

井の中の蛙大海を知らず。

(„Ein Frosch im Brunnen kennt das weite Meer nicht“)



© PantherMedia/Steve Ball

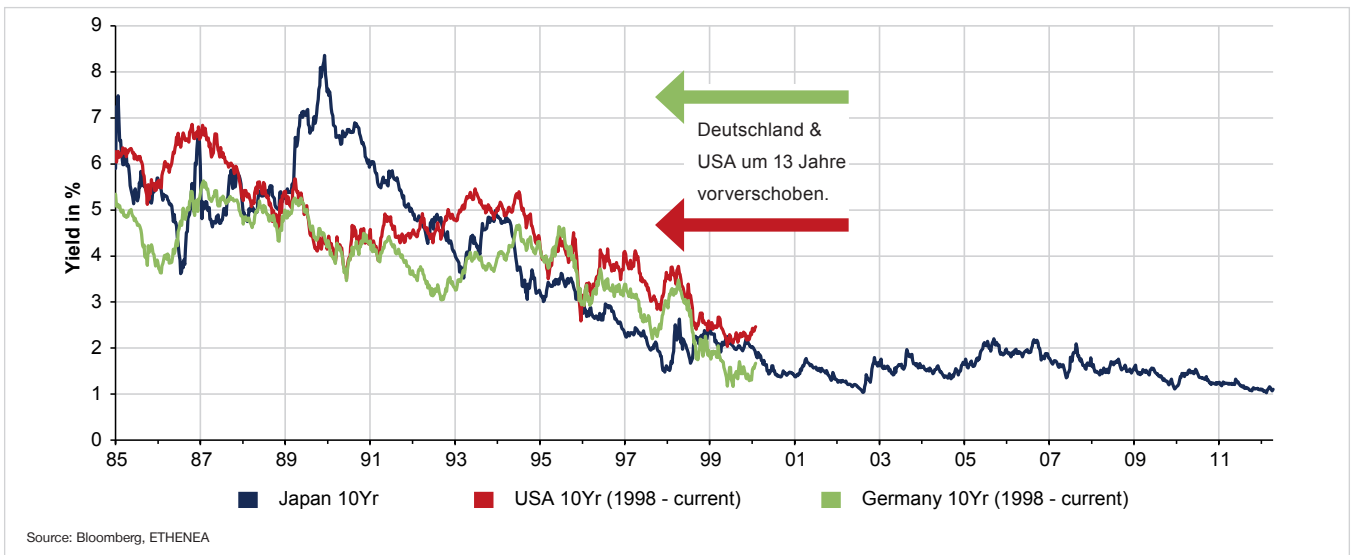
Die Zinskurve zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und Europa weckt erschreckende Erinnerungen an die fatalen Entwicklungen in Japan vor 13 Jahren. Droht uns jetzt das gleiche Schicksal?

Eine japanische Fabel über zwei Frösche, der eine in einem Graben nahe der Küstenstadt Osaka und der andere in einem klaren Bach nahe Kyoto, erzählt, wie sich die beiden zu einer Reise entscheiden und sich jeweils zum Wohnort des anderen aufmachen. Auf einem hohen Berg treffen sich die Tiere zufällig und berichten einander von dem Grund ihrer Reise. Wehmütig fragen sie sich, wie sie wohl herausfinden könnten, ob die anstrengende Reise die Mühe wert sei und kommen auf die Idee, sich gegenseitig auf die Schultern zu nehmen, um besser schauen zu können, wie ihr Reiseziel denn überhaupt aussieht. Nach einer kleinen Pause kommen beide Frösche zu der Erkenntnis, dass die andere Stadt genauso aussieht wie die Heimat und folgern daraus, dass die beiden Städte demnach auch gleich sein müssen. Abschliessend heisst es in der Fabel: „und beide kehrten in ihrer Dummheit nach Hause zurück und dachten, nur basierend auf deren Aussehen, dass die Städte gleich seien.“

Vergleicht man den Verlauf der Zinsen von Japans zehnjährigen Staatsanleihen mit dem Verlauf gleichlanger Zinsen in den USA oder in Europa, so erkennt man leicht, dass die

Kurven eine mittlerweile fast erschreckende Ähnlichkeit aufweisen – obgleich mit einer zeitlichen Verschiebung von etwa 13 Jahren. Die Fragen, die uns Europäern auf den Nägeln brennen, liegen auf der Hand: Liegt die Ähnlichkeit zu Japan nur im Aussehen (der Zinskurve)? Oder droht uns das gleiche Schicksal wie den Japanern? Sind wir etwa auch der Gefahr der Deflation ausgesetzt, welche stetig sinkende Löhne, schwindenden Wohlstand und steigende Staatsschulden verspricht? Und kann man den Verlust an menschlichem Kapital und die soziale Implosion, welche die Krisen in der Eurozone und in den USA charakterisieren, wirklich den Auswirkungen in Japan gegenüberstellen?

Unserer Meinung nach ist die Antwort auf diese Fragen ein klares *Nein!* Während sich einige Aspekte durchaus miteinander vergleichen lassen, haben diese Wirtschaften ihre jeweils eigene Dynamik und werden von unterschiedlichen Faktoren beeinflusst. Und eben diese Faktoren zeichnen

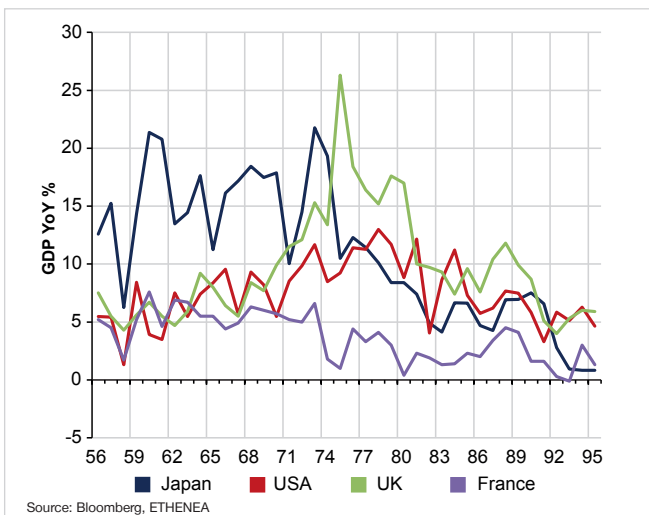


Grafik 1: Zinsvergleich zehnjähriger Anleihen in Japan, USA, Deutschland

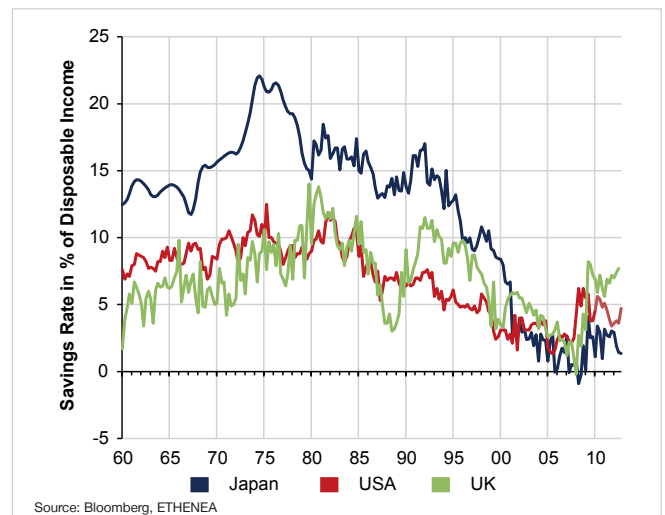
ein unterschiedliches Bild für die USA und insbesondere für Europa, sodass Japans verlorene Dekade *ushinawareta juu-nen* zwar als Lehrbeispiel dient, aber Gott sei Dank keine Vorherbestimmung für Europa darstellt.

Um ein Gefühl für die Unterschiede zwischen Japan und seinen westlichen Pendanten zu erhalten, gehen wir einige Jahrzehnte zurück. Zwischen 1950 und 1990 genoss Japan Jahre eines enormen Booms und war, wie Grafik 2 zeigt, in den ersten beiden Jahrzehnten sogar die am stärksten wachsende Wirtschaft der Welt.

