

MONATSBERICHT JUNI 2012 „Fata Morgana“

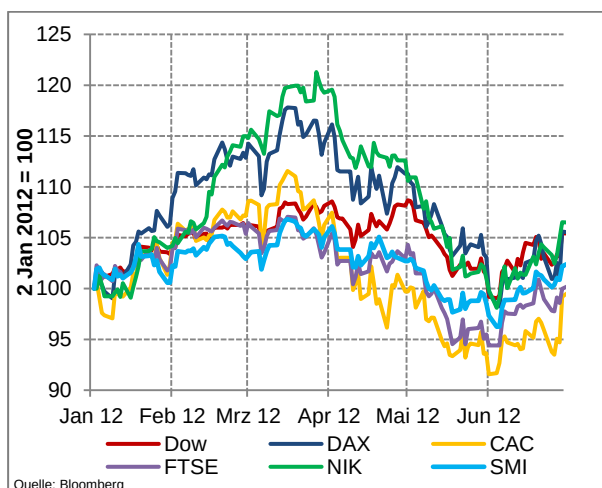
„Fa|ta Mor|ga|na, die“: aus dem Italienischen: Fee Morgana. Eine Fee, auf die der Volksglaube die Erscheinung der Luftspiegelung zurückführt, die in der Straße von Messina besonders häufig zu beobachten ist.

Eine Fata Morgana ist *nicht* eine Sinnestäuschung oder Illusion, sondern eine Luftspiegelung, bei der entfernte Teile einer Landschaft näher gerückt scheinen oder Wasserflächen vorgegaukelt werden.

Soweit zur Definition im Duden. Aber wo ist die Relevanz zum Monatsbericht? Nun, der Autor stand noch unter dem Eindruck der deutschen Niederlage im EM-Halbfinale gegen Italien, als der Kapitalmarkt am letzten Tag des vergangenen Monats die Ergebnisse des Eurogipfels zum Anlass nahm, wieder in den „Risk-On“ Modus zu wechseln. Eindeutig eine Folge einer der berühmten Fata Morganas, die Verdurstenden in der Wüste nach landläufiger Meinung gelegentlich Rettung in Form einer nahen Oase vorgaukeln, obwohl eben jene noch weit hinter dem Horizont verborgen liegt.

Gleiches lässt sich über die Eurorettung sagen. Die Beschlüsse des letzten Gipfels lassen sich beliebig als Sieg oder Niederlage für den einen oder anderen Politiker werten, und sie sind sicherlich ein weiterer Schritt in Richtung politischer und fiskalischer Union in der Eurozone. Aber sie stellen in jedem Fall erst einen *zukünftigen* Schritt dar. Der dauerhaft aufgespannte ESM Rettungsschirm, der nun eingesetzt werden soll, um Banken unter bestimmten (noch nicht exakt definierten) Bedingungen direkt zu rekapitalisieren, existiert noch gar nicht, solange das Bundesverfassungsgericht noch nicht geurteilt hat. Des Weiteren ist die Bedingung, an die der Einsatz des ESM geknüpft wurde, die Errichtung einer europäischen Bankenaufsicht unter Einbeziehung der EZB, auch kein „Sommerprojekt“ sondern dürfte mindestens Monate dauern, wenn nicht gar länger.

Die Märkte hingegen agierten sehr erleichtert, was aber auch in dem Zusammenhang zu interpretieren ist, dass die Erwartungen an den Gipfel Richtung „Null“ tendierten. So aber war die Erleichterung förmlich mit Händen zu greifen! Der letzte Handelstag im ersten Halbjahr 2012 war notwendig, um zu einer positiven Bewertung für die abgelaufenen 6 Monate zu gelangen. Grafiken 1 und 2 zeigen den relativen Verlauf ausgewählter Aktienindizes und auch deutlich den Effekt des letzten Handelstages. Somit schlossen selbst schwächelnde Indizes wie der CAC40 fast im positiven Bereich.



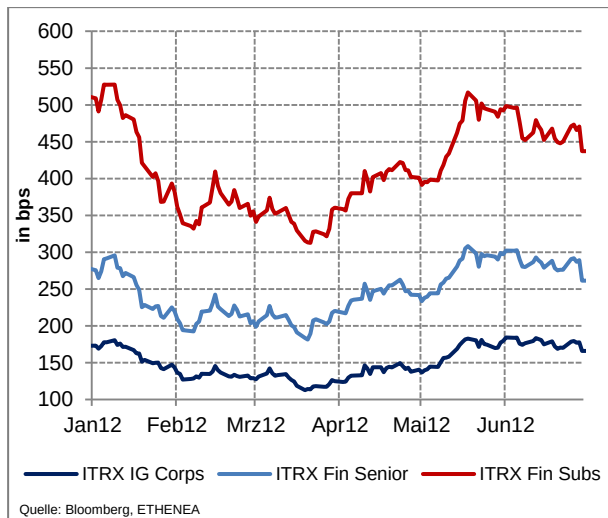
Grafik 1: Verlauf ausgewählter Aktienindizes in H1 2012



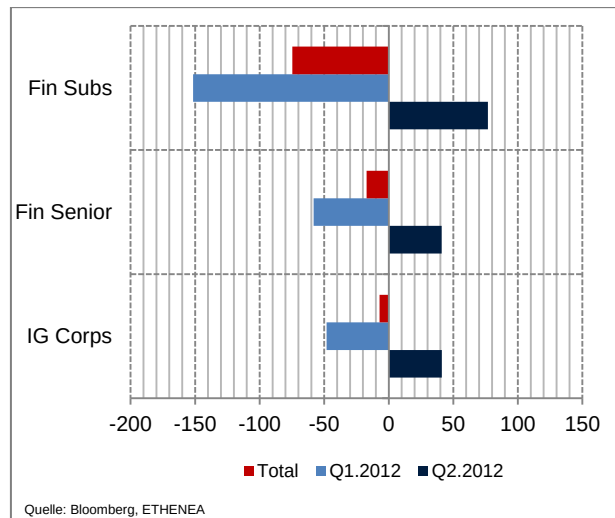
Grafik 2: Prozentuale Quartalsänderungen ausgewählter Aktienindizes in Q1 & Q2 2012



Auch bei den Kreditmärkten ließ sich ein ausgeprägter Effekt am letzten Handelstag des ersten Halbjahres feststellen (siehe Grafik 3), sodass die Kreditmarktsegmente alle im „Plus“ abgeschlossen haben, was bei Kreditaufschlägen natürlicherweise ein negativer Spreadverlauf ist (siehe Grafik 4). Bei den Renditen der spanischen, italienischen und portugiesischen Staatsanleihen ließ sich Ähnliches beobachten.

