

„Und sie dreht sich n(d)och...“



Wie wird sich die Wirtschaft in den USA und in China weiter entwickeln? Besteht Hoffnung für die Eurozone? Rückläufige Inflation und stabile Geldpolitik – Anlass, in die Offensive zu gehen?

Nachdem der 21. Dezember gekommen und auch wieder gegangen ist und die allermeisten von uns sich hoffentlich ausgezeichnete Gesundheit erfreuen dürfen, da sich weder die Erde aufgetan noch ein Asteroid auf derselben eingeschlagen ist, können wir uns nun wieder dem Hier und Jetzt widmen.

Falls man jedoch „rein zufällig“ die Feiertage in Bugarach in Frankreich verbracht hat, dem Ort, der angeblich als einziger Platz der Erde der Zerstörung dieser getrotzt hätte, dann mag man etwas enttäuscht sein: Die Probleme, die vor dem 21. Dezember 2012 die Welt bewegten, sind weiterhin nicht gelöst.

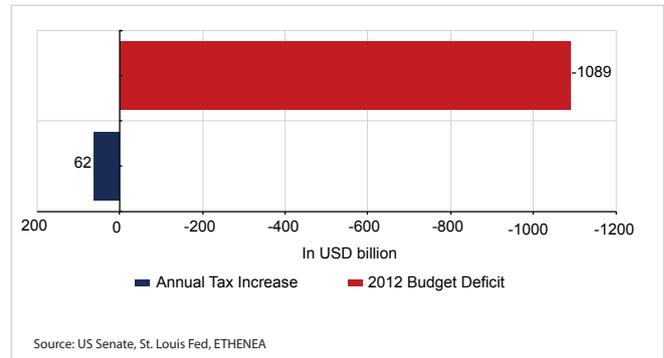
Bevor wir allerdings auf diese eingehen und unsere Sichtweise der Dinge des bereits begonnenen Jahres 2013 erläutern, wollen wir uns jedoch noch einmal kurz einem berühmten Italiener widmen. Nein, nicht Silvio Berlusconi, der durch Umtriebigkeit und Eigennutz die wohl kompetenteste italienische Regierung seit Weltkriegsende des Herrn Monti zu Fall brachte. Wir wollen uns mit Galileo Galilei beschäftigen, der an einem wohl sonnigen Mittwoch, dem 22. Juni 1633, der heiligen Inquisition dadurch entgangen ist,

dass er abschwor. Ob er dann tatsächlich beim Verlassen der Gerichtsstätte Basilika Santa Maria sopra Minerva in seinen Bart den berühmten Ausspruch „Und sie dreht sich doch!“ gemurmelt hat, ist im Nachhinein unerheblich. Gedacht hat er ihn sicher.

Wichtig an dieser Stelle hingegen ist das „Abschwören“, ein nicht unbedingt moderner Begriff, da er etwas Permanentes impliziert, etwas, was in unserer schnelllebigen Zeit statisch und veraltet anmutet. Allerdings sollten die gewählten Politiker dieser Welt möglichst bald dem unermüdlichen Schuldenmachen „abschwören“. Auch, wenn es bedeutet, den Wählern die Wahrheit zu sagen.

Nehmen wir als Beispiel das sogenannte „Fiscal Cliff“, von dem die Wirtschaft der USA hinab in die Tiefen der Rezession gestürzt wäre aufgrund von automatisch eintreffenden Steuererhöhungen und gleichzeitigen Ausgabenkürzungen.

Ob das Umschiffen dieser Klippe allerdings sinnvoll war, bleibt abzuwarten. Ein Blick auf die etwas ungewöhnliche Grafik 1 offenbart sehr deutlich das Problem. Das in tatsächlich sprichwörtlich letzter Sekunde erzielte Kompromissergebnis der Demokraten und Republikaner, nämlich der Beschluss von Steuererhöhungen von geschätzten \$ 620 Milliarden über 10 Jahre, wirkt lächerlich angesichts des Problems. Den jährlichen Steuermehreinnahmen von \$ 62 Milliarden steht ein Jahres-Haushaltsloch von fast \$ 1.100 Milliarden gegenüber, mehr als das 17-fache! Man muss nicht Mathematik studiert haben, um zu erkennen, dass hier kein Problem ernsthaft angegangen worden ist. Allerdings stehen die Amerikaner mit dieser Einstellung sicher nicht alleine da. Es scheint aktuell ein Grundproblem der westlichen Demokratien zu sein, unpopuläre aber notwendige Maßnahmen auf den „Sankt-Nimmerleins-Tag“ zu verschieben.

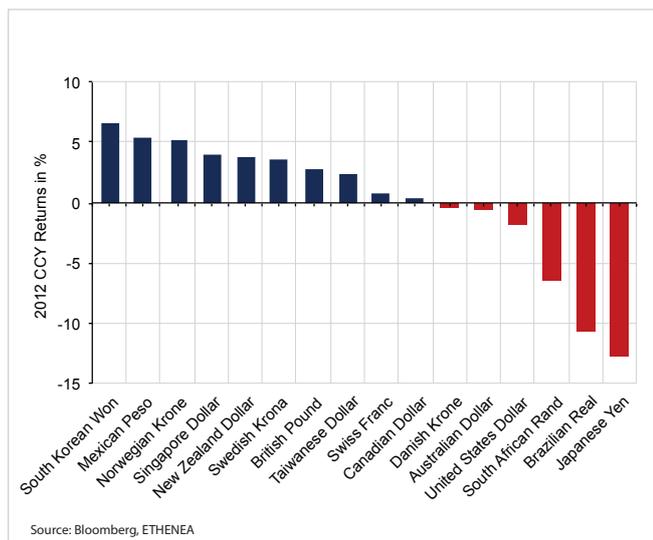


Grafik 1: Kompromissergebnis der Demokraten und Republikaner in USA zur Abwendung des „Fiscal Cliff“

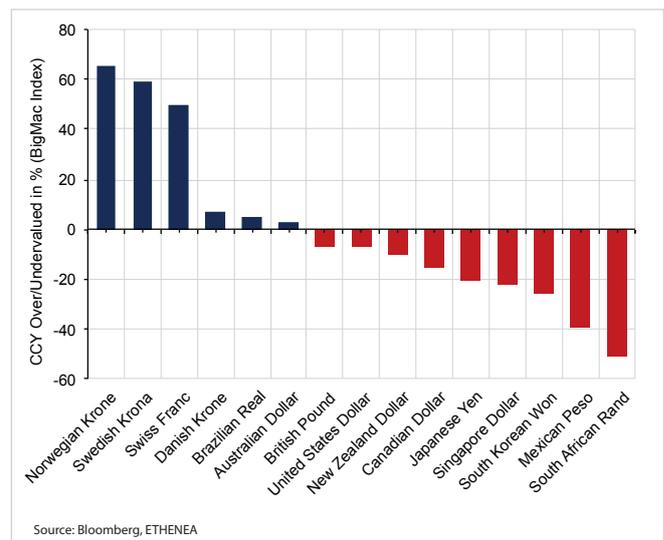
Allem Anschein nach ist die Leidensfähigkeit des Wahlvolks in den Demokratien auch sehr begrenzt. Jedwede unbequeme Maßnahme wird baldmöglichst mit der Abwahl der vermeintlich „Schuldigen“ bestraft. Parteien, die trotz alledem an ihren Überzeugungen festhalten, verschwinden in der Bedeutungslosigkeit. Aber genug davon.

Lassen Sie uns zunächst einen Blick zurück auf das Jahr 2012 werfen, bevor wir aufs beginnende Jahr 2013 schauen. Grafik 2 kann man entnehmen, dass wir insgesamt ein scheinbar recht ruhiges Jahr bei den Entwicklungen der

Wechselkurse hatten. Einstellige positive prozentuale Wertentwicklung und lediglich in zwei Fällen (Brasilien und Japan) zweistellige prozentuale Wertverluste gegenüber dem Euro hat es schon länger nicht mehr gegeben. Mit Hilfe des „Big Mac Index“ wird die Über- bzw. Unterbewertung der Währungen gegenüber dem Euro berechnet, basierend auf der Theorie der Kaufkraftparitäten. Grafik 3 macht deutlich, wie groß die Verzerrungen im Wechselkurssystem bereits sind, und lässt hoffen, dass sich die Spannungen nicht abrupt entladen werden.



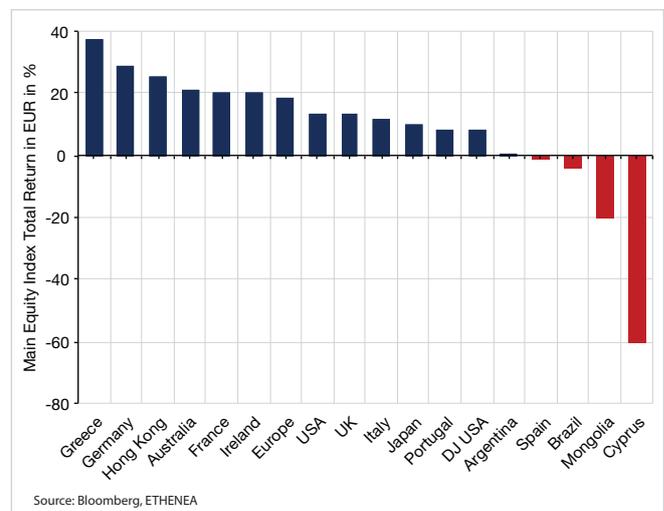
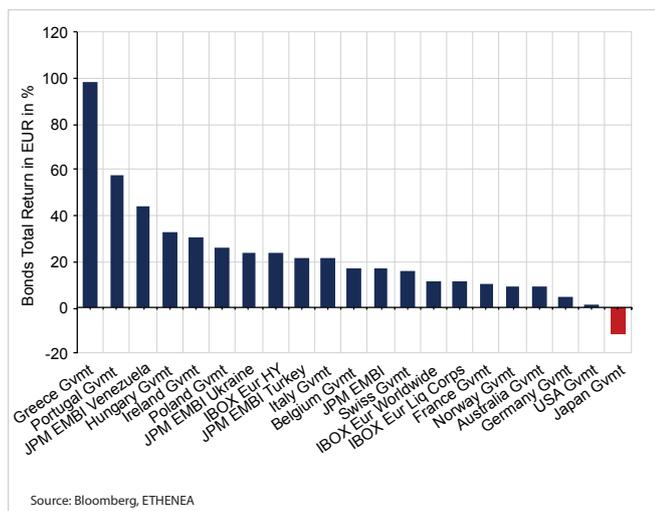
Grafik 2: Gewinne bzw. Verluste der jeweiligen Währungen gegenüber dem Euro in 2012



Grafik 3: Über- bzw. Unterbewertung der jeweiligen Währung in Prozent gemessen mit Hilfe des sogenannten „Big Mac Index“

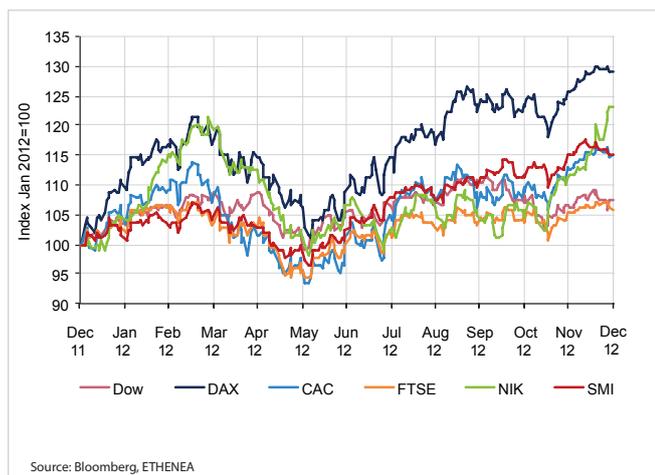
Grafik 4 stellt die Gesamterträge einer Investition eines Euro-Investors in den jeweiligen Rentenmärkten dar. Verwundert stellt man fest, dass ausgerechnet griechische Anleihen die beste Performance in 2012 mit 97 % Ertrag zeigten. Weit abgeschlagen dahinter finden sich mit lediglich 57 % Anleihen Portugals, der Euro High-Yield Bereich mit 22 % und deutsche Staatsanleihen mit 4,4 %. Grafik 5 zeigt die vergleichbaren Investitionserträge in den lokalen Aktienindizes. Auch hier kommt der griechische Index auf Platz 1 mit stolzen 37 %, dicht gefolgt vom deutschen DAX mit knapp 29 %. Das Schlusslicht bildet im zweiten Jahr in Folge die Börse Zyperns mit -60 % in 2012, nach bereits -72 % in 2011.