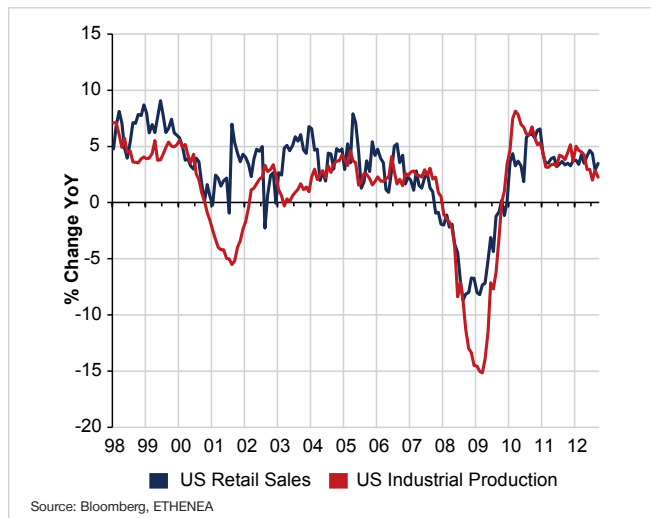
Die Japaner waren während dieser Zeit zudem echte *Schwaben*, wie aus Grafik 3 zu schließen ist. Mit einer der höchsten Sparraten unter den entwickelten Ländern und einer scheinbar endlosen Produktionskapazität, gepaart mit den neuesten technischen Erfindungen, wuchs das Bruttoinlandsprodukt des Landes in den Jahren 1950 bis 1970 zwischen 6% und 22% pro Jahr und in den darauffolgenden zwei Jahrzehnten immerhin noch robuste 3% bis 10% – während einer Zeit, in welcher die meisten entwickelten Länder demgegenüber stagnierten. Weder in Europa noch in den USA können wir ein vergleichbar starkes Wachstum über einen so langen Zeitraum finden.



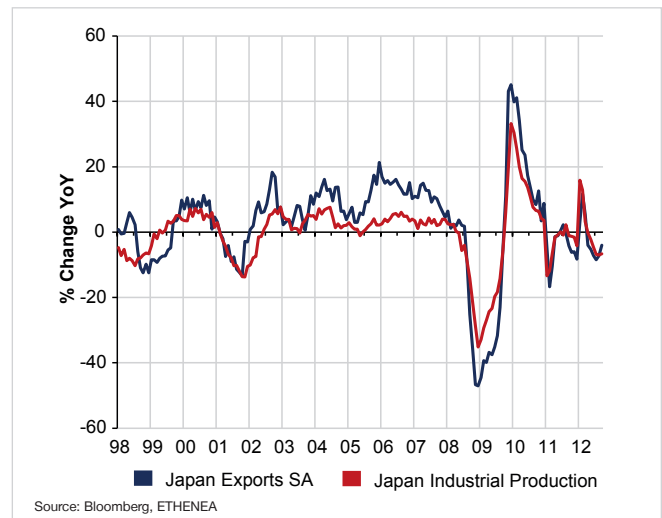
Grafik 2: Vergleich Wachstum Bruttoinlandsprodukt Japan, USA, UK und Frankreich 1956-1995



Grafik 3: Sparraten als % des verfügbaren Einkommens in Japan, USA, UK seit 1960



Grafik 4: Industrieproduktion und Einzelhandelsabsatz USA



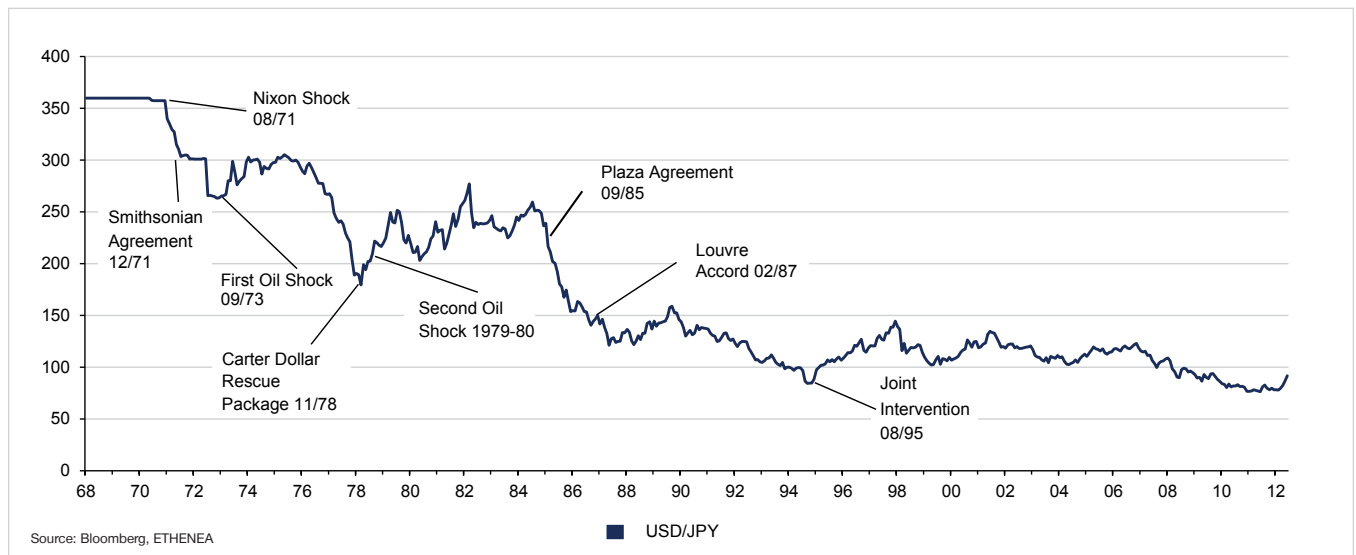
Grafik 5: Industrieproduktion und Exportabsatz Japan

Das starke Wachstum des Landes wurde aber nicht angetrieben von konsumfreudigen Japanern, die sich wie ihre amerikanischen Nachbarn drei Kühlschränke, fünf Fernseher und ein Auto für jedes Mitglied des Haushalts zulegten. Vielmehr erkennt man in Grafik 4 und in Grafik 5, dass Japans exportgeprägte Wirtschaft eher an einige Länder Europas erinnert als an die vom Einzelhandelsabsatz getriebenen USA. Gleichzeitig gab es bemerkenswerte Entwicklungen auf dem Währungsmarkt. So lange das Bretton-Woods-System feste Wechselkurse garantierte und die amerikanische Handelsbilanz im Plus war – und das war zwischen 1950 und 1970 meist der Fall – war der Wechselkurs des Dollars allgemein von protektionistischem Druck befreit. Der Bretton-Woods-Standard versicherte auch, dass der Yen trotz einer enorm wachsenden Wirtschaft in den 50er und 60er Jahren sicher bei 360 Yen pro Dollar fixiert war. (Können wir uns ein starkes Europa mit boomendem Export vorstellen, bei welchem der Euro/Dollar Wechselkurs bei 1,05 fixiert ist? Wohl nicht). Stärkster Handelspartner Japans während dieser Zeit wa-

ren die USA, welche immer argwöhnischer auf die Japaner blickten. Der israelische Satiriker Ephraim Kishon kommentierte damals passend: „Die Japaner erobern den Weltmarkt mit unlauterem Wettbewerb: Sie arbeiten während der Arbeitszeit.“ Und wer denkt, der Ausdruck „Currency Wars“ sei erst in den letzten Jahren geprägt worden, hat die aufregendsten Zeiten offensichtlich verpasst. Anfang der 70er Jahre, trotz dass der Yen von 360 um 18% auf beachtliche 305 gegen den Dollar aufwertete, sorgten sich die Amerikaner immer mehr um die Wettbewerbsstärke und die steigenden Handelsbilanzen von Japan. Sie waren mit einer kontinuierlichen Erosion ihrer weltweiten Marktanteile bei Industrieprodukten konfrontiert und verloren insbesondere gegen japanische Konkurrenten. Die Erosion wurde durch einen Rückgang der Sparrate in den USA verschlimmert, und die Leistungsbilanzen des Landes drehten ins Negative. Amerikanische Geschäftsleute und Regierungsbeamte begaben sich auf einen zugegebenermaßen recht erfolgreichen Kreuzzug gegen den japanischen Yen.