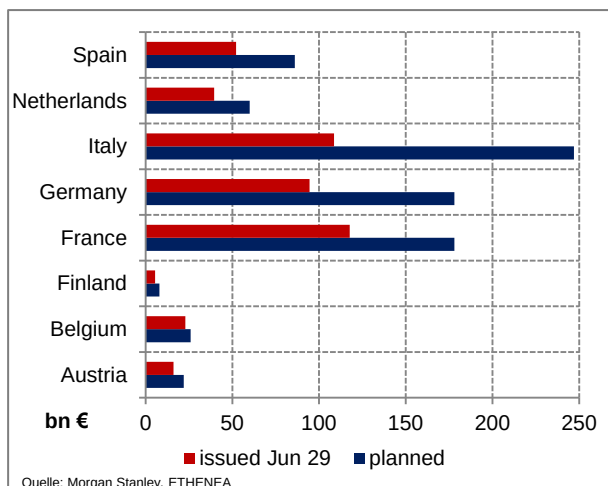


Grafik 3: Verlauf der ITRAXX Indizes in H1 2012

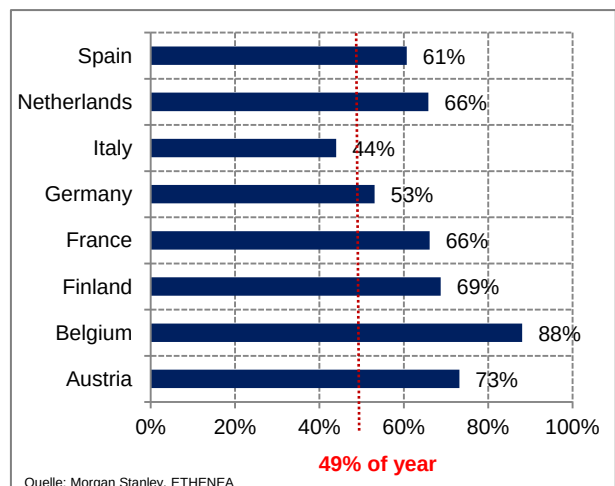


Grafik 4: Veränderung der ITRAXX Indizes in Q1 & Q2 sowie in H1 2012

Beim Refinanzierungsbedarf der Staaten der Eurozone, der ja Anfang 2012 wie ein Damoklesschwert über den Kapitalmärkten schwebte, lässt sich Erfreuliches melden. Bis auf das Schwergewicht Italien, das erst 44 % seines geschätzten Refinanzierungsbedarfs gedeckt hat, sind die anderen Staaten auf Kurs oder sind schon vorausgeeilt. Speziell der Erfolg Spaniens, bereits 61 % gedeckt zu haben, lässt einen optimistisch werden.



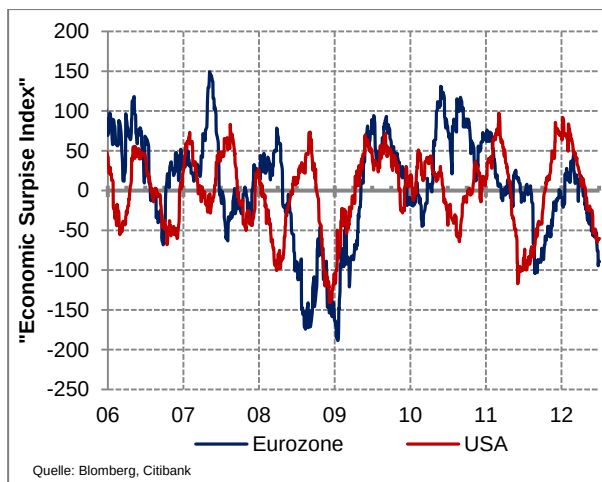
Grafik 5: Finanzierungsbedarf und -erfolg für 2012



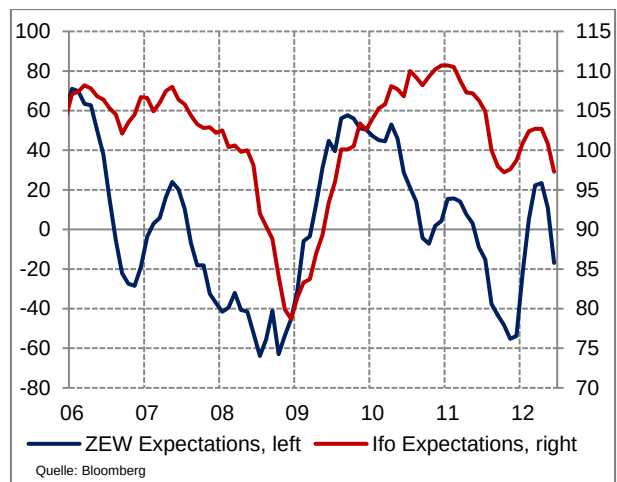
Grafik 6: Prozentualer Finanzierungserfolg in 2012



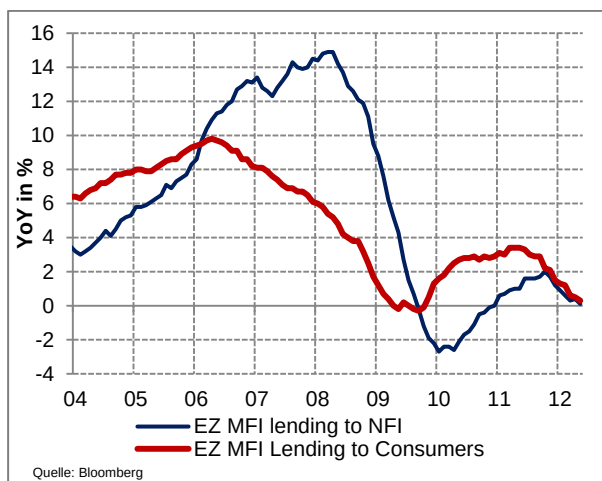
Bei der Wirtschaftsentwicklung gibt es hingegen weniger Grund zum Jubeln. Der mittlerweile bekannte „Überraschungsindikator“ (siehe Grafik 7) zeigt auf, wie unangenehm die Überraschungen an der makroökonomischen Front in den letzten Monaten waren. Zur Erinnerung: der abgebildete Index „misst“, ob die veröffentlichten Daten eher „besser“ oder „schlechter“ als die Markterwartungen waren. Die Überraschungen werden dann zusammengefasst und dem Zeitstrom entgegengesetzt abnehmend gewichtet. Die Logik hierbei ist einfach: Je weiter ein Ereignis in der Vergangenheit liegt, desto unwichtiger ist es für die Preisfindung an den Kapitalmärkten, und umgekehrt. Wie man nun der Grafik 7 entnehmen kann, sind die Index-Niveaus für die Eurozone und USA zwar nicht auf dem „Depressions-Niveau“ von 2008 angekommen, allerdings sind die Werte äußerst niedrig, was zumindest auf den Zinsmärkten im Einklang mit den überaus niedrigen Zinsniveaus steht. Die Zeichen stehen auf Sturm. Auch die Indikatoren aus Deutschland, die sich ja lange Zeit beharrlich geweigert haben, nach Süden zu drehen, haben nun auch eher warnenden Charakter.