Ein Blick auf die Grafiken 6 und 7 macht aber deutlich, dass die Darstellung des gesamten Börsenjahrs 2012 mit einer Prozentzahl die Komplexität und die Dynamik des Verlaufs verfälscht. Gerade die Quartalsdarstellung zeigt, dass ein fantastisches Q1 gefolgt wurde von einem garstigen Q2, wo Reminiszenzen an November 2011 aufkamen. Erst (Super) Mario Draghis Rede Ende Juli in London brachte den Stimmungsumschwung und sorgte für ein wiederum fantastisches Q3 und ein Q4, das abermals durch die Ängste vor der amerikanischen Fiskalklippe beeinträchtigt wurde. Im Nachhinein wird aber jede Kristallkugel durchsichtig und Kleinstanleger mutieren zu einem Warren Buffet.

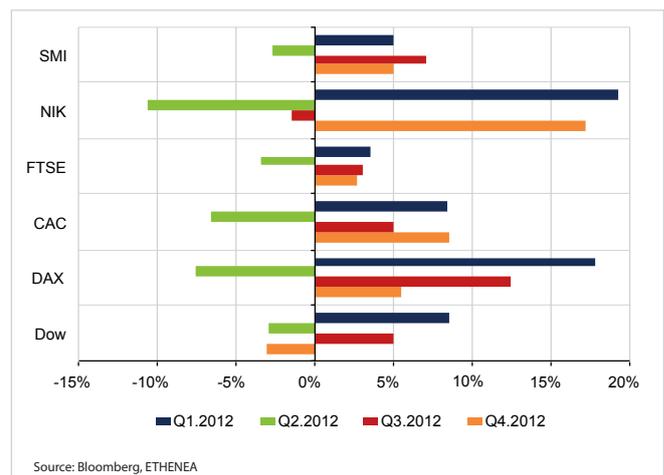


Grafik 4: Gesamtertrag in Prozent aus Sicht eines Euro-Investors in dem jeweiligen Rentenmarkt in 2012

Grafik 5: Gesamtertrag in Prozent aus Sicht eine Euro-Investors in dem jeweiligen Aktienmarkt in 2012



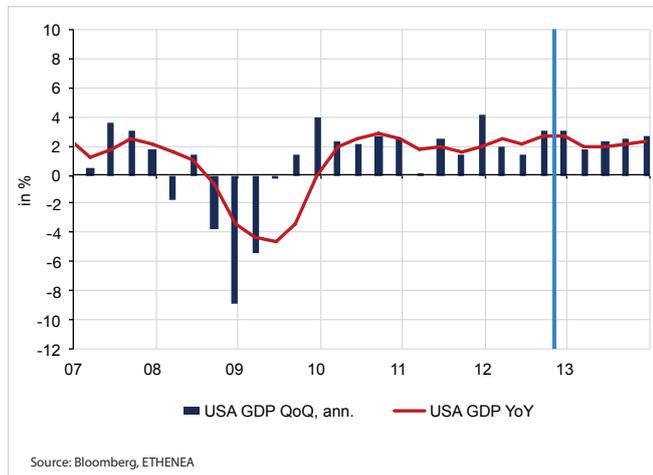
Grafik 6: Entwicklung der Aktienindizes in 2012 – zum besseren Vergleich indiziert Jan



Grafik 7: Quartalsergebnisse der Aktienindizes in 2012

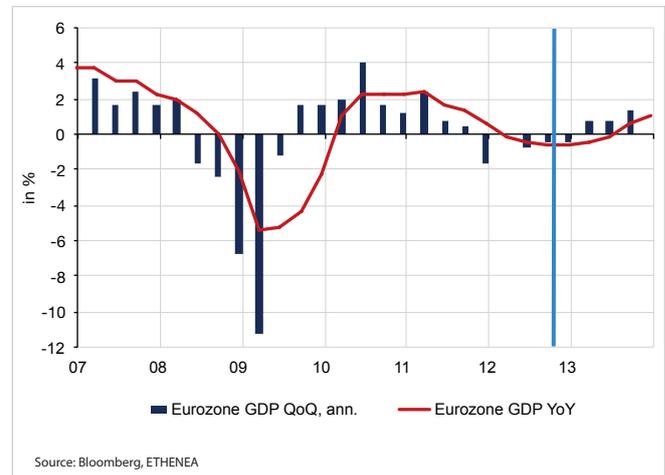
Wenden wir nun den Blick in die Zukunft. Und wieder einmal bemühen wir das Zitat von Mark Twain, dass Prognosen schwierig sind, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen. Wir wollen dennoch den Blick in die allerdings sehr trübe Kristallkugel werfen und versuchen, zu erahnen, wohin die Reise in 2013 geht. Tasten wir uns mehr oder minder systematisch an das Thema heran und hoffen, dass am Schluss ein logisches und nachvollziehbares Weltbild für unsere Leser entstanden ist.

Beginnen wir mit dem volkswirtschaftlichen Ausblick. Wie wir ja bereits ausführlich in unserem Marktkommentar „Onkel Sams Hütte“ (Oktober 2012) erläuterten, ist unsere Erwartung für das Wirtschaftswachstum in den USA weiterhin positiv (Grafik 8). Getrieben durch den Inlandskonsum,



Grafik 8: Entwicklung des BIP der USA, Jahres- und Quartalswachstumsraten – rechts der blauen Linie Prognose

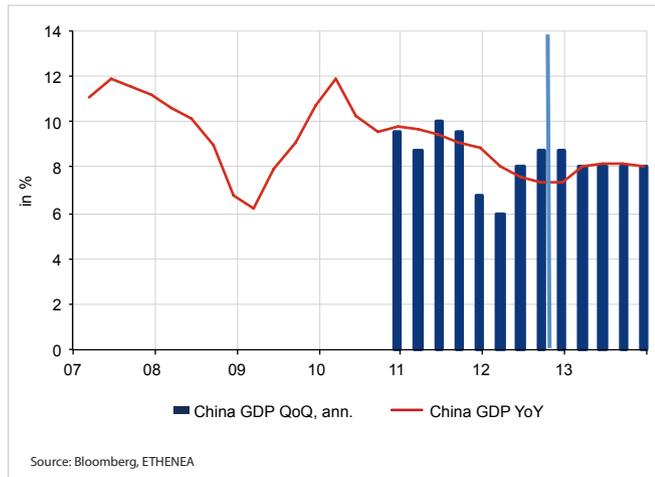
der wiederum seine Stärke aus der Entwicklung im Immobiliensegment zieht, wird Amerika einmal mehr zur Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft. Die Fiskalklippe, die ja zumindest in Teilen umschifft wurde, trägt nur wenig zu einer Abwärtskorrektur des US-Wachstums bei. Allerdings darf an dieser Stelle die Warnung nicht fehlen, dass ohne eine erfolgsversprechende Konsolidierung der Staatsfinanzen weitere Herabstufungen der Kreditwürdigkeit der USA einen großen Risikofaktor für das Wachstum darstellen. In der Eurozone insgesamt erwarten wir erst in der zweiten Jahreshälfte 2013 ein Verlassen der momentanen Rezession. Die Anpassungsprozesse gerade in der sogenannten europäischen Peripherie erfordern Zeit. Ein besonderes Risiko liegt hier auch in der Gefahr eines erneuten Aufflackerens der Eurokrise und natürlich auch in der Solidität des US-Wachstums.



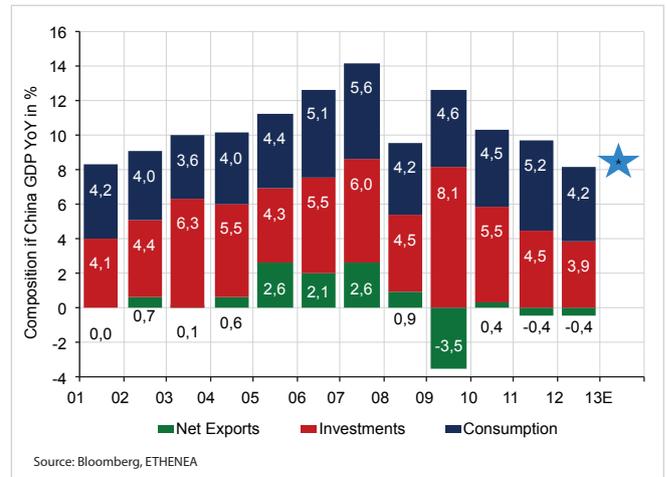
Grafik 9: Entwicklung des BIP der Eurozone, Jahres- und Quartalswachstumsraten – rechts der blauen Linie Prognose

Die Wirtschaft der exportorientierten Eurokernländer ist seit jeher eng mit der Chinas verknüpft (siehe Grafik 10). China selbst hat sein Wirtschaftswachstum betreffend wieder die „8“ vor dem Komma erreicht, eine Tatsache, die eher psychologische denn reale Bedeutung hat. Wichtiger ist hier die Zusammensetzung des chinesischen Wachstums (siehe Grafik 11). Über die Hälfte (54%) rührt mittlerweile aus dem einheimischen Konsum, ein Fakt, der zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit

eines chinesischen „Boom-Bust“-Wirtschaftszyklus immer geringer und damit das Wachstum zwar möglicherweise nur noch langsamer, aber dafür verlässlicher stattfinden wird. Dies ist gerade für die exportlastige deutsche Industrie sehr wichtig, da eine Reduktion der Schwankungsbreite zwischen Hoch- und Tiefphasen eines der größten Konsumenten deutscher Waren auch zu größerer Stabilität beim heimischen Wachstum führen wird.