Wiederholter Aktivismus der Amerikaner schaffte es, den Yen zwischen 1971 und 1973, 1977 und 1978, 1985 und 1987 und zwischen 1993 und 1995 enorm aufzuwerten (siehe Grafik 6). Während sich die Spannungen zwischen den beiden Ländern so zumindest temporär verbesserten, drückten die Sprünge im Yen auf die relative Deflation in Japan, ohne die Handels-

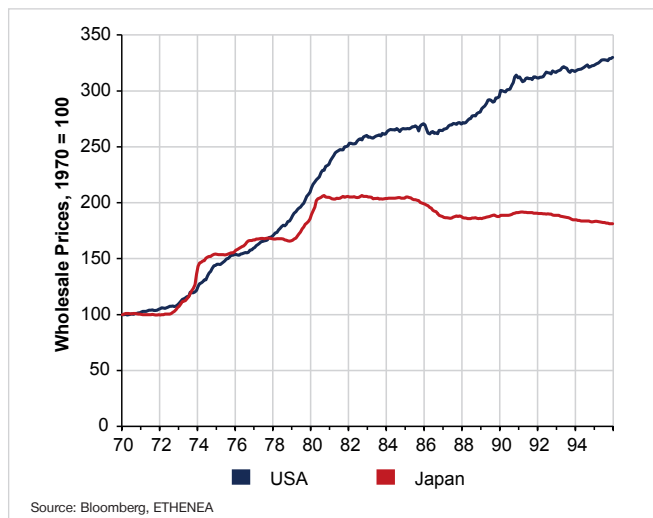
bilanzen zwischen den beiden Ländern spürbar zu verbessern. Die japanische Zentralbank währenddessen reagierte zögerlich und war nicht gewillt, in den Währungsmarkt einzugreifen, was die langzeitige relative Deflation zur amerikanischen Wirtschaft zur Folge hatte, wie in Grafik 7 zu sehen ist. Durch den Plaza Accord 1985 war die Bank of Japan praktisch



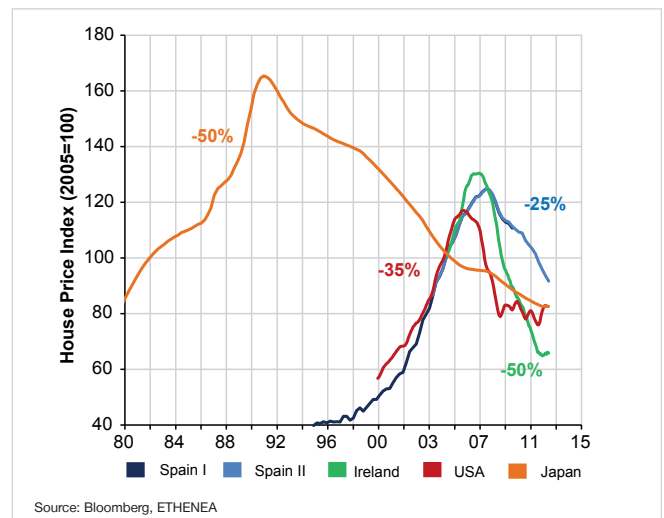
Grafik 6: Wechselkurs USD JPY seit 1968

gezwungen, eine Geldpolitik zu betreiben, die völlig ungeeignet für die wirtschaftliche Lage Japans war. Die zu hohen Geldmarktzinsen hatten die sogenannten *endaka fukyos* zur Folge, also durch einen starken Yen ausgelöste Rezessionen, welche zwischen 1986 und 1987 und noch stärker zwischen 1992 und 1995 auftraten. Der Unterschied zu den USA und zu Europa wird auch hier deutlich. Wie erfrischend scheint dagegen Mario Draghi, welcher vehement erklärte: „And believe me, it will be enough!“

Des Weiteren dauerte es im Gegensatz zu den USA oder auch Europa nach dem Platzen der Immobilienblase um 1990 in Japan sehr lang, bis die Häuserpreise die vermeintliche Talsohle erreichten, und faktisch warten wir immer noch auf eine spürbare Erholung, auch wenn die Preise nicht mehr ganz so schnell fallen wie noch vor ein paar Jahren. Vergleicht man die Entwicklung der Immobilienpreise in Japan, den USA, Irland und in Spanien in Grafik 8, dann ist zwar der Preisverfall in Japan mit 50% gleichauf mit dem in Irland beobachteten.



Grafik 7: Großhandelspreisindex Japan und USA 1970 bis 1995



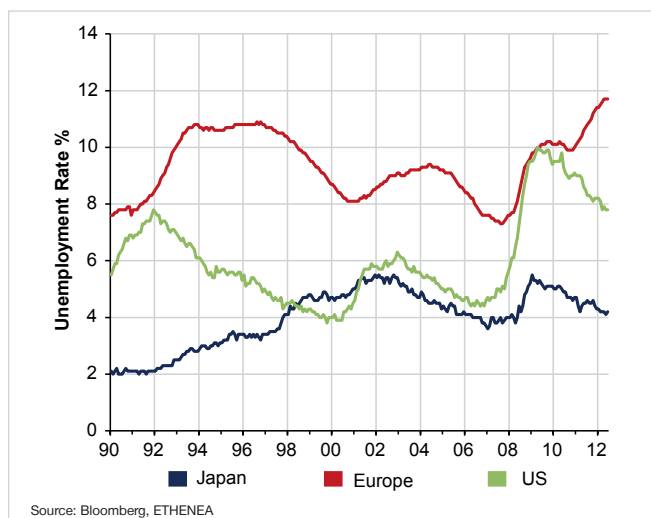
Grafik 8: Immobilienpreise Japan, USA, Irland und Spanien

Allerdings ist die Zeitspanne vom bisherigen Gipfel bis zum momentanen Tiefpunkt mit 21 Jahren erheblich länger als bisher 5 bis 6 Jahre im Rest der Welt. Die sehr viel effektiveren Maßnahmen der Politik und der Zentralbanken haben hier scheinbar schneller zu einer Marktberingung geführt. Es hält sich auch hartnäckig das Gerücht, dass das Grundstück (110.000 m²) des japanischen Tenno in Tokio auf dem Höhepunkt der Immobilienblase genauso viel wert gewesen sein soll wie der gesamte US-Bundesstaat Kalifornien mit über 400.000 km². Ob es sich hierbei um ein *urban myth*, also ein modernes Märchen handelt, lässt sich kaum mehr feststellen. Wichtig ist lediglich, dass es in Japan eine signifikante Überbewertung von Immobilien gab, die bisher nicht nachhaltig abgearbeitet worden ist. Der quälend langsame Prozess des stetigen Wertverfalls in Japan scheint möglicherweise jetzt ein Ende zu nehmen aufgrund der klaren Entscheidungen der momentanen japanischen Regierung in Bezug auf die deutliche Ausweitung des Ankaufprogramms der Staatsanleihen.

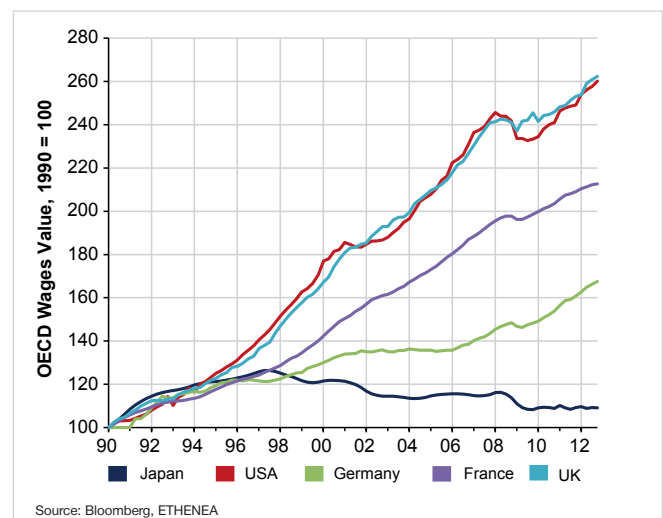
Dies ist insofern interessant, da sich die japanische Lebensweise durchaus von der der Europäer und der Amerikaner unterscheidet – nicht nur in Bezug auf Freizeitbetätigungen und der Größe von Autos und Wohnraum, sondern auch auf die Anzahl an Neubauten. Während wir in der westlichen Welt darauf bedacht sind, zu schaffen und ein Häusle zu bauen und dies nach Möglichkeit der nächsten Generation zu vererben, welche ebenfalls schafft und die Garage vergrößert und einen Wintergarten anbaut, ticken Japaner anders. Das Haus der Eltern wird dort ebenfalls vererbt, aber anstatt anzubauen wird abgerissen und neu gebaut, und zwar nach sich ständig verändernden Trends, die gerne auch an Europa oder Amerika angelehnt sind. In der Präfektur von Hokkaidō findet man zum Beispiel die Stadt Tōbetsu, in welcher hun-

