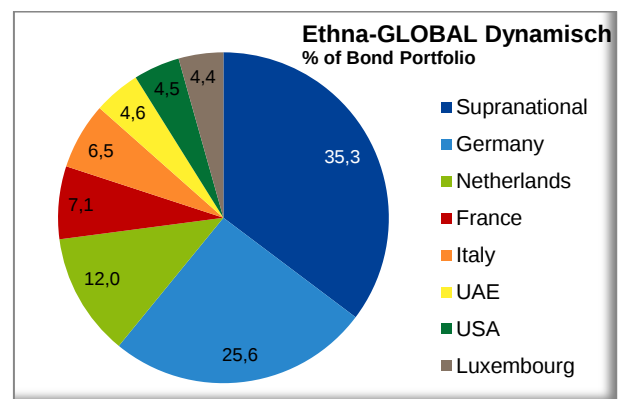
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating



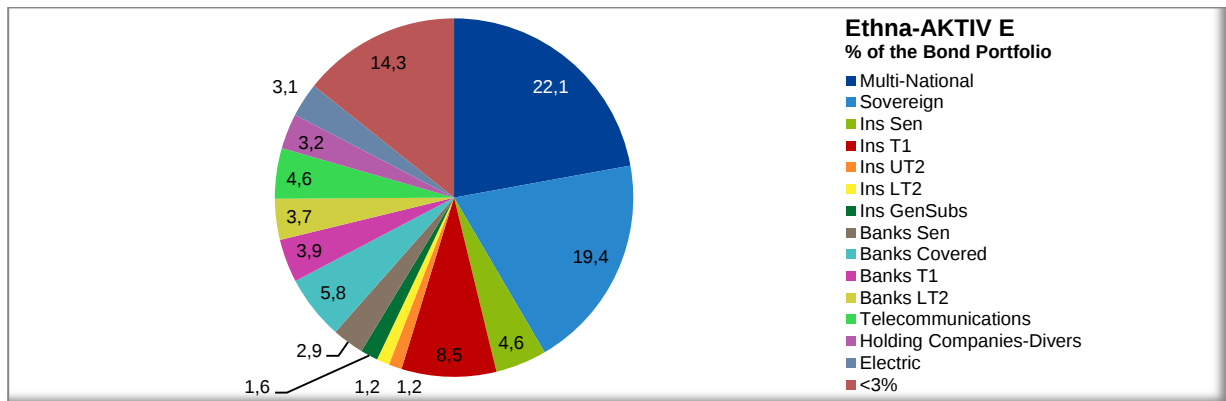
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenherkunft



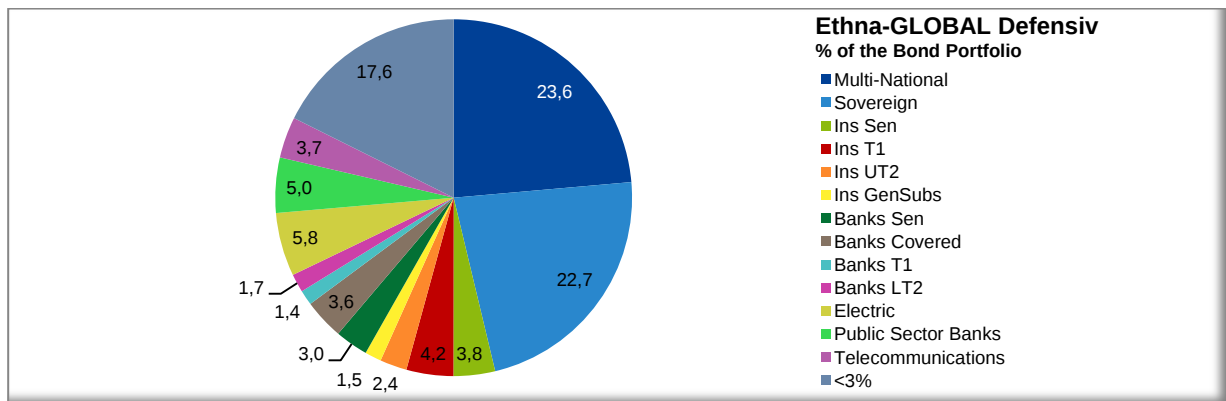
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating