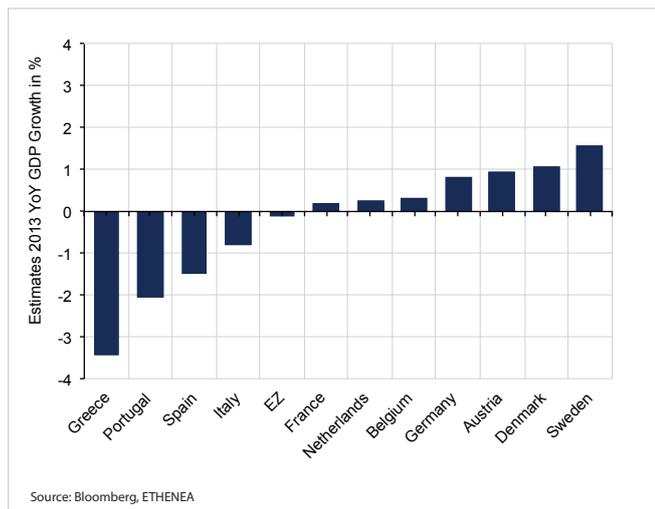
Grafik 10: Entwicklung des BIP von China, Jahres- und Quartalswachstumsraten - rechts der blauen Linie Prognose



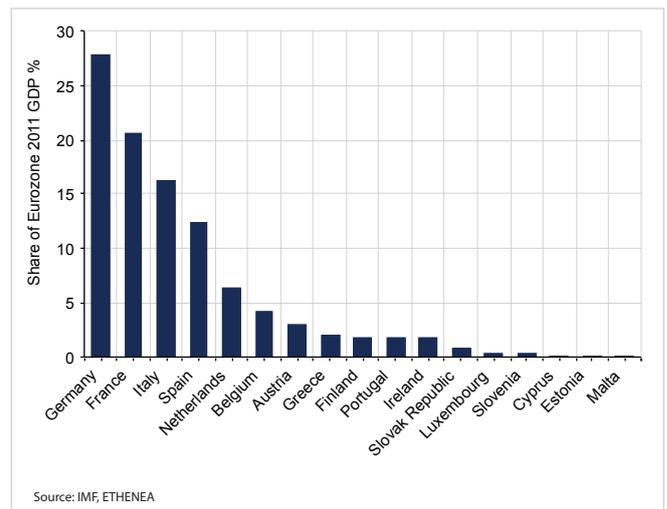
Grafik 11: Veränderung des chinesischen BIP in der Verwendungsrechnung

Wie wichtig die Rolle Deutschlands als Wachstumsanker der Eurozone ist, kann man den folgenden Grafiken 12 und 13 entnehmen. Grafik 12 zeigt die sehr unterschiedlichen Wachstumsprognosen der unterschiedlichen Eurostaaten für 2013. Am unteren Ende taucht nicht überraschend Griechenland mit -3,4% auf, während Österreich und Deutschland mit 0,95% bzw. 0,8% am oberen Ende der Skala der Euromitgliedsstaaten anzutreffen sind. Obwohl es sicher erfreulich für unsere Freunde aus der Alpenrepublik ist, den großen Nachbarn im Norden im Wachstum zu schlagen, wenn es doch schon nicht beim Fußball gelingt (Den letzten

Sieg konnte Österreich 1986 in einem „Freundschaftsspiel“ feiern.), ist die Relevanz dieses Wachstumsvorsprungs von fast 0,2% für das Eurozonenwachstum quasi irrelevant. In Grafik 13 sieht man die Anteile der jeweiligen Volkswirtschaften am Gesamtwachstum der Eurozone. Deutschland hält mit fast 28% den mit Abstand größten Anteil daran, während beispielsweise Österreichs Anteil bei lediglich etwas über 3% liegt. Deutschland und Frankreich vereinen fast die Hälfte der Wirtschaftsleistung der Eurozone auf sich, ein wichtiger Fakt auch und gerade für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, aber dazu später.



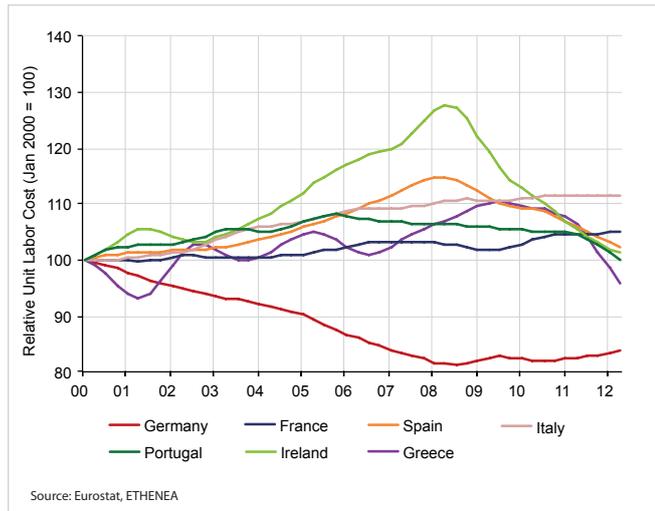
Grafik 12: Prognosen für das 2013 BIP-Wachstum in den unterschiedlichen Euro-Staaten



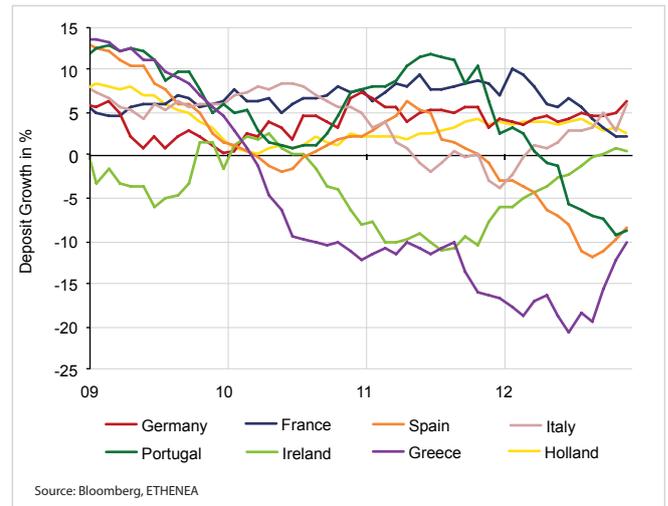
Grafik 13: Anteil des jeweiligen Staates an der Eurozonen Wertschöpfung

Trotz besagter Größenunterschiede innerhalb der Eurozone hat die sogenannte Euroschuldenkrise deutlich gemacht, dass Divergenzen in anderen Bereichen zu nicht tolerierbaren Spannungen geführt haben. Grafiken 14 und 15 zeigen zwei Spannungsfelder, die durch die jeweiligen politischen Akteure langsam aber stetig verbessert wurden. Die relativen Lohnstückkosten (Grafik 14), also quasi die Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Wirtschaft, zeigen in vielen Volkswirtschaften

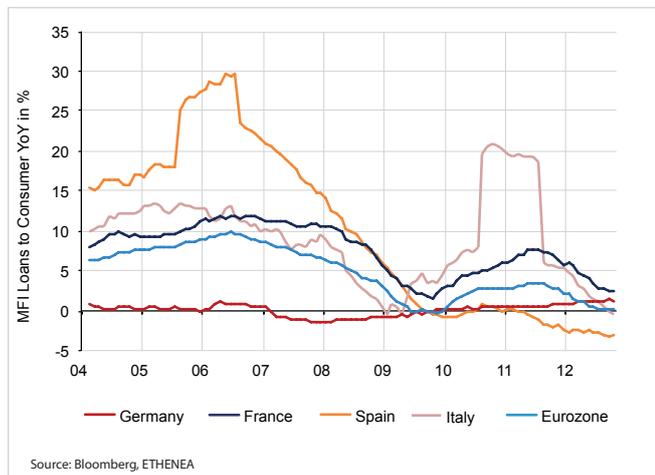
eine Reduktion der Spannung durch Angleichungsprozesse, was mittelfristig für eine größere Stabilität des Euros sorgt. Bei den Bankeinlagen konnten zumindest durch die verschiedenen Rettungspakete die Abflüsse aus den nationalen Bankensystemen verlangsamt werden, bei Irland und Italien wurden sie sogar wieder in Zuflüsse umgewandelt. Auch hier wieder ein Erfolg der Politik und Zentralbank bei der Stabilisierung des Systems.



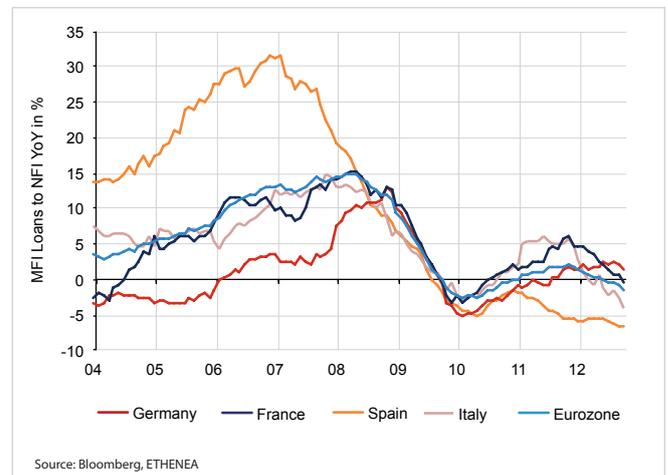
Grafik 14: Entwicklung der relativen Lohnstückkosten in der Eurozone



Grafik 15: Veränderung der Bankeinlagen, Jahresrate in Prozent



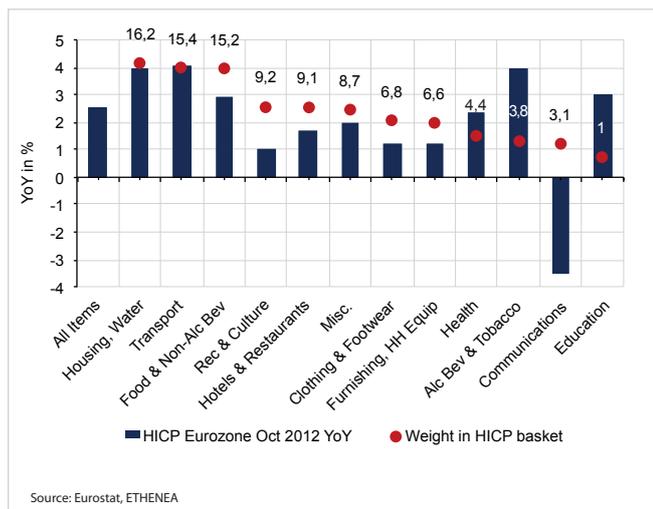
Grafik 16: Veränderung der Bankkredite an Konsumenten