derte von schwedischen Häusern gebaut wurden, deren Material selbstverständlich aus Übersee eingeführt wurde. Auch sind neueste Standards wie Hightech-Toiletten noch lange nicht so verbreitet, wie man sich das vorstellen mag. Laut der Japanese Sewage Association hatten bis Ende der 80er Jahre beispielsweise nur 50% der japanischen Haushalte Zugang zu einem Spülklosett im Vergleich zu 97,4% in den USA. Der OECD *Better Life Index* berichtet, dass mittlerweile die respektable Zahl von 93,6% der japanischen Haushalte Zugang zu einer solchen Einrichtung hat, was aber immer noch unter dem OECD-Durchschnitt von 97,8% liegt. Selbst in der kleinsten Hütte ist immer noch Platz für Verbesserungen.

Der Arbeitsmarkt scheint indes erstaunlich resistent zu sein. Hier trägt allerdings der Schein, denn Regulierungen des Arbeitsmarktes in Japan geben vor, dass die Kündigung von Mitarbeitern mit sehr viel Aufwand verbunden und nur unter besonderen Umständen möglich ist. Japanische Firmen neigen daher eher dazu, in wirtschaftlich schwierigen Zeiten die Produktion zu kürzen und Arbeitszeiten zu verringern. Das führte dazu, dass selbst in einer enorm schwachen Wirtschaftslage die Arbeitslosenquote nie über 6% stieg. Grafik 9 zeigt, wie unterschiedlich das Bild in Europa und den USA aussieht. Die Kehrseite der Medaille ist natürlich ein sehr unsicheres Lohnumfeld, in welchem Arbeiter oftmals nicht genau wissen, wie viel Geld sie tatsächlich im nächsten Monat verdienen werden. Und tatsächlich kann seit 1997 ein stetiger Lohnrückgang in Japan beobachtet werden, im Gegensatz zu den USA, Deutschland, Frankreich und Großbritannien (siehe Grafik 10). Zusammen mit fallenden Immobilienpreisen und einer immerzu steigenden Währung eine sehr nahrhafte Grundlage für ein deflationäres Umfeld, und wieder sehr verschieden von dem, was wir in unseren Längengraden beobachten.



Grafik 9: Verlauf der Arbeitslosenquoten in Japan, Europa und den USA seit 1990



Grafik 10: OECD Löhne in lokaler Währung für Japan, USA, Deutschland, Frankreich und UK seit 1990

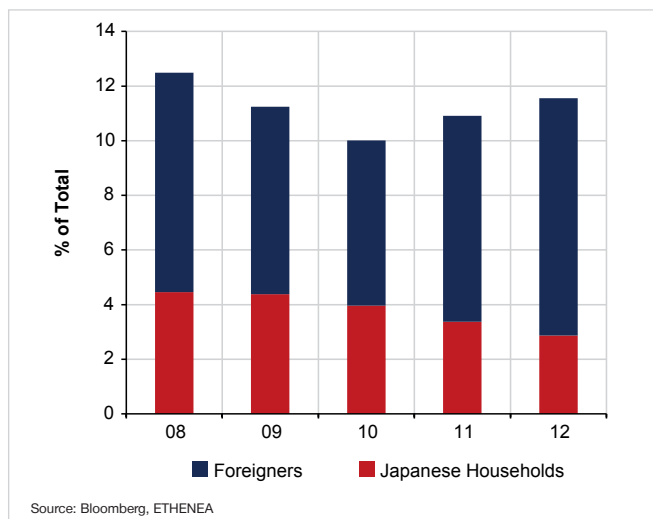
All diese Probleme versuchte Japans Regierung bekanntermaßen durch *Quantitative Easing* zu bekämpfen – Japan war sozusagen Vorreiter der Schuldenchwemme par excellence. Normalerweise wird angenommen, dass nationale Geldpolitik Richtlinien festlegt und sich der Wechselkurs entsprechend anpasst. Würde die englische Zentralbank beispielsweise bekannt geben, dass sie eine enorme Geldexpansion betreiben will, so würde das Pfund wahrscheinlich wie ein Stein fallen. Doch auch hier ist Japan anders.

Zwischen 1990 und April 2000 stieg der Yen gegen den US-Dollar trotz massiver Intervention der Zentralbank von etwa 120 auf 107 Yen pro Dollar. Weitere Eingriffe folgten, aber der Yen wurde stärker, Japan verlor an Wettbewerbsfähigkeit, und statt der Wirtschaft wuchsen indes die Staatsschulden. Die Unterstützung für die Emission neuer Anleihen fand die Zentralbank währenddessen im eigenen Land, denn die als sehr patriotisch geltenden Japaner waren mit über 90% die

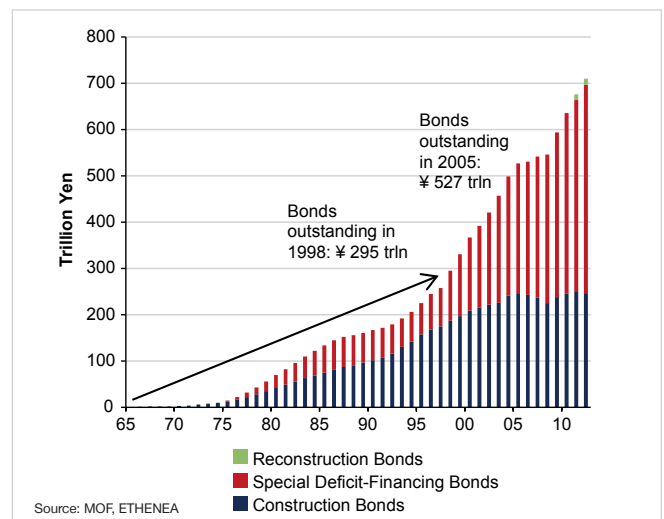
größten Abnehmer ihrer eigenen Staatsanleihen, während ausländische Investoren in den letzten fünf Jahren noch unter 10% lagen, ihr Anteil aber seit 2010 kontinuierlich zunimmt (siehe Grafik 11).

Dies erlaubte es dem japanischen Finanzminister zwischen 1998 und 2005, mehr Anleihen als je zuvor zu emittieren (siehe Grafik 12), und der Gesamtbetrag der ausstehenden Staatsschulden verdoppelte sich fast in diesem Zeitraum. Trotzdem gingen Zinsausgaben zurück, da sich das Land zu immer niedrigeren Raten refinanzieren konnte!

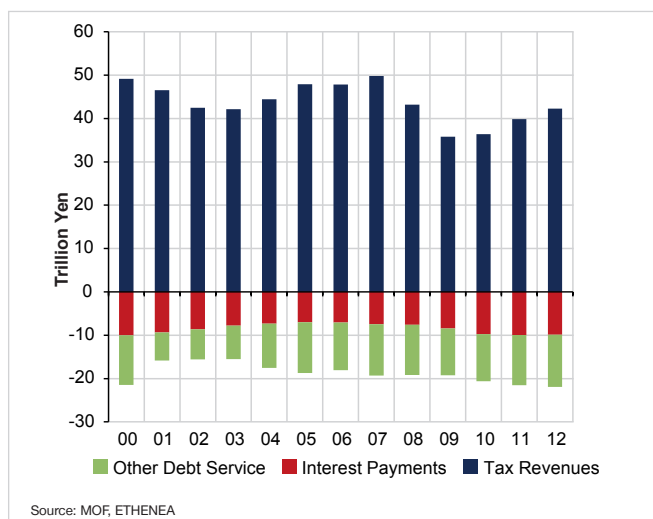
Mittlerweile sind wir allerdings an einem sehr prekären Punkt angelangt. Japans Haushaltsetat sieht Zinsausgaben von ¥ 10 Billionen und Schuldentilgungen von ¥ 12 Billionen vor. Die Steuereinnahmen in Japan belaufen sich momentan auf etwas über ¥ 40 Billionen, was bedeutet, dass die Zinsausgaben allein fast 25% des Etats ausmachen (siehe Grafik 13).