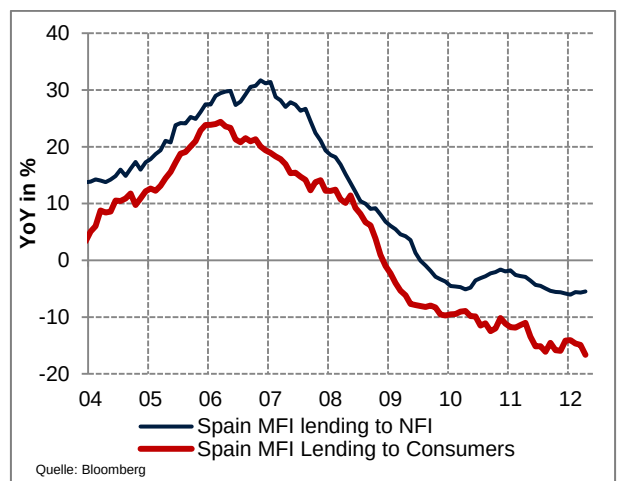
Grafik 7: Makroökonomischer Überraschungsindikator der Citibank für die USA und die Eurozone



Grafik 8: Erwartungsindizes des ZEW und des Ifo



Grafik 9: Kreditvergabewachstum an Unternehmen (blau) und an Konsumenten (rot) in der Eurozone

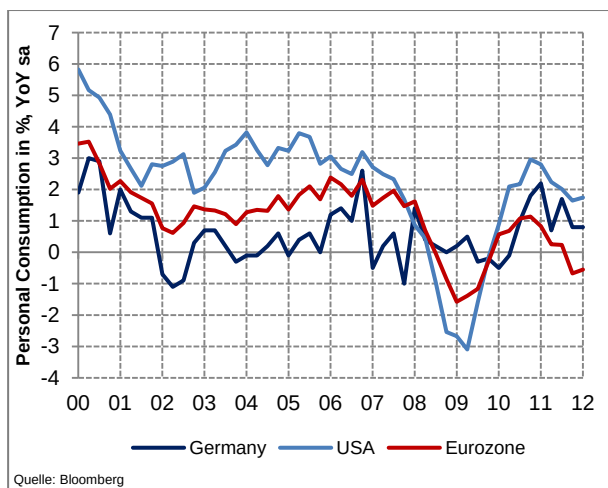


Grafik 10: Kreditvergabewachstum an Unternehmen (blau) und an Konsumenten (rot) in Spanien

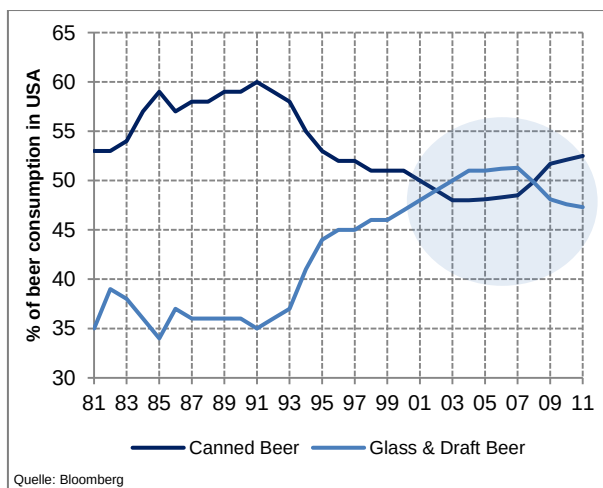
Die Veränderung des Kreditwachstums ist auch ein weiterer Indikator für die Wirtschaftsdynamik. Grafiken 9 und 10 zeigen die jeweiligen Wachstumsraten für Unternehmens- und Konsumentenkredite in der gesamten Eurozone sowie in Spanien. Eine der beabsichtigten Wirkungen der beiden LTROs der EZB am Jahreswechsel war die Erleichterung der Kreditvergabe gerade in den Ländern der Eurozonen-Peripherie! Allerdings lässt sich bisher kein positiver Impuls erkennen. Im Gegenteil – die Kontraktion der Kreditsummen scheint sich im Falle Spaniens noch zu verschärfen. Es bleibt abzuwarten, ob die EZB weitere geldpolitisch stimulierende Maßnahmen ergreift ähnlich der „Operation Twist“ der US Federal Reserve!

In jedem Fall ist die Überraschung der Märkte, nun ja, überraschend, da die Konsensprognose bereits gegen Ende letzten Jahres für die Mitte 2012 eine Rückkehr in die Rezession erwartet hat. Anscheinend hat niemand wirklich mit dem Eintreffen der Prognose gerechnet oder aber niemand fürchtet nun eine längere Phase der schrumpfenden Wirtschaftsleistung.