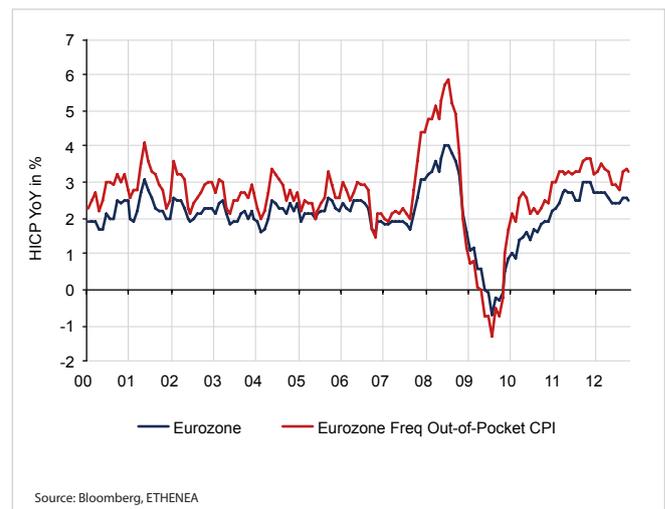
Grafik 17: Veränderung der Bankkredite an Unternehmen

Die Entwicklung der Kreditsummen sowohl an Konsumenten (Grafik 16) wie auch an Unternehmen (Grafik 17) lässt allerdings darauf schließen, dass die aktuelle Lage innerhalb der Eurozone sich wirklich nur dann nachhaltig verbessern kann, wenn die Wachstumsproblematik in Italien und vor allem in Spanien sich zum Besseren wandelt. Beide Länder vereinen fast 30 % der Wirtschaftskraft der Eurozone auf sich, und der andauernde Rückgang der Kreditvergabe, vor allem in Spanien, verdeutlicht die Dringlichkeit, mit der an der Rettung der spanischen Banken gearbeitet werden muss. Da der spanische „Banco Malo“ erst im Dezember 2012 angefangen hat, notleidende Kredite spanischer Banken zu übernehmen, müssen wir wohl noch ein Quartal abwarten, bevor sich die möglichen Effekte auf die Kreditvergabe auswirken. Wichtig ist aber, festzustellen, dass die EZB aufgrund der sehr schwachen Kreditvergabe auch in der Eurozone insgesamt mehr Spielraum für weitere geldpolitische Lockerung sehen könnte, wie ja bereits von verschiedenen Stellen verlautet wurde.

Wir wollen uns nun im Folgenden mit der Inflation auseinandersetzen, eine nicht unbedeutende Variable in der Bestimmung der Geldpolitik. Grafik 18 zeigt am Beispiel der Inflationsrate für Oktober 2012, wie sich diese auf Eurozonenebene zusammensetzt. Die beobachtete Inflation von 2,5 % ergab sich aus Hunderten von Preisveränderungen, die in 12 Kategorien zusammengefasst werden. Diese Kategorien weisen höchst unterschiedliche Inflationsraten aus, die von +4 % für alkoholische Getränke und Tabak bis zu -3,5 % für Kommunikation reichen. Zusätzlich dazu hat Eurostat auch noch eine Zeitreihe der sogenannten „frequent out of pocket purchases“ entwickelt, die die Preisentwicklung des täglichen Konsums versucht darzustellen (Grafik 19). Die auch als „gefühlte“ Inflation bezeichnete Datenreihe liegt in fast allen Fällen oberhalb der offiziellen Inflationsrate, ein Phänomen, das auch die meisten von uns genauso empfinden. Maßgeblich für die Geldpolitik ist dies aber nicht.



Grafik 18: HICP-Inflationsrate und deren Zusammensetzung in der Eurozone, Oktober 2012

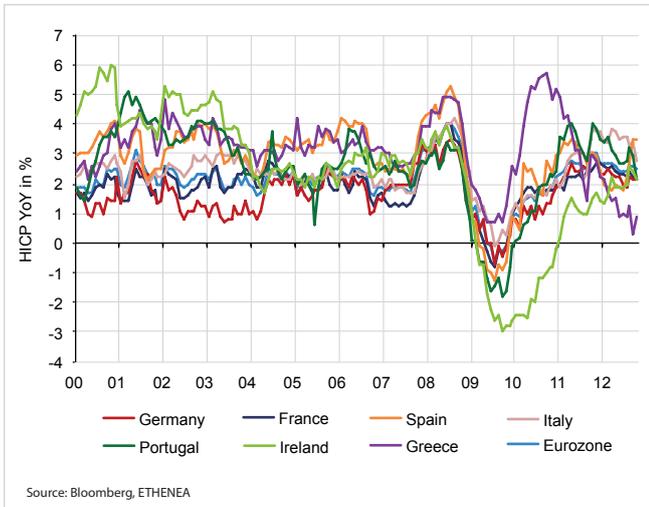


Grafik 19: Veränderung der HICP-Inflationsrate und der „gefühlten“ Inflationsrate

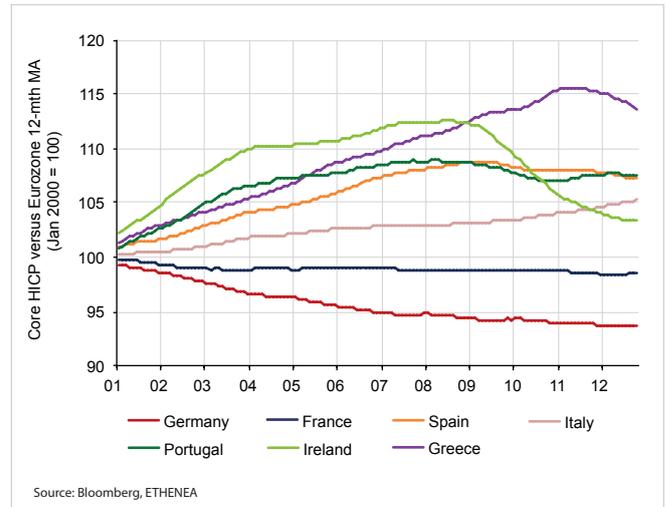
Wichtiger scheint es da, sich auch den divergenten nationalen Inflationsraten zuzuwenden. Grafik 20 zeigt, dass die beobachteten Inflationsraten in den verschiedenen Euromitgliedsstaaten zum Teil deutlich voneinander abweichen. Um wie viel, ist in Grafik 21 deutlicher zu sehen, wo der Verlauf der Differenzen der nationalen Inflationsraten zu der Gesamteurozoneninflation abgebildet wird. Es ist vielleicht interessant, an dieser Stelle festzustellen, dass die Inflation in Deutschland seit Euroeinführung konstant unterhalb der Eurozonen-Inflation liegt – eine Tatsache, die sich bei Umfragen

auf der Straße wahrscheinlich so nicht ergeben würde. Des Weiteren ist es erfreulich, festzustellen, dass auch hier, wie schon bei der Produktivität (Grafik 14) und den Bankeinlagen (Grafik 15), eine deutliche Konvergenz vorliegt.

Insgesamt lässt sich beobachten, dass nach dem jetzigen Kenntnisstand die Eurozonen-Inflation weiterhin wohl eher rückläufig bleiben wird, was den Erfolg der bisherigen Geldpolitik der EZB unterstreicht.



Grafik 20: Verlauf der unterschiedlichen nationalen Inflationsraten



Grafik 21: Relativer Verlauf der nationalen Inflationsraten gegenüber der Eurozone Inflation

$$M * V = P * Y \text{ oder } P = \frac{(M * V)}{Y}$$

Grafik 22: Quantitätsgleichung der Volkswirtschaftslehre

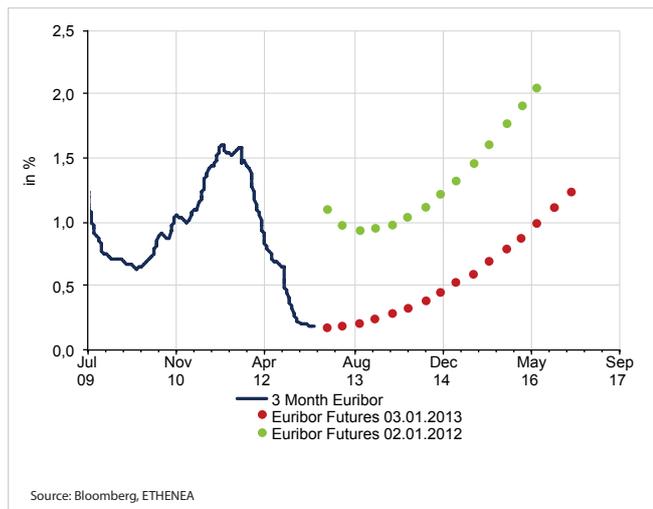


Grafik 23: Entwicklung der Geldmengen M1 und M3 in der Eurozone

Da es allerdings in der Welt der Kapitalmärkte einige Unkenrufer gibt, die in der vermeintlichen Ausweitung der Geldmenge durch den Ankauf von Wertpapieren durch die Zentralbanken (Quantitative Easing) eine große Inflationsgefahr sehen, möchten wir an dieser Stelle einen Mini-Exkurs in die Volkswirtschaftslehre machen. Grafik 22 stellt die sogenannte Quantitätsgleichung dar, die stark vereinfacht besagt, dass das Preisniveau P einer Volkswirtschaft sich aus dem Quotienten des Produktes der Geldmenge M, multipliziert mit der sogenannten Umlaufgeschwindigkeit V, und der Wirtschaftsleistung Y ergibt. Da die Theorie von einer mehr oder minder konstanten Umlaufgeschwindigkeit V ausgeht, kann man die Gleichung auch so umschreiben: Wenn die Geldmenge schneller als das BIP Y einer Volkswirtschaft steigt, dann steigen auch die Preise P, was man

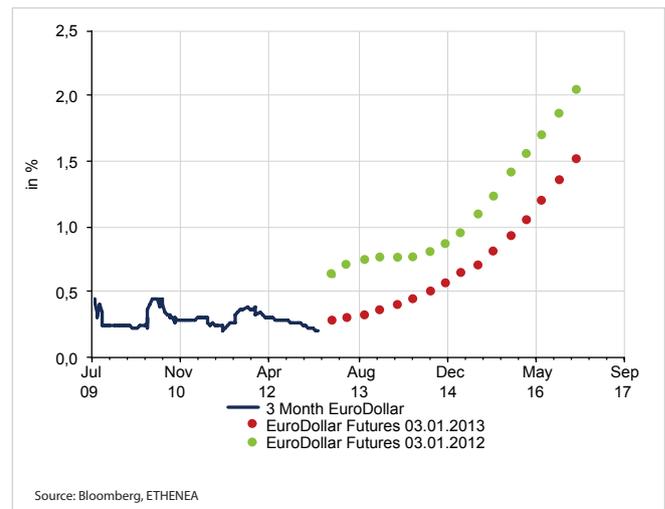
gewöhnlich als Inflation umschreibt. Soweit die Theorie. Untersuchungen verschiedener Universitäten, sowohl in Europa wie auch in Amerika, haben allerdings gezeigt, dass die Umlaufgeschwindigkeit V alles andere als konstant, sondern im Gegenteil seit mehr als 10 Jahren rückläufig ist. Auf eine einzelne Ursache lässt sich die Wissenschaft bisher nicht festnageln. Man vermutet, dass die Entwicklung von Finanzinnovationen an den Kapitalmärkten ein wichtiger Grund ist. Ein weiterer Wermutstropfen für die Verfechter der „reinen Lehre“ dürfte sein, dass die Geldmenge gar nicht so stark gestiegen ist wie immer gerne behauptet wird. Grafik 23 zeigt die Wachstumsraten von M1 und vor allem M3 in der Eurozone. Zu DM-Zeiten hat die Bundesbank versucht, das M3-Wachstum in dem Zielkorridor zwischen 3,5 % und 6,5 % zu halten, wie in der Grafik durch die

hellblaue Fläche angezeigt wird. In den letzten Jahren lag das Geldmengenwachstum für M3 signifikant unterhalb des Korridors und bewegt sich erst seit kurzem wieder innerhalb der alten Bandbreiten. Die EZB beobachtet laut eigener Aussage zwar das Geldmengenwachstum, hat allerdings aufgrund der vielen Ungereimtheiten in dieser Theorie kein konkretes Geldmengenziel kommuniziert, und das scheint auch gut so.