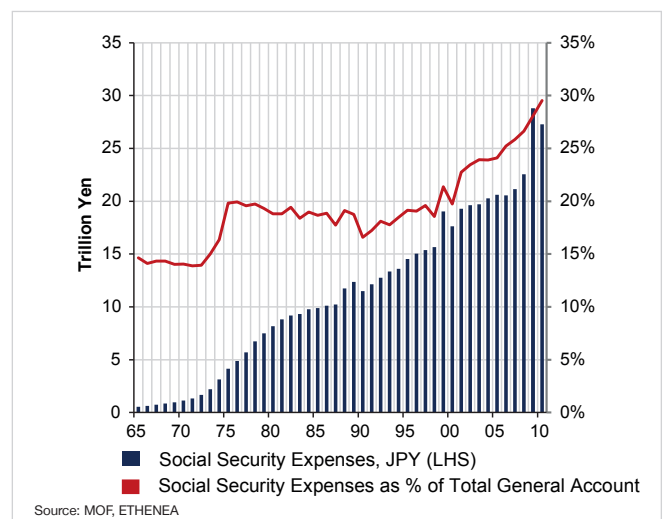
Grafik 11: Käufer von japanischen Staatsanleihen



Grafik 12: Ausstehende Anleihen in JPY, kumuliert



Grafik 13: Steuereinnahmen im Vergleich zu Zinszahlungen und Schuldentilgungen in Japan seit 2000



Grafik 14: Verlauf von Japans Sozialausgaben seit 1965

Im Vergleich dazu schätzt das deutsche Bundesfinanzministerium für 2013 die Steuereinnahmen auf € 553,8 Milliarden und die Zinsausgaben auf € 31,3 Milliarden, also auf weniger als 6% der Steuereinnahmen! Das Federal Budget der USA rechnet für 2013 mit Steuereinnahmen von \$ 2.900 Milliarden und mit Zinsausgaben in der Höhe von \$ 225 Milliarden. Mit knapp 8% der Steuereinnahmen geben die USA für ihre Zinsen also eher so viel aus wie Deutschland – auch wenn wir im Januar vom amerikanischen Haushaltsdefizit berichtet haben, sind wir hier von japanischen Verhältnissen weit entfernt!

Sollten Zinsausgaben und Steuereinnahmen auf diesem Niveau bleiben, spricht nichts dagegen, dass Japans Regierung ihren Modus Operandi beibehält. Diese Wahrscheinlichkeit halten wir allerdings für verschwindend gering, begründet auf dem demographischen Problem des Landes, welches sicherlich wohlbekannt ist: In 2012 hat die Anzahl der Über-100-jährigen die 50.000er Marke durchbrochen. 2008 war außerdem das erste Jahr, in welchem in Japan mehr Windeln für Erwachsene als für Kinder verkauft wurden, allerdings bestimmt nicht das letzte...

Für Japans Haushalt hat die Demographie zwei Probleme zur Folge. Zum einen steigen Jahr für Jahr die Sozialausgaben (siehe Grafik 14), während gleichzeitig die Steuereinnahmen bei einem stetigen Rückgang der Erwerbsbevölkerung stagnieren. Zum anderen ist mittlerweile die nationale Sparrate so stark gefallen, dass neue Staatsanleihen, welche bislang die steigenden Sozialabgaben haben abdecken können, immer weniger Abnehmer im nationalen Markt finden.

Die Tatsache, dass die Anzahl an potentiellen Investoren innerhalb des Landes schrumpft, gepaart mit einer Handelsbilanz, welche kurz davor ist, negativ zu werden, könnte Japan zwangsläufig zu einem Nettoimporteure von Kapital machen. Ein höherer Anteil an ausländischen Investoren würde Investoren zudem dazu verleiten, eine Prämie auf die derzeitigen Zinsraten zu verlangen, um ihre Kreditrisiken abzusichern. Die dadurch steigende Volatilität würde Kreditprämien noch weiter steigen lassen – ein gefährlicher Cocktail – ausgelöst durch eine alternde Gesellschaft!

Was uns bereits zum nächsten Punkt bringt: Japans Politiker. Anfang Januar wurde Finanzminister Asō Tarō in den *Kyodo News* zitiert, als er sich „konstruktiv“ über eben diese demo-

graphischen Schwierigkeiten äußerte: „Gott bewahre, dass ich am Leben erhalten werde, wenn ich sterben möchte. Man kann da ja gar nicht richtig schlafen, wenn man daran denkt, dass alles von der Regierung bezahlt wird. Das Problem wird nicht gelöst werden, solange man nicht zulässt, dass sich [die Senioren] beeilen und sterben.“ Asō hat selbstverständlich in der Zwischenzeit mitteilen lassen, dass das Zitat völlig aus dem Zusammenhang gerissen wurde, aber dennoch kann man wohl damit übereinstimmen, dass diese Sichtweise keine Zustimmung in Europa finden würde.

Und selbst die häufigen Wechsel der italienischen Regierung können nicht mit der Drehtür mithalten, die wohl im japanischen Finanzministerium installiert ist. Seit Beginn der Heisei-Periode am 8. Januar 1989 hat das Land ganze 17 Premierminister begrüßen dürfen, und Ben Bernanke kann sich darauf freuen, dem 12. (!) japanischen Finanzminister die Hand zu schütteln, seit er im Februar 2006 das Amt des amerikanischen Notenbankchefs übertragen bekam.

Vergleicht man also die Probleme in Japan mit denen in Europa und den USA, so könnte man auf den ersten Blick glauben, die Dynamiken seien ähnlich und das uns erwartende Schicksal eines niedrigen Zinsumfelds und einer kontinuierlichen Deflation bereits vorbestimmt. Bei genauerer Betrachtung sehen wir aber, dass die Auslöser der jeweiligen Probleme und vor allem der *Umgang* mit eben diesen gegensätzlich zu dem sind, was wir erleben, was uns zumindest in Europa konstruktiv in die Zukunft schauen lässt.

Japan hingegen scheint in der Klemme zu sitzen. Wird der Yen zu stark abgewertet, läuft das Land Gefahr, Inflation zu importieren, welche weit über das kürzlich gesetzte Inflationsziel von 2% hinausgehen könnte. Aber schafft die Regierung es nicht, Inflation herbeizuführen, wird die Handelsbilanz vermutlich noch in diesem Jahr negativ werden und das Land somit zu einem Nettoimporteure von Kapital machen – beide Fälle sind währungsschwächend. Vor allem aber wird spätestens in ein paar Jahren die Schuldenbilanz des Landes unhaltbar sein (selbstverständlich setzen wir hier voraus, dass die Bevölkerung nicht den Ratschlägen des Finanzministers folgt), sollte die Regierung nicht resolut handeln. Dazu kommt uns abschließend die japanische Weisheit in den Sinn: *あたまかくしてしりかくさず* (*atama kakushite siri kakusazu*) – „Wenn Du Deinen Kopf schützt, dann vergiss dabei Dein Gesäß nicht!“

Wie unsere Analytistin *Dorothee Rainis* auf den vorherigen Seiten sehr anschaulich beschrieben hat, gibt es durchaus beträchtliche Unterschiede zwischen Japan und dem Rest der entwickelten Welt. Es gibt allerdings auch genügend Gemeinsamkeiten, die die Politik und Zentralbanken äußerst wachsam halten sollten. In Europa laufen die demographischen Entwicklungen in die gleiche Richtung wie in Japan, nur eben mit 20 Jahren Verspätung. Auch die Verschuldung verschiedener Staaten erreicht Niveaus, die auf längere Zeit nicht finanzierbar bleiben, vom Schuldenniveau Japans zwar noch meilenweit entfernt sind, aber aufgrund der höheren Zinsniveaus eine ähnliche Belastung für den Haushalt darstellen.