Die Betrachtung der Entwicklung des Privatkonsums (siehe Grafik 11) zeigt ein differenziertes Bild. Während der Konsum in der gesamten Eurozone drastisch eingebrochen ist, und insofern von dieser Seite keine Erholung der Wirtschaft zu erwarten ist, stimmt der deutsche Konsum schon fast optimistisch, speziell vor dem Hintergrund des lokalen Arbeitsmarktes und der herrschenden Lohnentwicklung. In den USA, wo der private Konsum schon immer einen hohen Anteil am Wirtschaftswachstum hatte, ist die Entwicklung eher neutral. Ein Blick auf die Grafik 12 macht deutlich, warum die USA oft als „statistikverliebt“ bezeichnet werden! In dieser Grafik wird die Konsumform des US-amerikanischen Bierkonsums statistisch ausgewertet. Trinkt der „gemeine“ Amerikaner eher kostengünstiges Dosenbier, dann geht es ihm schlechter, als wenn er zum gezapften Bier greift! Was vielleicht auf den ersten Blick und allein gestellt lächerlich klingt, hat durchaus Erklärungscharakter. Allein der relative Verlauf des Anstiegs der Premiumdarreichung gegenüber dem kostengünstigen Dosenbier seit Beginn der 90er Jahre während der längsten Nachkriegswachstumsperiode der USA von 1990 bis 2007 unterstreicht diese Interpretation. Konsequenterweise würde dementsprechend der erneute relative Anstieg des Dosenbiers nichts Gutes verheißen für das zukünftige Wirtschaftswachstum in den USA.



Grafik 11: Entwicklung des Privatkonsums in den USA, der Eurozone und Deutschland

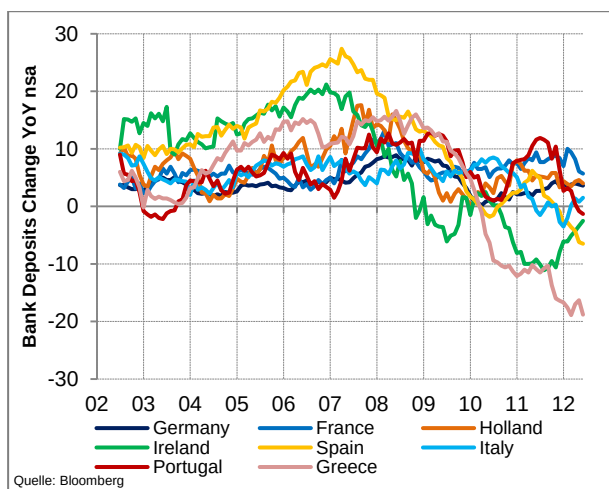


Grafik 12: Verhältnis des unterschiedlichen Bierkonsums in den USA

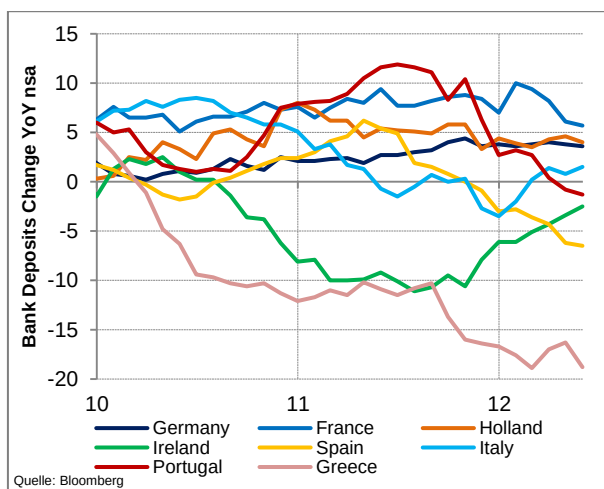
Während die Wirtschaftsaguren noch debattieren, ob der jetzige Wachstumsrückgang eher temporärer Natur ist, treibt die Finanzindustrie in Europa ganz andere, wesentlich dramatischere Entwicklungen um.

Grafiken 13 und 14 zeigen die Entwicklung der Bankeinlagen von Nichtbanken in ausgewählten Ländern seit 2002 und 2010. Während speziell in Deutschland die Diskussion in den Medien dank Herrn Professor Sinn über die TARGET2 Salden seit dem Herbst 2011 stattgefunden hat und in den allermeisten Fällen vergessen worden ist, darauf hinzuweisen, dass die TARGET2 Problematik erst bei einem Zerfall der Eurozone ein Problem darstellt, sind die Entwicklungen der Bankeinlagen ein unmittelbares Problem! Wenn Unternehmen und Privatleute einer Bank (oder einem Banksystem) nicht mehr trauen und im Zuge dieses wachsenden Misstrauens ihr Geld der Bank entziehen, dann hat dieser „Bank Run“ oft zur Folge, dass die Bank in den Konkurs geht. Es sei denn, der Staat versorgt die Bank mit ausreichenden Mitteln. Die Zentralbank, die den Banken Liquidität gegen Sicherheiten zur Verfügung stellt, kann dies aber auch nur tun, solange Sicherheiten vorhanden sind.

Beim Betrachten der Grafiken 13 und 14 wird einem bewusst, woher die Dringlichkeit der Forderung nach einer Bankenunion bzw. europäischer Einlagensicherung stammt. Der Rückgang der Einlagen, zuerst in Irland, dann in dramatischem Ausmaß in Griechenland, zuletzt in Italien, Portugal und Spanien verdeutlicht die Sorgen der jeweiligen Regierungen, bei einer notwendigen Stützung der Banken ihr eigenes Defizitziel signifikant zu verfehlen. Eine direkte Notfinanzierung der Banken aus den jeweiligen Rettungstöpfen erscheint den beteiligten Parteien als Lösung, wobei der temporäre Charakter einer solchen Maßnahme nach unserem Dafürhalten nicht deutlich genug zum Ausdruck kommt. Letztendlich wäre dieser Weg ja auch kein Weg aus der Krise, da die Ursachen des Misstrauens in die Banken damit nicht beseitigt werden. Daher erwarten wir, dass nach dem Entstehen einer europäischen Bankenaufsicht auch eine europäische Haftung für Bankeinlagen ins Leben gerufen wird.