Grafik 24: Entwicklung des 3-Monats-Euribor-Zins und die implizierten Zinssätze durch Terminkontrakte

Stattdessen orientiert sich die EZB, wie auch die Fed, an vielen Variablen, um Wachstum und Beschäftigung zu fördern. Während allerdings die Fed schon sehr konkret kommunizierte, dass die aktuelle „Nullzinspolitik“ bis mindestens 2015 fortgesetzt wird, lässt die EZB sich nicht so in die Karten schauen. Jedoch haben die Kapitalmärkte in beiden Fällen mehr oder minder die gleiche Einschätzung (Grafiken 24 & 25). Erst in 2016 überschreiten die 3-Monats-Zinssätze wieder die 1%-Grenze.

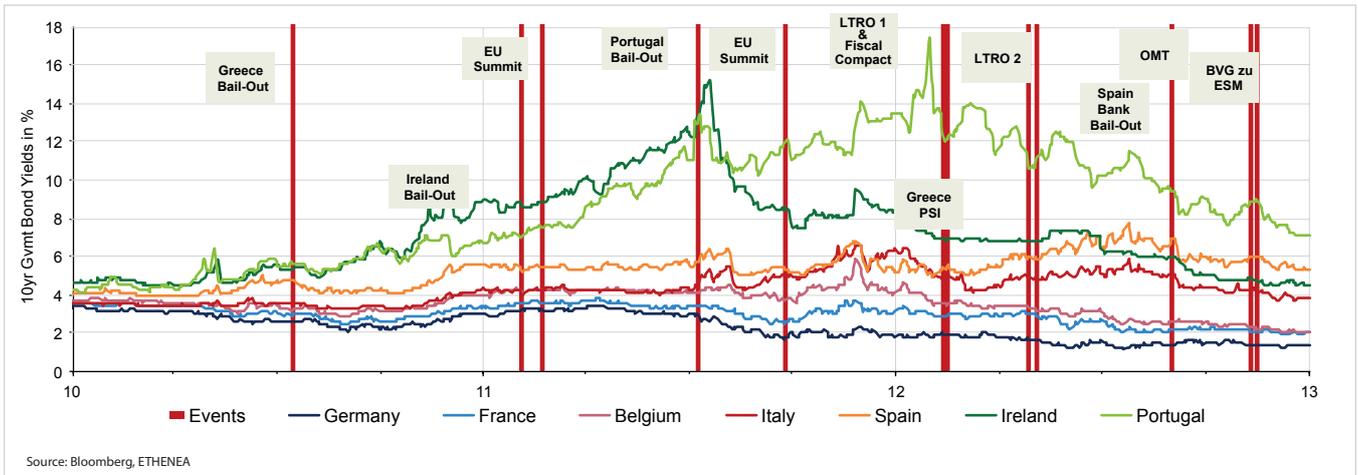


Grafik 25: Entwicklung des 3-Monats-Euro-Dollar-Zins und die implizierten Zinssätze durch Terminkontrakte

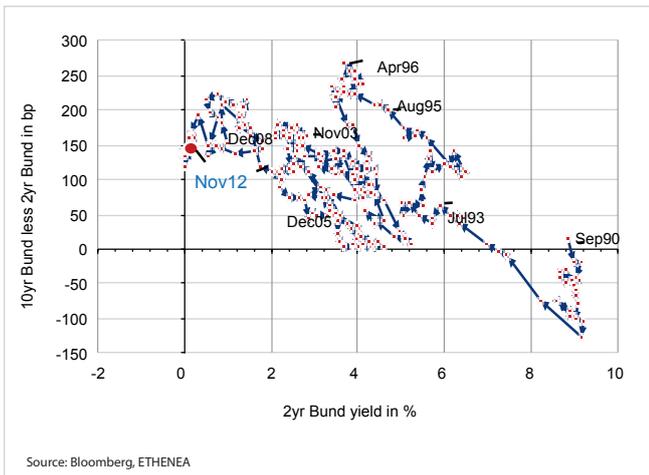
Für den Fall, dass die Einschätzung der Kapitalmärkte stimmt, wäre das kurze Ende der Zinsstrukturkurven festgebunden bei quasi Null. Bewegung könnte dann lediglich am langen Ende der Kurve auftreten. Das allgemeine Zinsniveau dürfte sich allerdings aufgrund der oben erläuterten rückläufigen Inflationserwartung nicht signifikant nach oben bewegen. Ganz im Gegenteil, Grafik 26 zeigt den Verlauf der Zinsen der 10-jährigen Staatsanleihen innerhalb der Eurozone. Der Trend zur Konvergenz der Renditen auf niedrigem Niveau sollte auch während 2013 anhalten und ließe sich unseres Erachtens auch nur durch ein etwaiges erneutes Aufklackern der Eurokrise stoppen. Der zugegeben etwas wirre Chart in Grafik 27 zeigt die starke Steigung der deutschen Kurve zwischen 2 und 10 Jahren Laufzeit im Zusammenhang mit dem 2-jährigen Zinsniveau. Wie man möglicherweise ja schon intuitiv weiß, ist die Kurve umso flacher, je

höher das Zinsniveau ist. Da aktuell die Differenz bei 150bp liegt, ist nicht davon auszugehen, dass es hier zu einer signifikanten Verflachung kommt. Mit anderen Worten: Wir erwarten, dass das aktuelle Renditeniveau der 10-jährigen Bundesanleihen in 2013 mehr oder weniger in der Nähe des aktuellen Werts von 1,5 % bleibt.

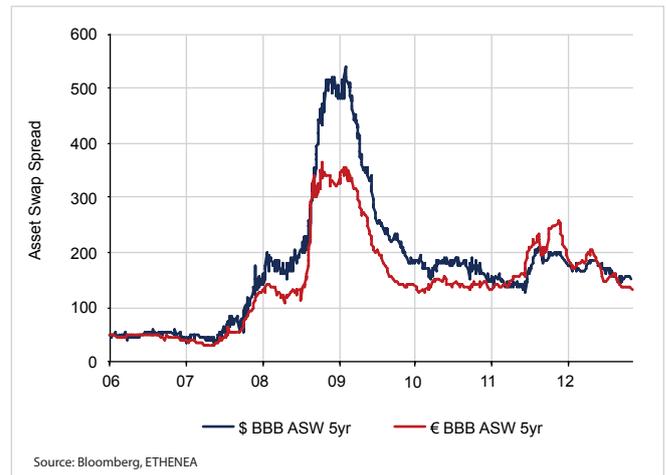
Bei Unternehmensanleihen hingegen sehen wir noch weiteres Potential der Spreadeinengung. Grafik 28 zeigt für den US-Dollar- und Euro-Bereich den Verlauf der sogenannten Asset-Swaps im 5-Jahres-Segment. Obwohl wir gefühlt schon auf recht engen Niveaus sind, zeigt die langfristige Betrachtung, dass wesentlich engere Zinsdifferenzen möglich sind. Falls sich 2013 wirklich als das Jahr entwickeln sollte, das wir erwarten, wird die Jagd der Investoren nach Rendite die Zinsaufschläge noch weiter schrumpfen lassen.



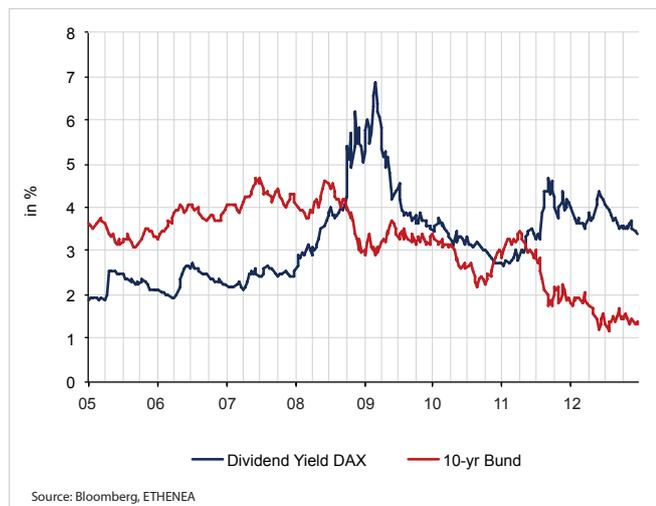
Grafik 26: Entwicklung der 10-jährigen Renditen der jeweiligen Staaten seit 2010



Grafik 27: Verlauf der Zinskurvensteigung (10yr-2yr) gegenüber der 2-Jahres Rendite in Deutschland

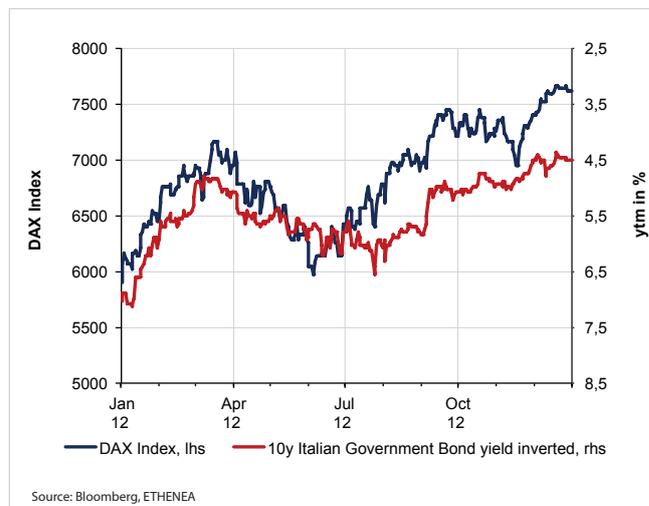


Grafik 28: Verlauf der 5-jährigen Asset-Swap-Differenzen für BBB bewertete Unternehmensanleihen in \$ und €



Grafik 29: Dividendenrendite des DAX gegenüber der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe

So wie die Renditeaufschläge der Unternehmensanleihen sinken werden, erwarten wir mit den gleichen Argumenten auch einen weiteren Anstieg der Aktienpreise. Grafik 29 zeigt den sehr attraktiv erscheinenden Unterschied zwischen der Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe und der erwarteten Dividendenrendite des DAX Index. Auch Grafik 30 untermauert die These, dass ein weiterer Rückgang der Euroschuldenkrisenunsicherheit, hier exemplarisch durch den Renditeverlauf der 10-jährigen italienischen Staatsanleihe dargestellt, stark mit steigenden Aktienkursen korreliert. Von dieser Seite finden wir also keine Argumente gegen höhere Aktienkurse. Auch unser wirtschaftlicher Ausblick lässt auf höhere Kurse hoffen.