Der gravierende Unterschied besteht letztendlich in der Entschlossenheit, mit der die Regierenden die Probleme angehen. Wie von *Dorothee Rainis* geschildert, hat die eher zögerliche Art der Bank of Japan gemeinsam mit den vielen Regierungen zu dem Zustand Japans der letzten knapp 25 Jahre geführt, während die restlichen Regierungen und Zentralbanken mit klarer Kante und Ansagen gehandelt haben nach dem Motto: *Nicht kleckern sondern klotzen!* Dies hat letztendlich die schnelle Überwindung der tiefsten Stunden der Krise herbeigeführt, aber man sollte sich nicht täuschen lassen – ohne weitere Stimuli seitens der Regierungen und Zentralbanken kann der schöne Aufschwung auch schnell wieder vorbei sein und alles wie Makulatur aussehen lassen. Wir haben nur Zeit gewonnen, um unsere Hausaufgaben zu machen: liberale und soziale Wirtschaftsstrukturen zu schaffen, die das Beste aus den Unternehmen und ihren Beschäftigten herausholen, Kreativität durch Bildung zu fördern und vor allem den Staat auf seine wesentlichen Funktionen zurückzuführen und damit letztendlich auch einen langfristig orientierten Wohlstandsgewinn für die jeweilige Bevölkerung zu garantieren. Das gilt weder nur für Deutschland oder für Europa, sondern eigentlich für die gesamte entwickelte Welt.

Lassen sie uns aber nun noch einen Blick auf die Kapitalmärkte werfen. Grafik 15 gibt einen sehr exakten Überblick über die unterschiedlichen Dynamiken. Während im Januar der Euro gegen jede Währung gewonnen hat, im Fall vom Euro/Yen sogar signifikant mit 8,5%, haben die deutschen Staatsanleihen deutliche Wertverluste verzeichnet. 28 Basis-

punkte im 10-Jahres-Segment und sogar 47 Basispunkte im 5-Jahres-Segment sind ein deutliches Indiz dafür, dass die *Angstkäufe* vergangener Monate zum Teil wieder verkauft wurden und sich damit das Zinsniveau auch in Deutschland einem normaleren Niveau annähert. Wir glauben allerdings nicht, dass wir schon eine grundsätzliche Trendwende bei den europäischen Zinsen oder auch US-Zinsen gesehen haben. Dafür sind unseres Erachtens die Probleme der jeweiligen Volkswirtschaften noch zu groß. Die viel heraufbeschworene Inflationsgefahr ist aktuell nur ein Gespenst, mit wenig konkreten Anlässen, in der nächsten Zeit real zu werden.

Auch der deutliche Anstieg des Außenwerts des Euros auf einer handelsgewichteten Basis (siehe Grafik 16) wird von der Politik nicht lange unbemerkt bleiben. Es gibt schon dem Vernehmen nach erste Stimmen aus dem sehr staatsgläubigen Frankreich, die eine Regulierung des Wechselkurses fordern, um ihre eigene ineffiziente Wirtschaft zu schützen. Es wird auch nicht lange dauern, bis ein kräftiger Männerchor anderer Regierungschefs ertönen wird, der ein ähnliches Lied singt. Ob auch Angela Merkels Mezzosopran mit einstimmen würde, bleibt bei ihrer bisherigen Einstellung zu Marktinterventionen eher fraglich. Allerdings stellt gerade für die deutsche Exportwirtschaft, also dem Kernmotor für das Projekt Eurozonenwachstum, ein so schneller und deutlicher Wertgewinn wie die beobachteten 4% im handelsgewichteten Euro eine Herausforderung dar, die durchaus Bremsspuren hinterlassen dürfte.

Grafik 17 zeigt gemeinsam mit Grafik 15, dass der Trend zur Normalisierung der Kreditaufschläge sowohl im Unternehmensanleihen-Segment, wie auch anderer Staatsanleihe auch im Monat Januar fortgesetzt wurde. Ein phänomenaler Erfolg der Politik der klaren Worte. „Believe me, it will be enough“ hat bisher durchschlagenden Wirkung gezeigt. Inwieweit es hier nun allerdings um *Normalisierung* geht und wo *Übertreibung* anfängt, kann so richtig niemand beantworten. Wir wissen es auch nicht, aber werden langsam etwas vorsichtiger, zumal die Nachrichtenlage aus den sogenannten Peripheriestaaten ja auch nicht zur Euphorie verleitet.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	95,2	1,3584	1,23441	0,85579	124,07	1,30157	7,4338	1,35467	2,3887	8,4398
- 1M	4,0%	2,9%	2,3%	5,3%	8,5%	2,4%	1,3%	3,2%	1,4%	2,8%
-12M	5,3%	3,9%	2,5%	3,1%	24,4%	5,6%	-3,1%	3,2%	2,9%	2,5%

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0,269	0,763	1,68	141	113	137	140	238
- 1M	28	47	36	8	-5	-11	-1	3
-12M	11	3	-11	-22	-31	-321	-80	-144

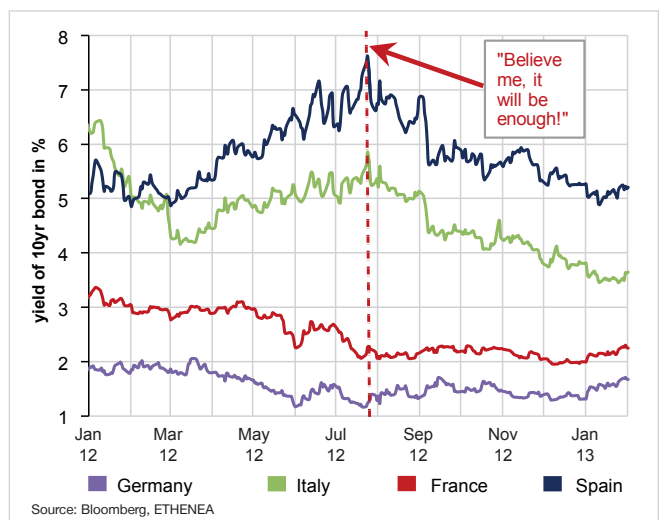
Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	30	42	-93	58	31	19	195	350	445	897	272
- 1M	44	51	-53	68	43	18	249	395	570	1.058	321
-12M	1	18	-82	126	113	36	349	319	1.461	3.253	550

Equities						
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	7.776,05	13.860,58	2.720,98	3.732,60	6.276,88	11.138,66
- 1M	2,1%	5,8%	2,5%	2,5%	6,4%	7,2%
-12M	20,4%	9,7%	11,8%	13,2%	10,5%	26,5%

Grafik 15: Veränderung verschiedener Marktparameter im vergangenen Monat bzw. vergangenen zwölf Monaten



Grafik 16: Entwicklung des Handelsgewichteten Euro-Wechselkurses



Grafik 17: Entwicklung der Rendite zehnjähriger Anleihen

Positionierung der Fonds

Ethna-AKTIV E

Veränderungen im Anleiheportfolio haben die durchschnittliche Rendite um 0,24% auf aktuell 4,37% reduziert, allerdings können wir immer noch in der für uns wichtigeren Kennzahl eine laufende Verzinsung von 4,56% erreichen. Die modifizierte Duration ist mit 5,28 quasi unverändert. Insgesamt war der Monat geprägt von einer Vielzahl von Neuemissionen im Unternehmensanleihe-Segment, an deren Vielzahl wir aber aufgrund von unserem Erachtens mangelnder Werthaltigkeit nicht mehr partizipiert haben.

Gegen Ende des Monats haben Gewinnmitnahmen unseren Aktienanteil um 3% auf knapp 25% verringert.

Auf der Währungsseite haben wir eine Short Position in YEN gegenüber EUR und eine Long Position in USD gegenüber EUR, also netto YEN short gegenüber dem USD, in Höhe von fast 8% des Portfolios.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Der Aktienanteil in diesem Fonds wurde weiter erhöht auf aktuell 52,7%. Der Löwenanteil unserer Investments fokussiert sich auf die Sektoren Versicherungen und Banken, Chemie, Auto, Minen und Software.

Bei den Währungsengagements bleiben wir auf den EUR und CHF fokussiert.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Auch hier gab es nur kleinere Veränderungen im Anleiheportfolio, die zu einer minimalen Veränderung der durchschnittlichen Rendite auf 3,46% geführt haben, bei gleichzeitiger laufender Verzinsung von 4,12%. Die modifizierte Duration ist aktuell etwas kürzer bei 5,48. Das durchschnittliche Rating liegt weiterhin zwischen A und A+.