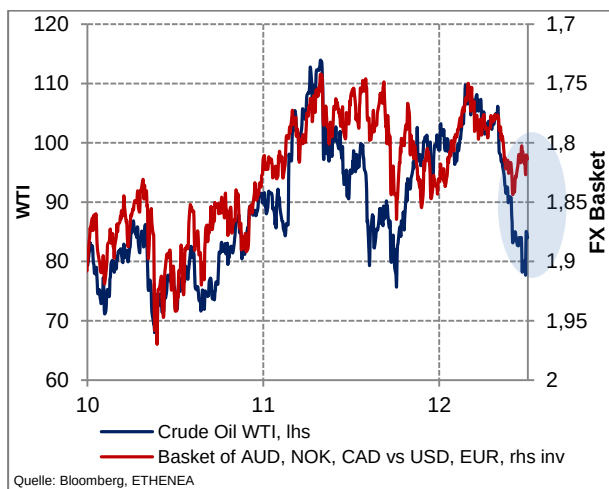
Grafik 13: Veränderung der Bankeinlagen von Nichtbanken



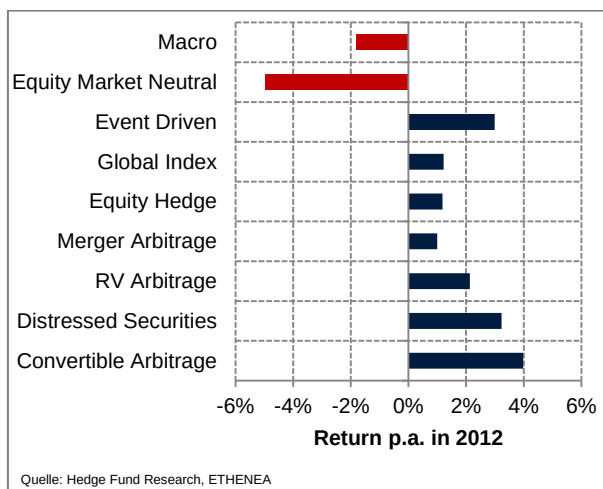
Grafik 14: Veränderung der Bankeinlagen von Nichtbanken seit 2010

Schließlich möchten wir uns noch den Währungen widmen. Grafik 15 zeigt den Zusammenhang zwischen Rohstoffpreisen, hier als Beispiel Rohöl, und der Wechselkursentwicklung sogenannter Rohstoffwährungen. Gerade der australische Dollar, die norwegische Krone und der kanadische Dollar werden oft als Letztere genannt, da in diesen Volkswirtschaften Rohstoffe einen großen Anteil an der Wertschöpfung besitzen. Üblicherweise wurde argumentiert, dass bei einem weltweiten Aufschwung die Nachfrage nach Rohstoffen steigt und sich damit auch der Wechselkurs dieser Währungen gegenüber anderen Währungen aufwertet. Grafik 15 zeigt dieses Verhältnis, und mit gewissen Zeitverzögerungen scheint die Annahme auch zuzutreffen. Falls diese Annahme unverändert in der Zukunft halten sollte, müssten konsequenterweise die Wechselkurse des AUD, der NOK und des CAD gegenüber dem USD und EUR nachgeben. Wir befürchten allerdings, dass diese Beziehung zusammengebrochen ist, da die Motivation des Marktes, sogenannte Rohstoffwährungen zu kaufen, nur noch mittelbar von dem Rohstoffsertrag abhängt, dagegen mittelbar aufgrund des Ertrages aus dem Verkauf von Bodenschätzen oft die Kreditqualität eines solchen Landes besser ist. Und gerade Veränderungen in der Einschätzung dieser hatten in den vergangenen Monaten zu den größten Verwerfungen an den Kapitalmärkten geführt. Aus diesem Grund halten wir auch weiterhin an unserer „Long Position“ im AUD und NOK fest.

Zu guter Letzt möchten wir noch einen kurzen Blick auf die Ertragslage der unterschiedlichen Hedge Fund Strategien werfen. Grafik 16 zeigt, deutlich, dass die Hedge Fund Industrie scheinbar in den angespannten Märkten, die zudem noch von der Politik dominiert sind, keine herausragende Leistung zu vollbringen scheint. Die Zeiten hoher zweistelliger Ertragszuwächse scheinen vorbei zu sein, was einmal mehr deutlich macht, wie wichtig stetiges und umsichtiges Agieren in den heutigen Kapitalmärkten ist und bleibt.



Grafik 15: Entwicklung des Rohölpreises und eines Währungskorbs aus sogenannten Rohstoffwährungen gegenüber USD und EUR



Grafik 16: Erträge der unterschiedlichen Hedge Fund Strategien in 2012



	Currency									
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	88.96	1.2651	1.20115	0.80676	100.96	1.23612	7.5457	1.28857	2.2878	8.0452
-1M	1.3%	2.3%	0.0%	0.6%	4.2%	-2.7%	-0.1%	0.9%	-0.8%	2.2%
YtD	-1.9%	-2.2%	-1.2%	-3.2%	1.5%	-2.3%	-2.6%	-2.2%	-6.6%	-1.9%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.124	0.611	1.583	146	166	361	261	471
-1M	12	27	38	26	-14	-56	-36	-27
YtD	-8	-21	-32	-24	-7	-217	-14	-20

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	6	15	-75	110	83	52	352	475	858	2425	662
-1M	36	37	-38	116	91	41	402	536	1083	2963	701
YtD	-3	7	-92	133	114	39	430	320	1146	3306	630

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	6416.28	12880.09	2264.72	3196.65	5571.15	9006.78
-1M	2.4%	3.9%	6.9%	6.0%	4.7%	5.4%
YtD	5.6%	5.4%	-4.5%	-0.8%	-0.0%	6.5%

Grafik 17: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)

Ethna-AKTIV E	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	1.9%	0.0%	2.1%	0.0%	4.1%
Insurance	4.4%	0.8%	0.6%	0.6%	6.4%
Other	0.0%	0.2%	0.0%	0.5%	0.7%
Ethna-GLOBAL Defensiv	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0.8%	0.0%	1.8%	0.0%	2.6%
Insurance	2.8%	2.1%	0.0%	0.5%	5.3%
Other	0.7%	0.9%	0.2%	0.1%	1.9%
Ethna-GLOBAL Dynamisch	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.8%
Insurance	4.9%	2.3%	0.0%	0.0%	7.3%
Other	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Grafik 18: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio vom Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch





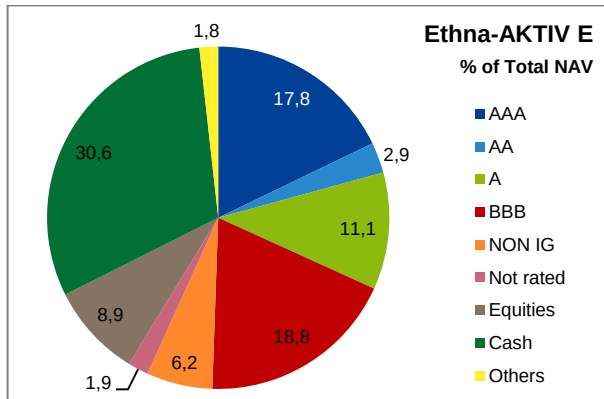
Aktuell verzeichnet das Rentenportfolio des Ethna-AKTIV E eine Rendite von 4,97 % bei einem Rating zwischen A- und A und einer modified duration von 5,38. Der Ethna-GLOBAL Defensiv liegt bei 4,47 % Rendite, ebenfalls mit einem Rating zwischen A und A+ und einer modified duration von 5,46. Im Ethna-GLOBAL Dynamisch wird aktuell eine Rendite von 4,90 % erzielt mit einem Rating zwischen BBB+ und A- und eine modified duration von 5,66. Die Kennzahlen sind nur leicht verändert, mit Ausnahme des Ethna-GLOBAL Dynamisch. Hier wurde das Rentenportfolio stark zu Gunsten von besseren Ratings umstrukturiert.

Risikostreuung durch viele aber kleine Engagements erscheinen für uns weiterhin als probates Mittel, die fortdauernde Krise zu meistern. Die hohen Liquiditätsquoten sind zum einen Ausdruck des Mangels an attraktiven Investitionsoportunitäten und zum anderen der weiterhin sehr dürftigen Marktliquidität. Bei passenden Investments ist es unsere Intention, die Liquidität wieder auf unsere üblichen Niveaus abzusenken.

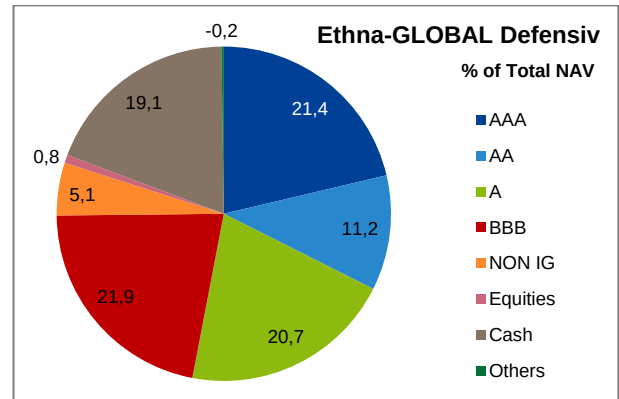
Value-at-Risk		Ethna-AKTIV E	Ethna-GLOBAL Defensiv	Ethna-GLOBAL Dynamisch
99%, 1d		0.4 %	0.4 %	1.1 %
99%, 20d		1.6 %	1.7 %	5.1 %
Stresstest	Scenario			
WorstCase		-8.4 % I+S+V+F-E-	-8.6 % I+S+V+F-E-	-7.6 % I+S+V+F-E-
I: Interest Rates + 150 bp	I+S0V0F0E0	-4.7 %	-5.5 %	-3.1 %
I: Interest Rates - 150 bp	I-S0V0F0E0	4.1 %	5.4 %	3.3 %
S: Creditspreads * 1,25	I0S+V0F0E0	-2.2 %	-2.4 %	-1.2 %
S: Creditspreads * 0,85	I0S-V0F0E0	1.0 %	1.3 %	0.8 %
V: Volatilities * 1,45	I0S0V+F0E0	-0.4 %	-0.4 %	-0.0 %
V: Volatilities * 0,969	I0S0V-F0E0	0.0 %	0.0 %	0.0 %
F: Fx Rates + 4 * Vola	I0S0V0F+E0	0.5 %	0.4 %	0.2 %
F: Fx Rates - 4 * Vola	I0S0V0F-E0	-0.5 %	-0.4 %	-0.2 %
E: Equities + 4 * Vola	I0S0V0F0E+	0.8 %	0.1 %	2.7 %
E: Equities - 4 * Vola	I0S0V0F0E-	-0.7 %	-0.1 %	-2.2 %

Grafik 19: Ergebnisse des VaR Tests sowie der Stresstest-Szenarien für die Ethna Funds