Grafik 30: Verlauf des DAX Index und die invertierte Entwicklung der Rendite der 10-jährigen Anleihe Italiens

Zusammenfassend stellen wir also Folgendes fest: Wir erwarten eine positive Wirtschaftsentwicklung in den USA und in China und in der zweiten Hälfte 2013 auch in der Eurozone. Die Entwicklung der Inflation in der Eurozone wird wohl ebenfalls positiv sein, also rückläufig, was kombiniert mit der stabilen Geldpolitik zu keinem signifikanten Zinsanstieg bei Zinsanker Deutschland führen wird, aber eben auch zu keinen nachhaltigen Kursgewinnen bei Bundeswertpapieren. Die Zinsstrukturkurve wird auch mehr oder weniger auf dem aktuellen Niveau bleiben. Das Ausbleiben eines erneuten Aufflackerns der Euroschuldenkrise wird zu weiteren Kursgewinnen bei den Risikoanlagen wie Anleihen der europäischen Peripherie, Unternehmensanleihen im Allgemeinen sowie bei Aktien führen.

Ethna-AKTIV E

Im Monat Dezember sind in der Gesamtheit nur geringe Veränderungen vorgenommen worden. Die Duration wurde nur leicht verlängert um 0,26 auf mittlerweile 5,23. Die Rendite blieb quasi unverändert bei 4,6 % im Mittel, während die für unsere Betrachtung wichtigere laufende Verzinsung um 10 Basispunkte nachgab auf 4,93 %. Die Umschichtungen im Rententeil des Fonds fanden hauptsächlich im weiteren Abbau der in AUD denominierten Papiere statt. Da diese in erster Linie aus Emissionen von Supras und Öffentlichen Banken bestanden, sind diese Segmente mit -0,9 % bzw. -0,7 % am stärksten betroffen. Die freigewordenen Mittel sind in Anlagen mit höherem Risiko geflossen: während sich das AAA-Segment um 1,4 % verringerte und auch die Cash-Quote um fast 3 % zurückgeführt wurde, sind Aktien um 2 % auf 27,9 % zugekauft worden sowie der Bereich der Nicht-Investmentgrade Anleihen um 0,5 % gestiegen. Nicht geratete Anleihen sind um 0,7 % zugekauft worden, wobei das Gesamtrating im Mittel weiterhin zwischen BBB+ und A- liegt.

Auf der Währungsseite haben wir eine Short-Position im JPY mit fast 6 % aufgebaut und den Hedge der USD-Position reduziert, um nun eine fast 7-prozentige Long-Position zu halten.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Umschichtungen im Anleihebereich haben das zwischenzeitlich nach unten gerutschte durchschnittliche Rating wieder auf das Niveau zwischen A und A+ geführt mit einer natürlicherweise um 0,16 % niedrigeren Rendite von mittlerweile 3,39 %. Auch die laufende Verzinsung reduzierte sich um 0,11 % auf nun 4,21 %. Diese Umschichtung fand auf breiter Front statt zu Lasten vieler Sektoren und führte im Gesamtergebnis auf einen um 2,1 % gestiegenen Anteil von Supras von 14,6 %.

Im Währungsbereich sind die Long-Positionen in CHF, NOK und USD insgesamt reduziert worden.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Der Rententeil des Fonds ist mehr oder minder unverändert geblieben. Lediglich Veränderungen auf der Aktienseite haben zu einer um insgesamt 3 % höheren Investitionsquote von aktuellen 50,5 % geführt.

Bei den Währungen wurde das Risiko in CHF sowie GBP um jeweils 1,4 % erhöht.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	91,74	1,3222	1,20723	0,81817	113,83	127337	7,3875	1,31544	2,3657	8,2293
- 1M	1,6%	1,7%	0,2%	0,9%	6,1%	2,1%	0,2%	1,9%	1,8%	1,9%
2012	1,2%	2,2%	-0,7%	-1,9%	14,4%	0,6%	-4,6%	-0,2%	-3,4%	0,4%

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0,013	0,298	1,31	132	117	148	141	235
- 1M	-2	-11	-8	-5	-6	-33	-19	-45
2012	-22	-52	-60	-38	-56	-430	-135	-274

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	39	51	-52	69	44	18	250	395	570	1.059	322
- 1M	23	39	-67	66	37	22	243	393	625	1.475	311
2012	-3	7	-92	133	114	39	430	320	1.146	3.306	658

Equities						
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	7.612,39	12.938,11	2.626,85	3.620,25	5.925,37	10.395,18
- 1M	2,8%	-0,7%	2,0%	1,8%	1,0%	10,0%
2012	25,3%	5,9%	10,8%	12,3%	6,3%	22,9%

Grafik 31: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)

Ethna-AKTIV E	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	1,5%	0,0%	1,4%	0,3%	3,2%
Insurance	4,3%	0,7%	0,8%	1,3%	7,1%
Other	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%
Ethna-GLOBAL Defensiv	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0,7%	0,0%	2,4%	0,0%	3,1%
Insurance	2,6%	1,6%	0,2%	0,5%	5,0%
Other	0,7%	0,6%	0,2%	0,9%	2,4%
Ethna-GLOBAL Dynamisch	T1	UT2	LT2	Unspec	SUB
Banks	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%	0,8%
Insurance	3,9%	2,0%	0,8%	0,0%	6,7%
Other	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

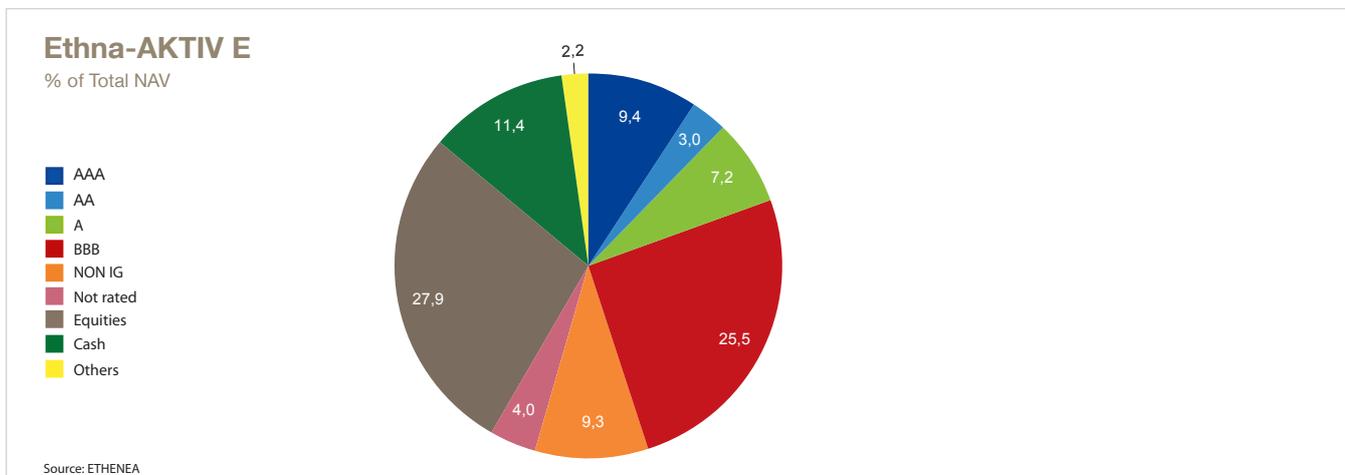
Grafik 32: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio vom Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch

Value-at-Risk		Ethna-AKTIV E	Ethna-GLOBAL Defensiv	Ethna-GLOBAL Dynamisch
99 %, 1d		0,6 %	0,2 %	1,0 %
99 %, 20d		2,4 %	0,8 %	4,6 %
Stresstest	Scenario			
WorstCase		-7,2 % I+S+V+F-E-	-8,2 % I+S+V+F-E-	-4,6 % I+S+V+F-E-
I: Interest Rates + 150 bp	I+S0V0F0E0	-4,2 %	-6,1 %	-1,6 %
I: Interest Rates - 150 bp	I-S0V0F0E0	4,2 %	6,2 %	1,8 %
S: Creditspreads * 1,25	I0S+V0F0E0	-1,2 %	-1,6 %	-0,5 %
S: Creditspreads * 0,85	I0S-V0F0E0	0,8 %	1,0 %	0,3 %
V: Volatilities * 1,45	I0S0V+F0E0	-0,1 %	-0,2 %	0,0 %
V: Volatilities * 0,969	I0S0V-F0E0	0,0 %	0,0 %	0,0 %
F: Fx Rates + 4 * Vola	I0S0V0F+E0	0,1 %	0,1 %	0,1 %
F: Fx Rates - 4 * Vola	I0S0V0F-E0	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %
E: Equities + 4 * Vola	I0S0V0F0E+	1,1 %	0,1 %	2,5 %
E: Equities - 4 * Vola	I0S0V0F0E-	-1,1 %	-0,1 %	-2,5 %

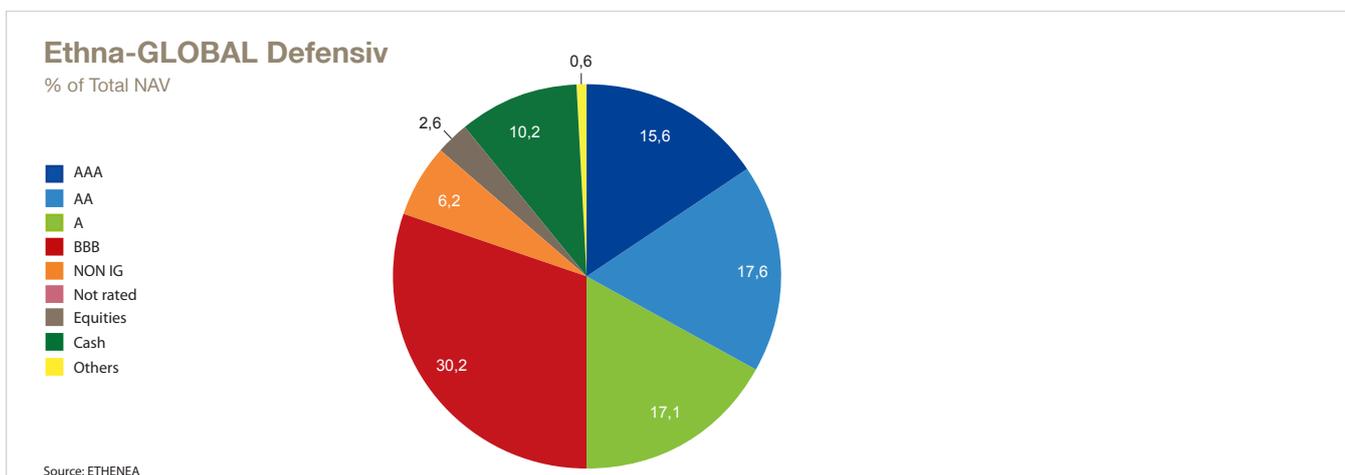
Grafik 33: Ergebnisse des VaR Tests sowie der Stresstest-Szenarien für die Ethna Funds