Das Aktienengagement wurde weiter stetig ausgebaut auf aktuell 4,2%, mit konservativen Werten aus dem Pharmabereich.

Im Bereich der Währungen wurden der stark gestiegene Eurowechselkurs dazu genutzt, wieder kleine Long Positionen in AUD, USD, MXN und GBP aufzubauen.

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

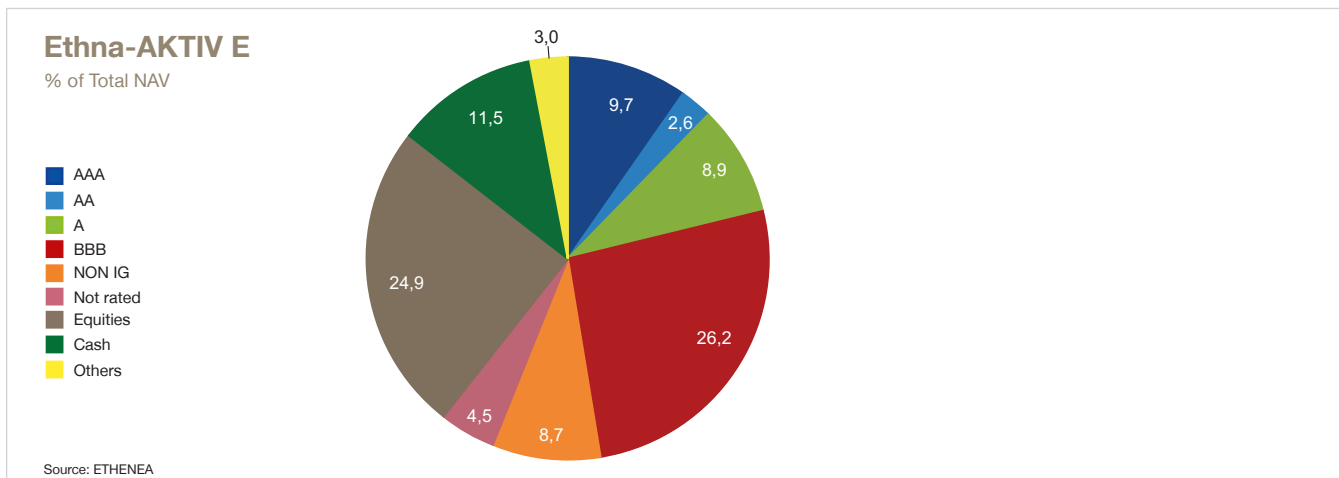
Grafik 18: Anteil der Nachranganleihen am Gesamtportfolio vom Ethna-AKTIV E, Ethna-GLOBAL Defensiv und Ethna-GLOBAL Dynamisch

Value-at-Risk		Ethna-AKTIV E	Ethna-GLOBAL Defensiv	Ethna-GLOBAL Dynamisch
99 %, 1d		0,4 %	0,3 %	0,7 %
99 %, 20d		1,9 %	1,5 %	3,0 %
Stresstest	Scenario			
WorstCase		-7,4 % I+S+V+F-E-	-8,6 % I+S+V+F-E-	-4,0 % I+S+V+F-E-
I: Interest Rates + 150 bp	I+S0V0F0E0	-4,6 %	-6,3 %	-1,4 %
I: Interest Rates - 150 bp	I-S0V0F0E0	4,4 %	6,4 %	1,5 %
S: Creditspreads * 1,25	I0S+V0F0E0	-1,3 %	-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 %	0,1 %
V: Volatilities * 0,969	I0S0V-F0E0	0,0 %	0,0 %	0,0 %
F: Fx Rates + 4 * Vola	I0S0V0F+E0	0,1 %	0,2 %	0,1 %
F: Fx Rates - 4 * Vola	I0S0V0F-E0	-0,1 %	-0,2 %	-0,1 %
E: Equities + 4 * Vola	I0S0V0F0E+	0,9 %	0,2 %	2,0 %
E: Equities - 4 * Vola	I0S0V0F0E-	-0,9 %	-0,2 %	-2,0 %

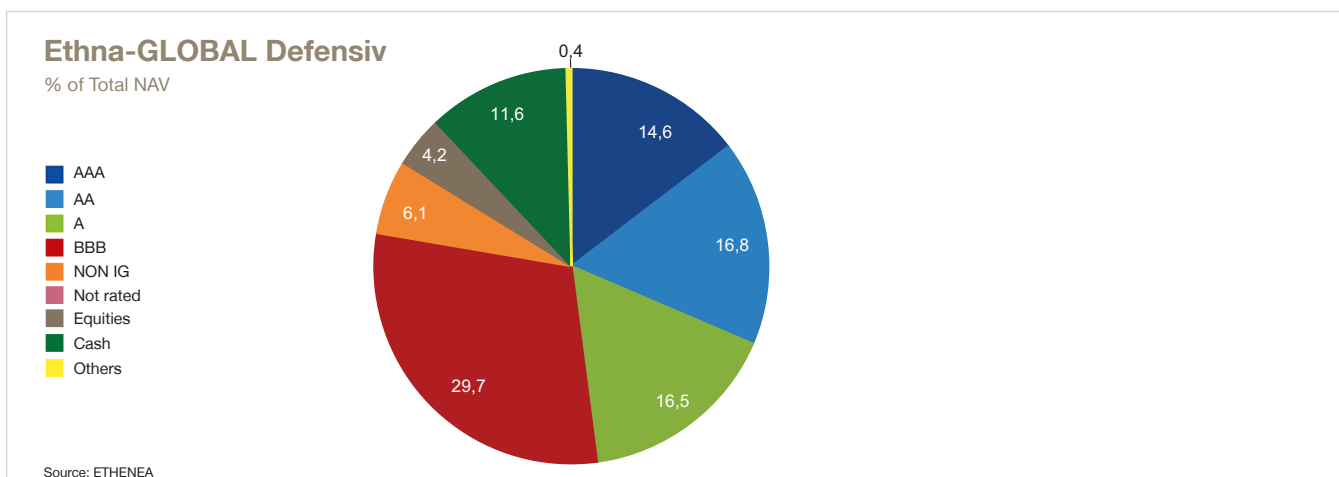
Grafik 19: Ergebnisse des VaR Tests sowie der Stresstest-Szenarien für die Ethna Funds

Stichtag	Fonds	Rendite p.a.	Rating liegt zwischen		Mod- Duration	Rendite (Current Yield) p.a.
31.01.13	Ethna-AKTIV E	4,37 %	BBB+	A-	5,28	4,56 %
31.01.13	Ethna-GLOBAL Defensiv	3,46 %	A	A+	5,48	4,12 %
31.01.13	Ethna-GLOBAL Dynamisch	4,06 %	BBB	BBB+	3,89	4,72 %

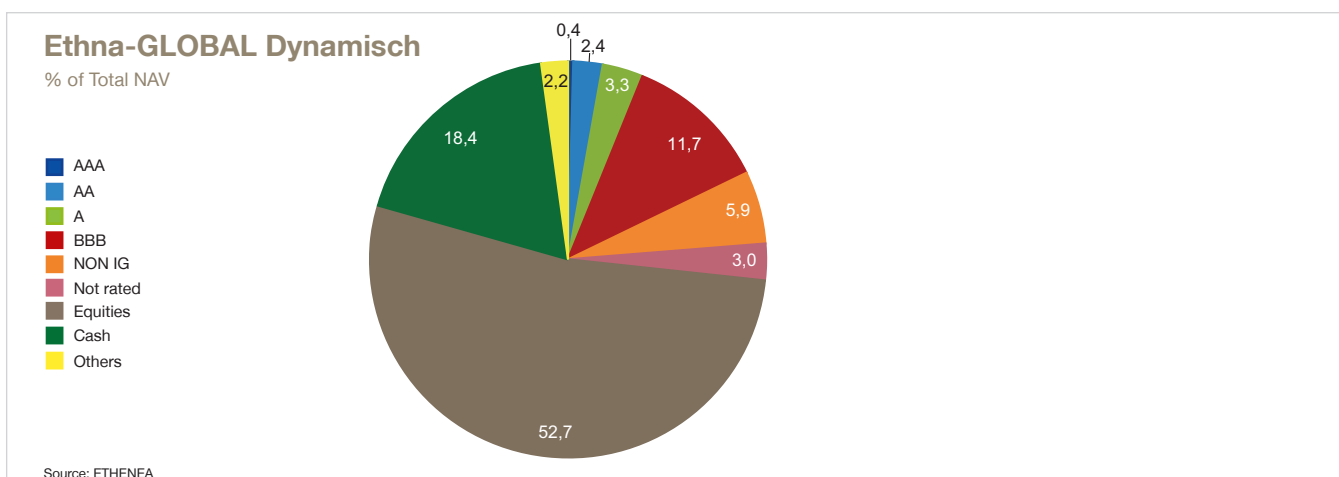
Grafik 20: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende