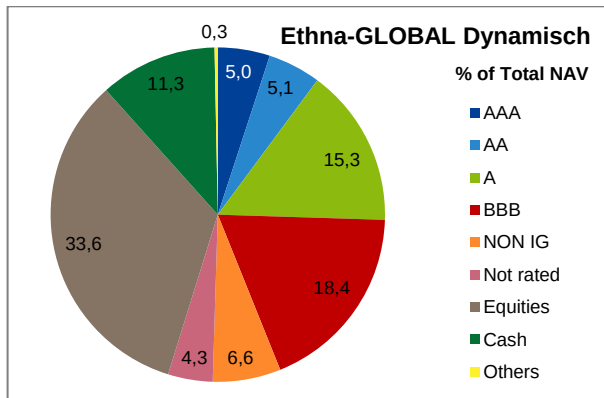




Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating

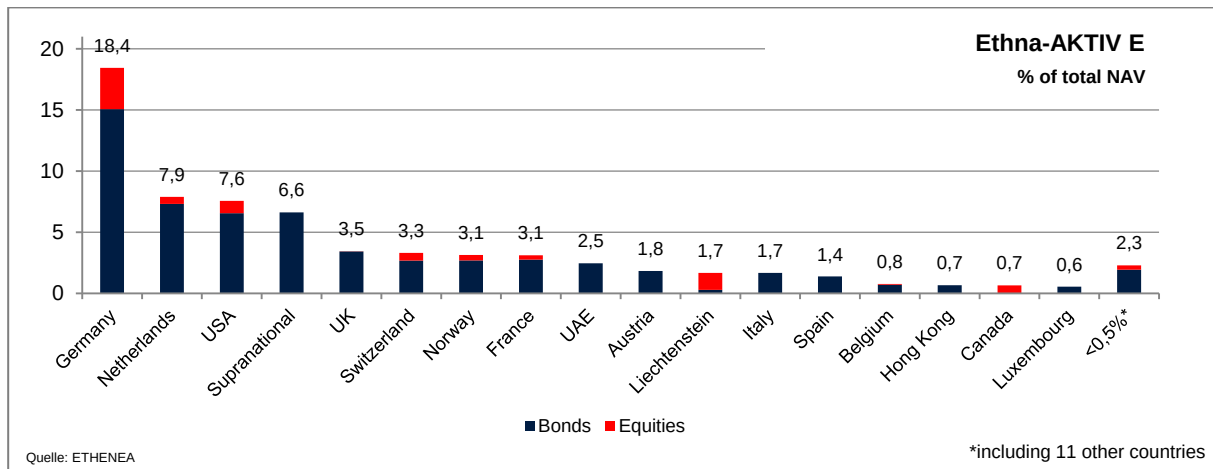


Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating

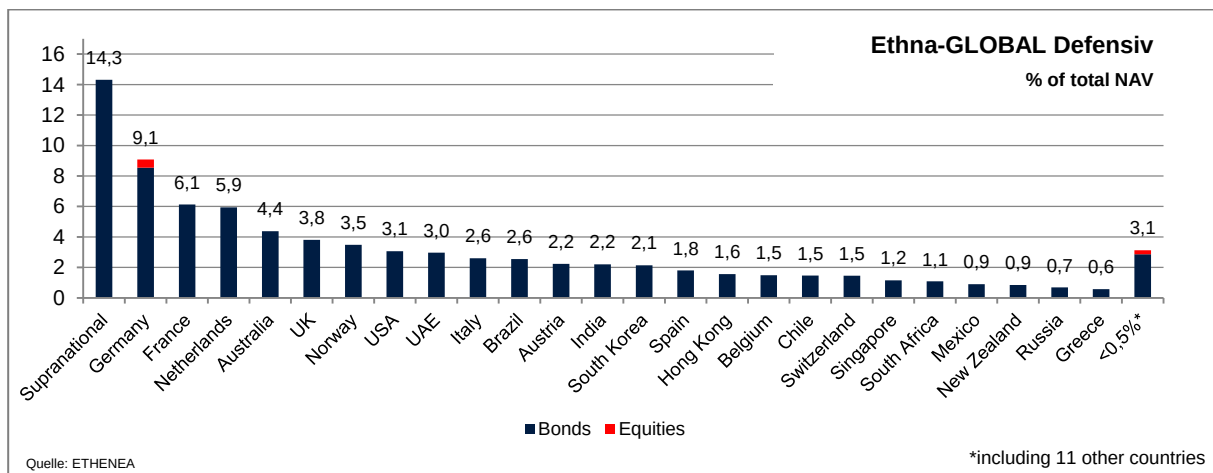


Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating

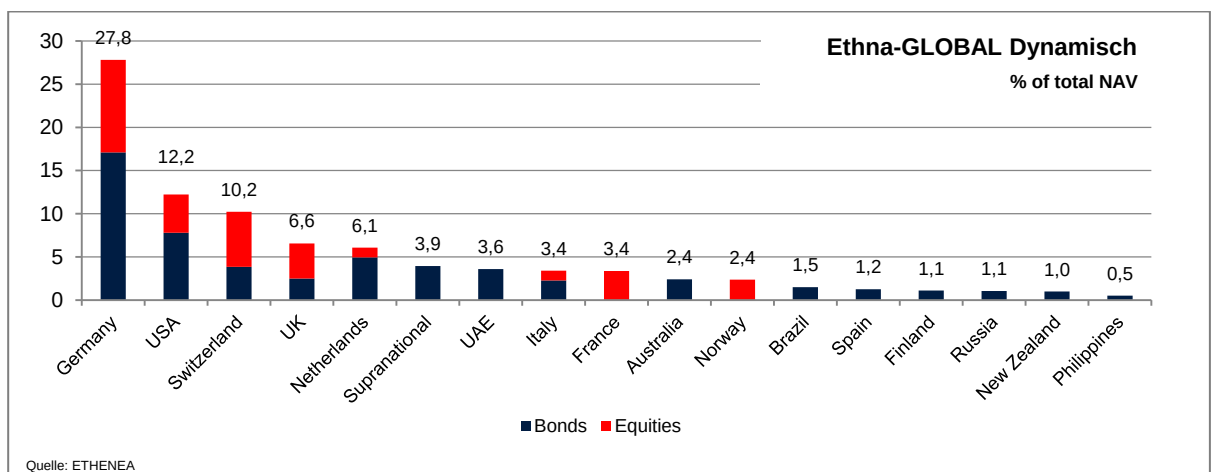




Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Herkunft

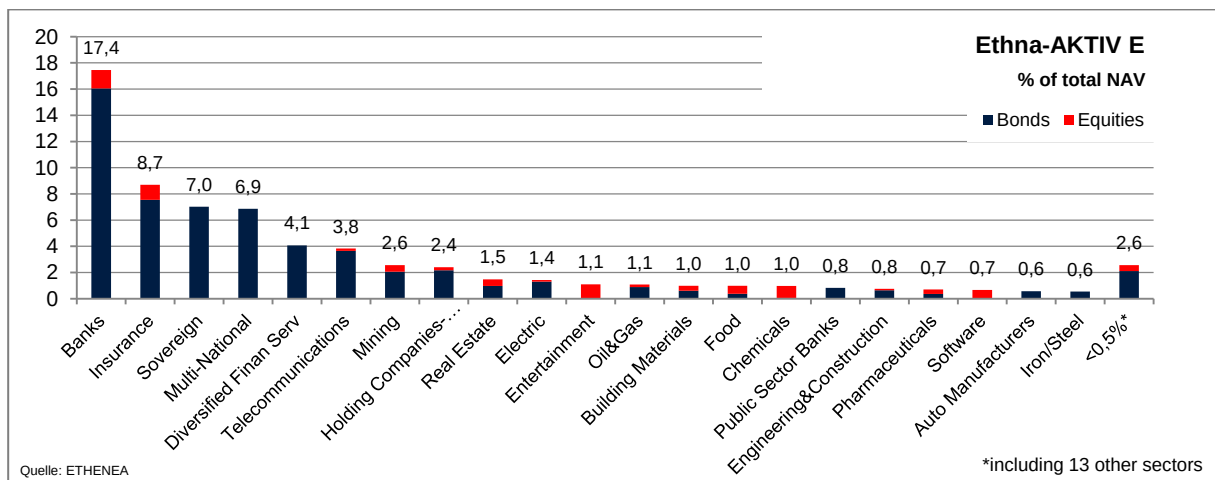


Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Herkunft

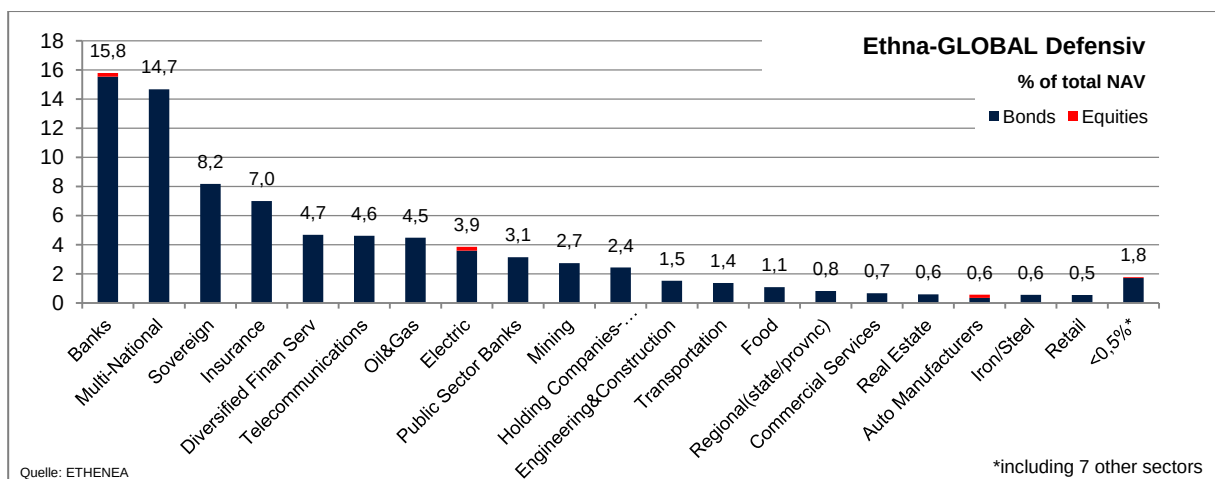


Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Herkunft

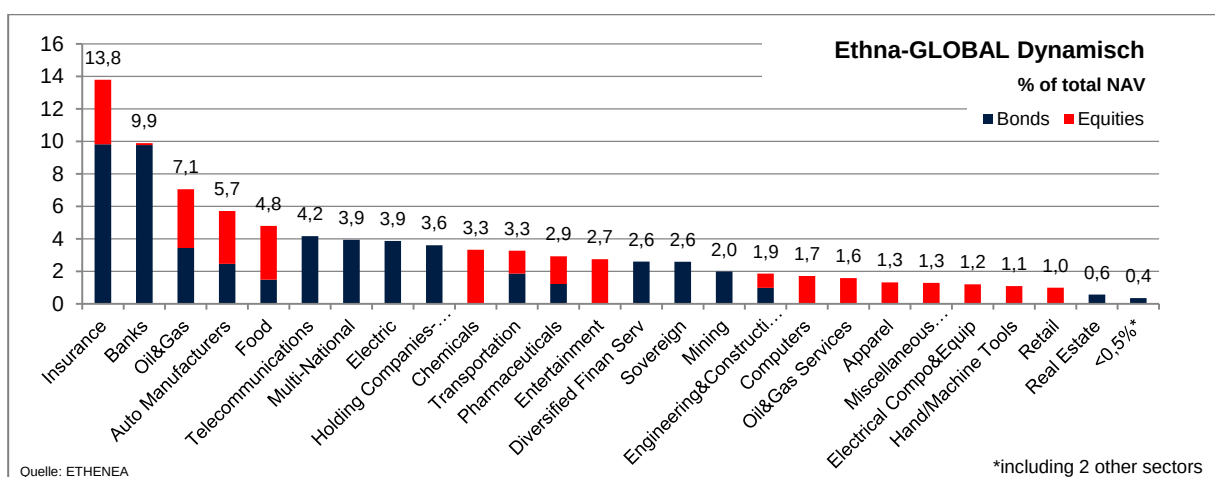




Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche

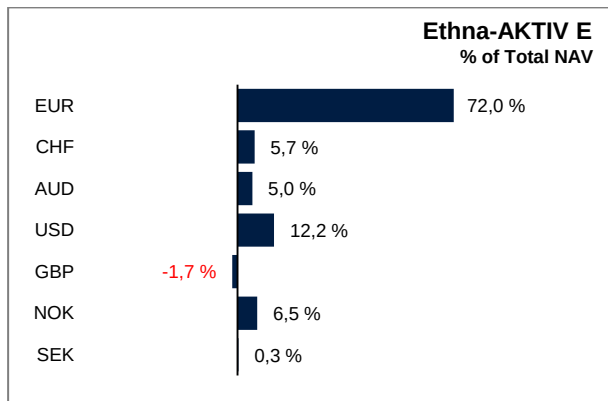


Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche

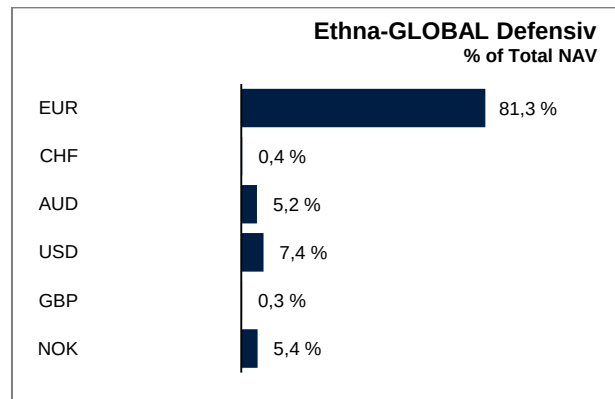


Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche

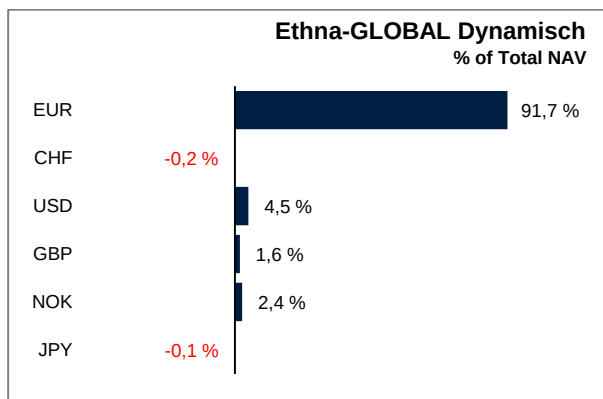
ETHNEA
Independent InvestorsMorningstar
Rating: ★★★★★



Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des
Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des
Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 31: 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, 29.06.2012.



ETHNEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