Stichtag	Fonds	Rendite p.a.	Rating liegt zwischen		Mod-Duration	Laufende Verzinsung p.a.
28.12.12	Ethna-AKTIV E	4,60 %	BBB+	A-	5,23	0,05
28.12.12	Ethna-GLOBAL Defensiv	3,39 %	A	A+	5,61	0,04
28.12.12	Ethna-GLOBAL Dynamisch	4,09 %	BBB-	BBB	4,32	0,05

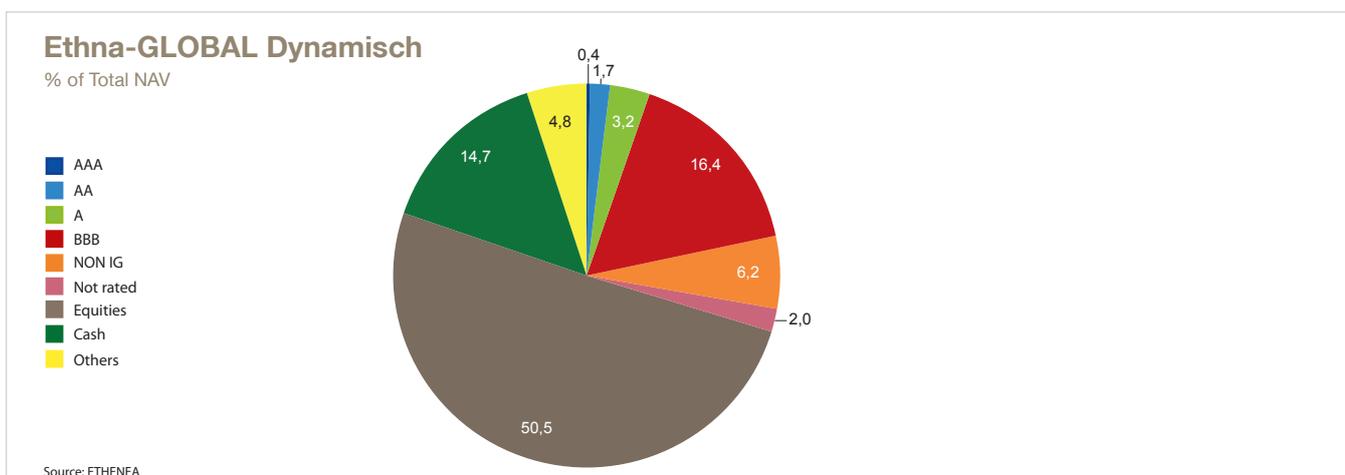
Grafik 34: Aktuelle Kennzahlen der Ethna Funds



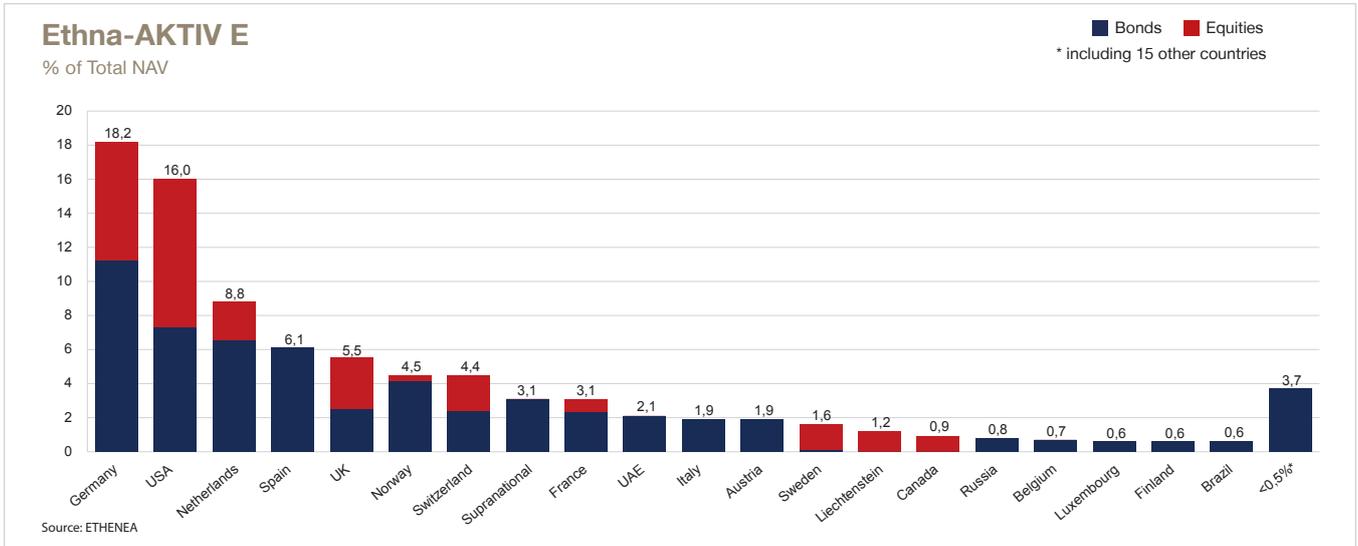
Grafik 35: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



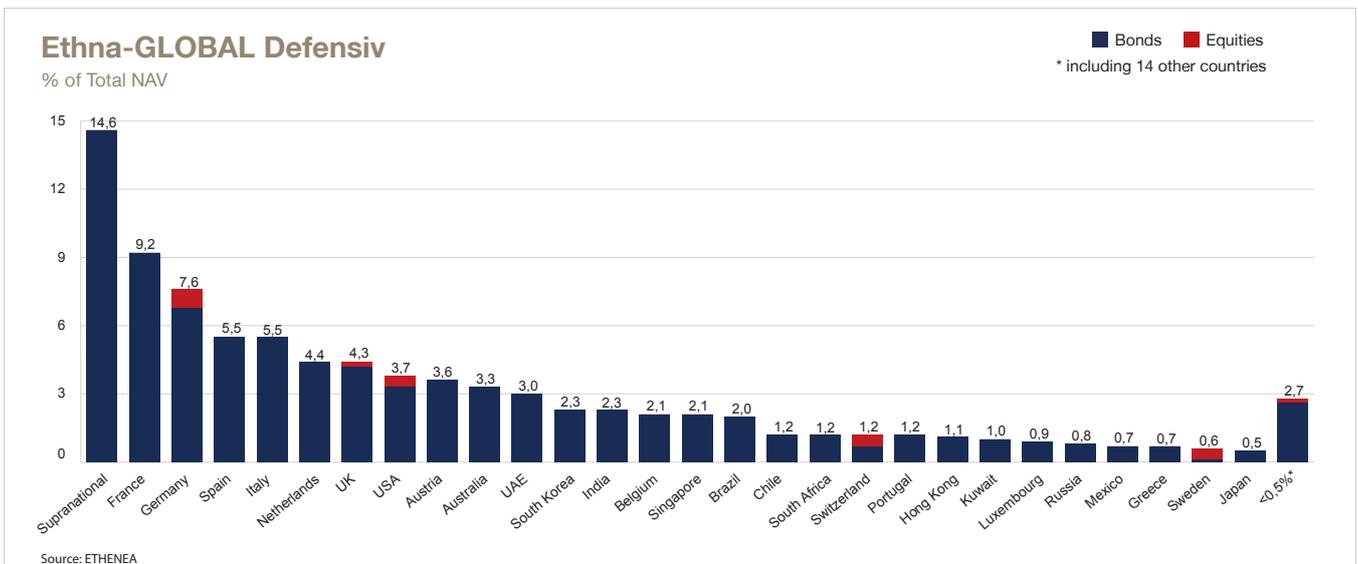
Grafik 36: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating



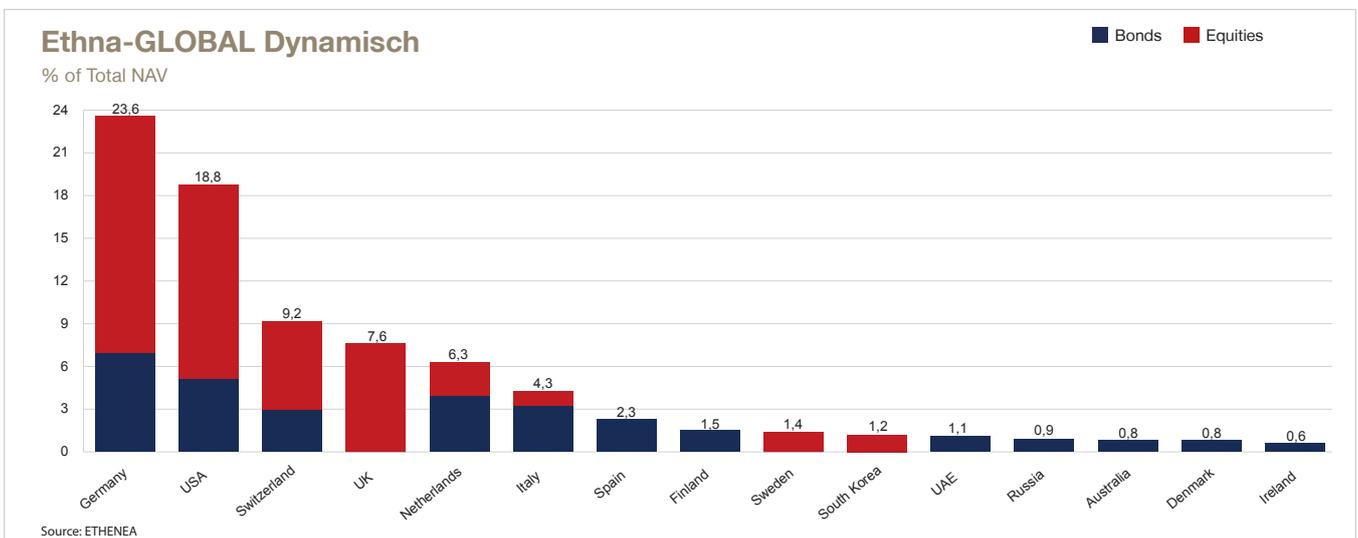
Grafik 37: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating



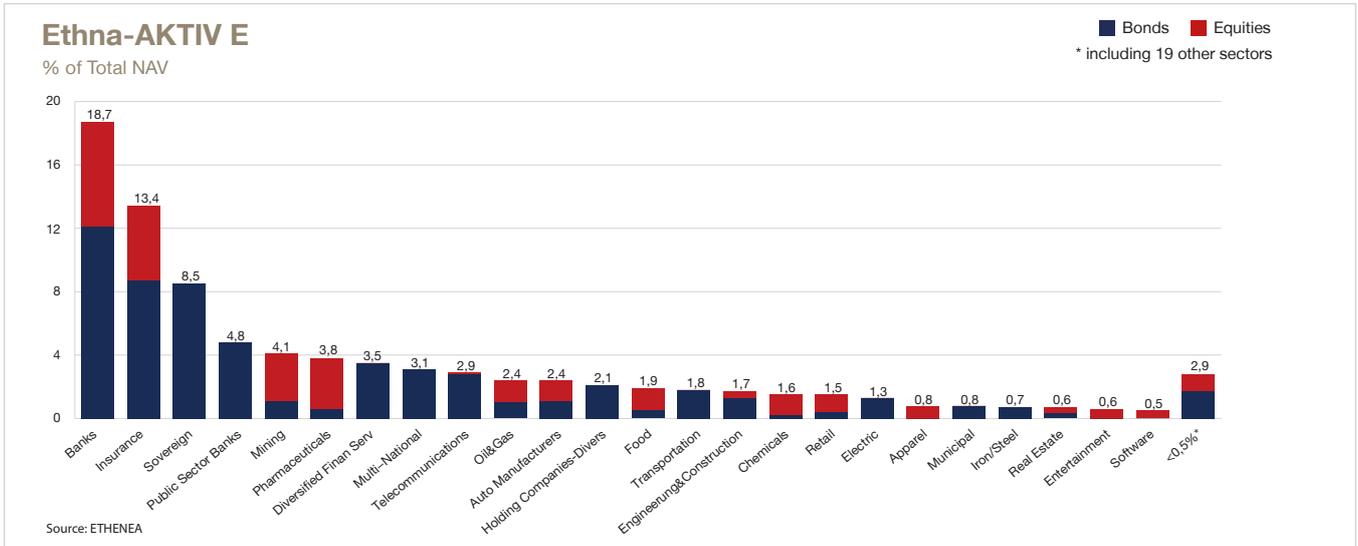
Grafik 38: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft



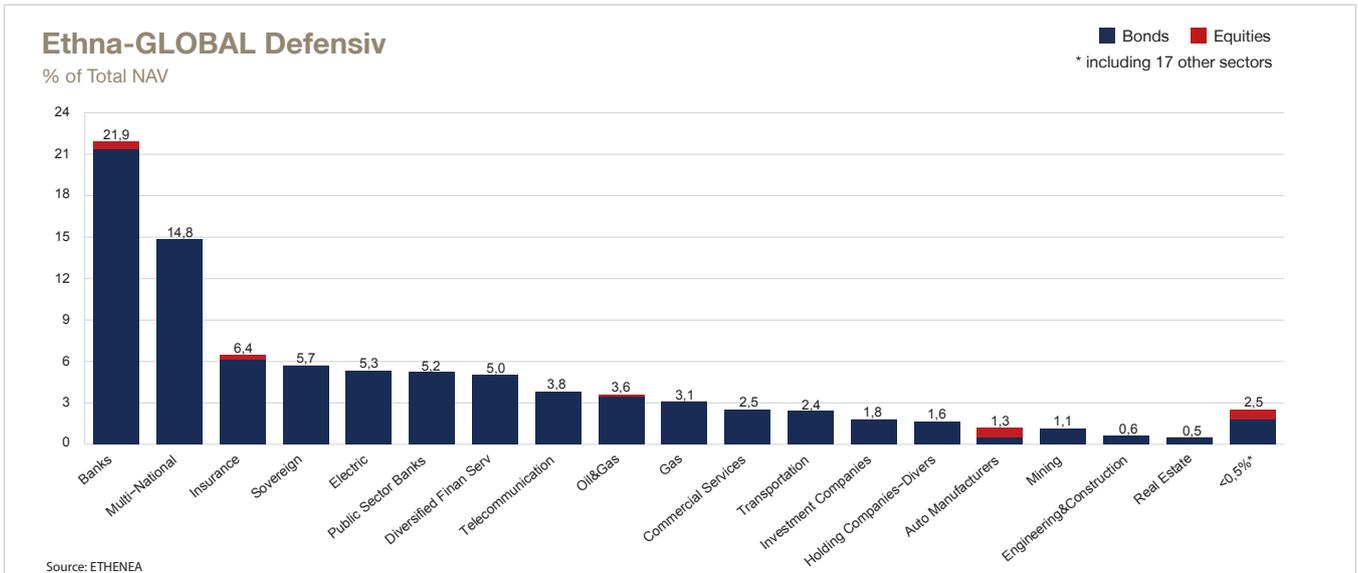
Grafik 39: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft



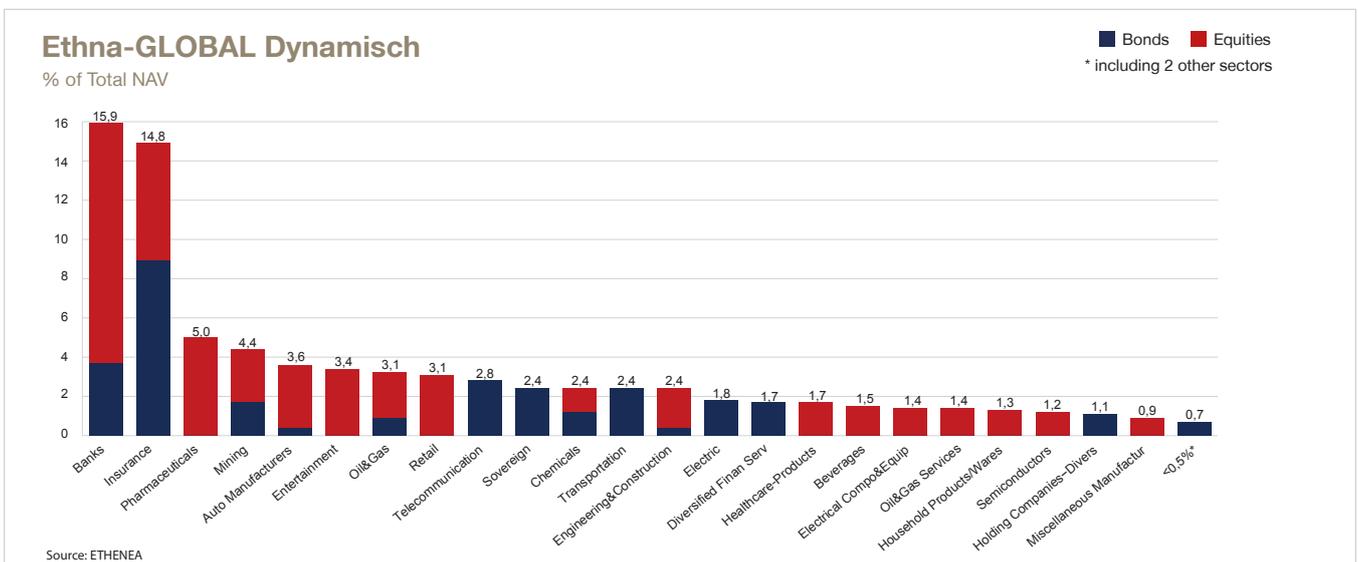
Grafik 40: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



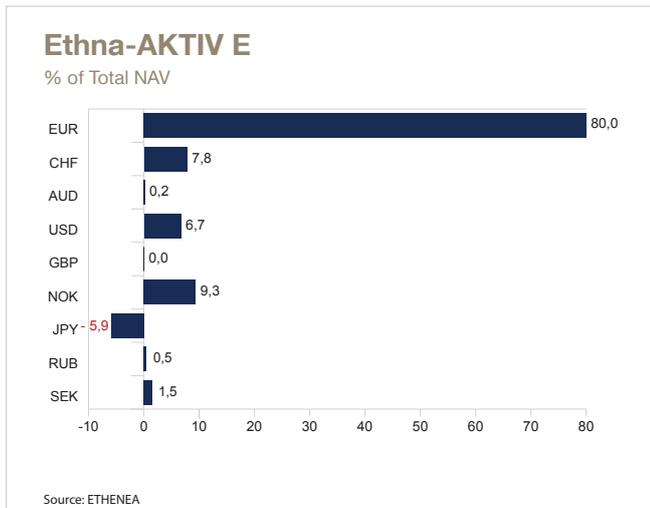
Grafik 41: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



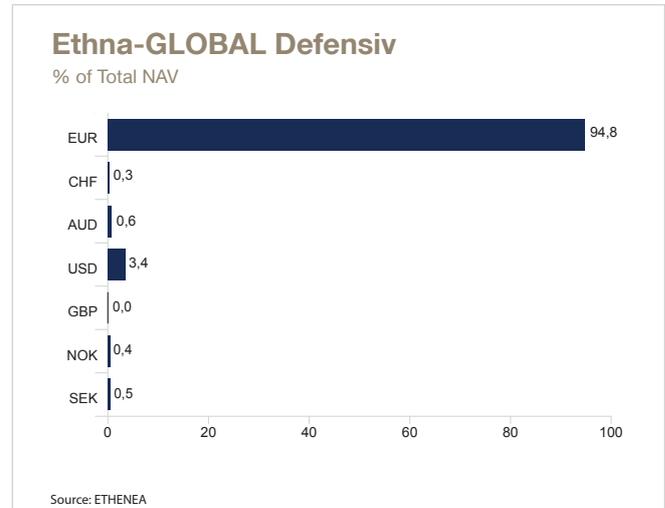
Grafik 42: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



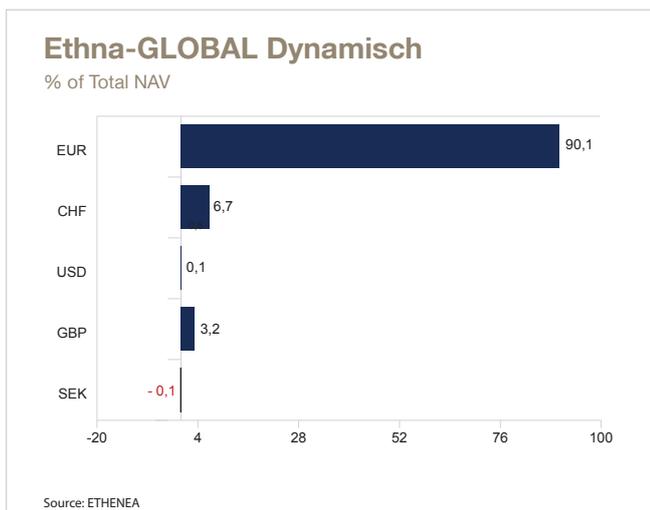
Grafik 43: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche



Grafik 44: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 45: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 46: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen



ETHNA | FUNDS



Das Fondsmanagement:

Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

In Zusammenarbeit mit unseren Analysten:
Christoph Blieffert, Dorothee Rainis und Andreas Wild

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

ETHENEA Independent Investors S.A.
9a, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone +352 276 921 10 · Fax +352 276 921 99
info@ethnafunds.com · www.ethnafunds.com · www.ethenea.com



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, 28.12.2012.