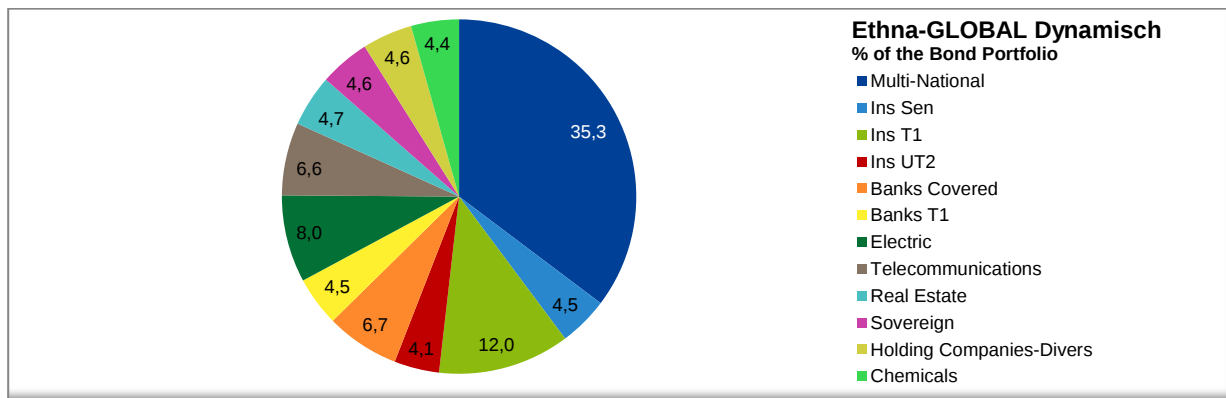
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



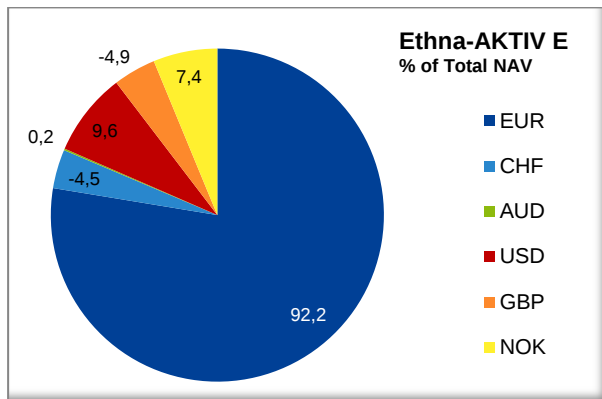
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Emittentenbranche



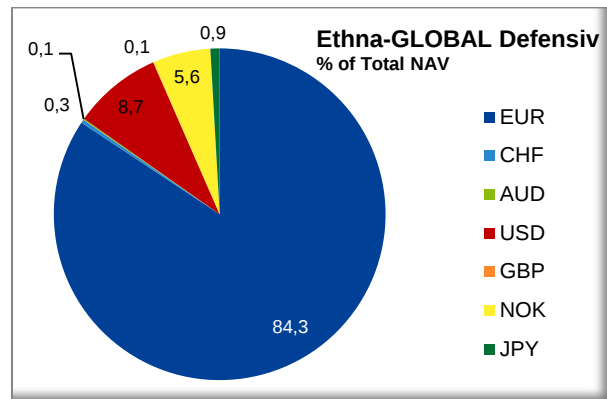
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Emittentenbranche



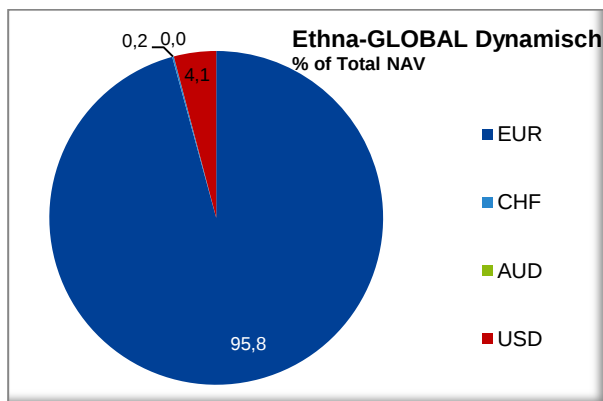
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Emittentenbranche



Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen

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

Mit freundlichen Grüßen

Guido Barthels (*Autor*)

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. Munsbach, 31.01.2012.



ETHNEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★



Interessenverbund
vermögensverwaltender
Investment-Fonds