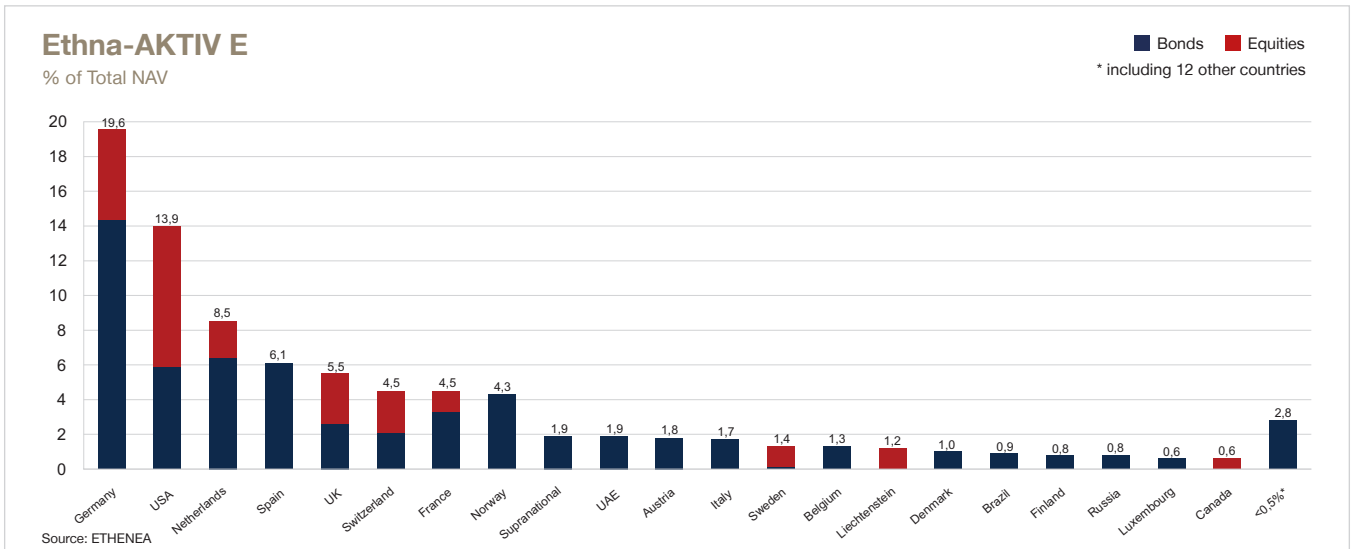
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



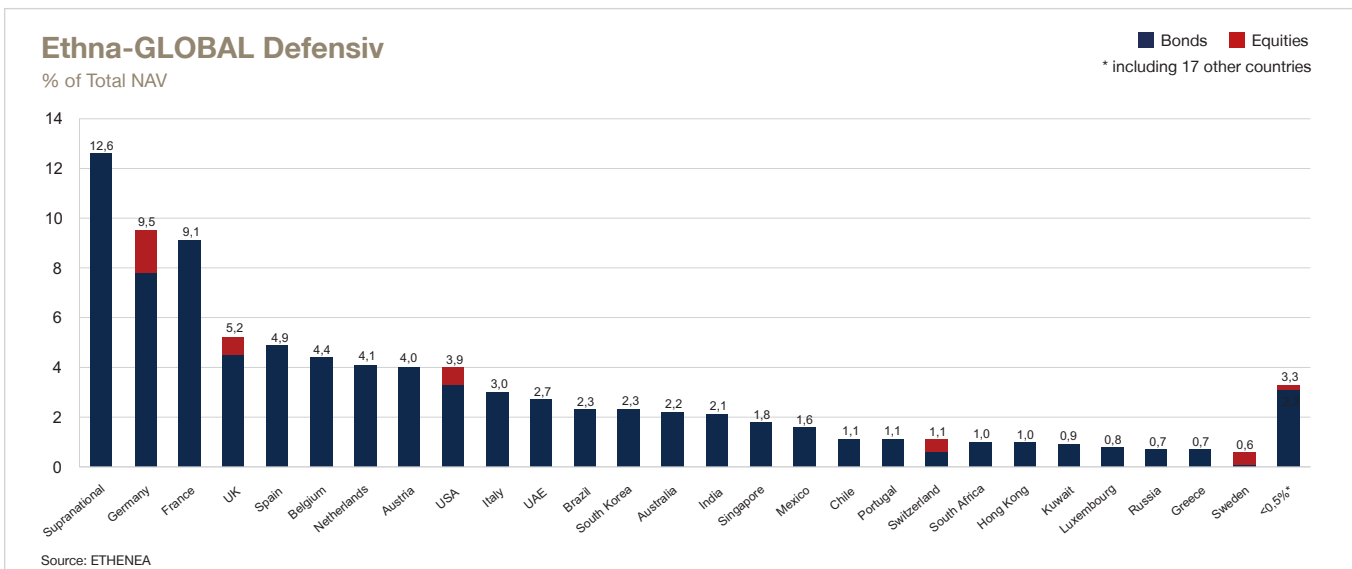
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating



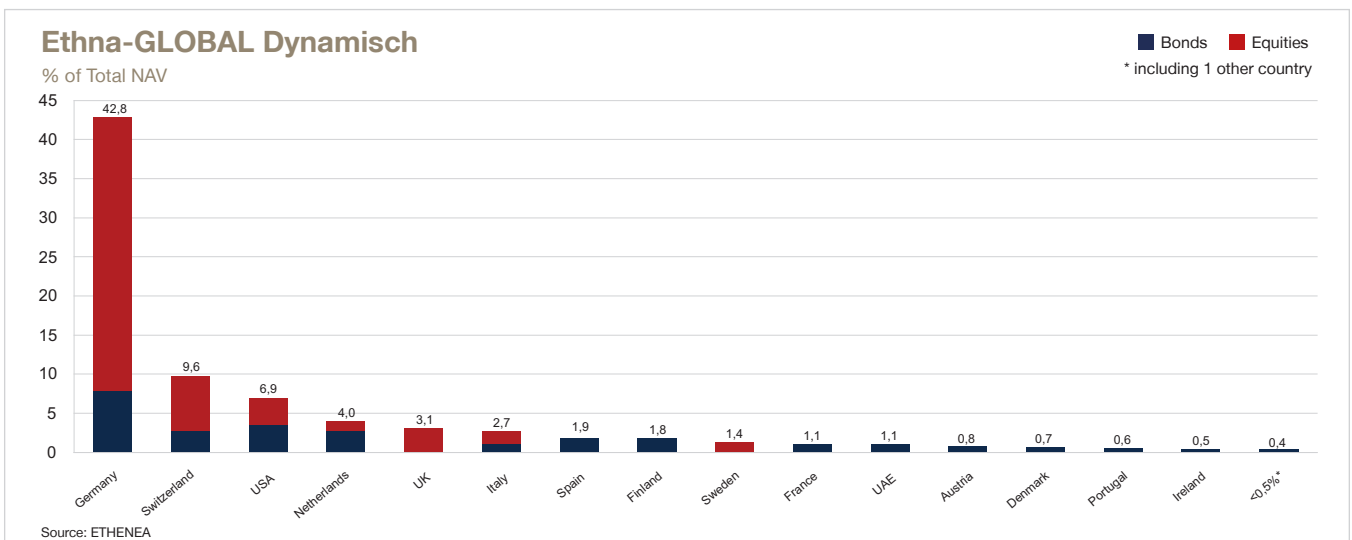
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating



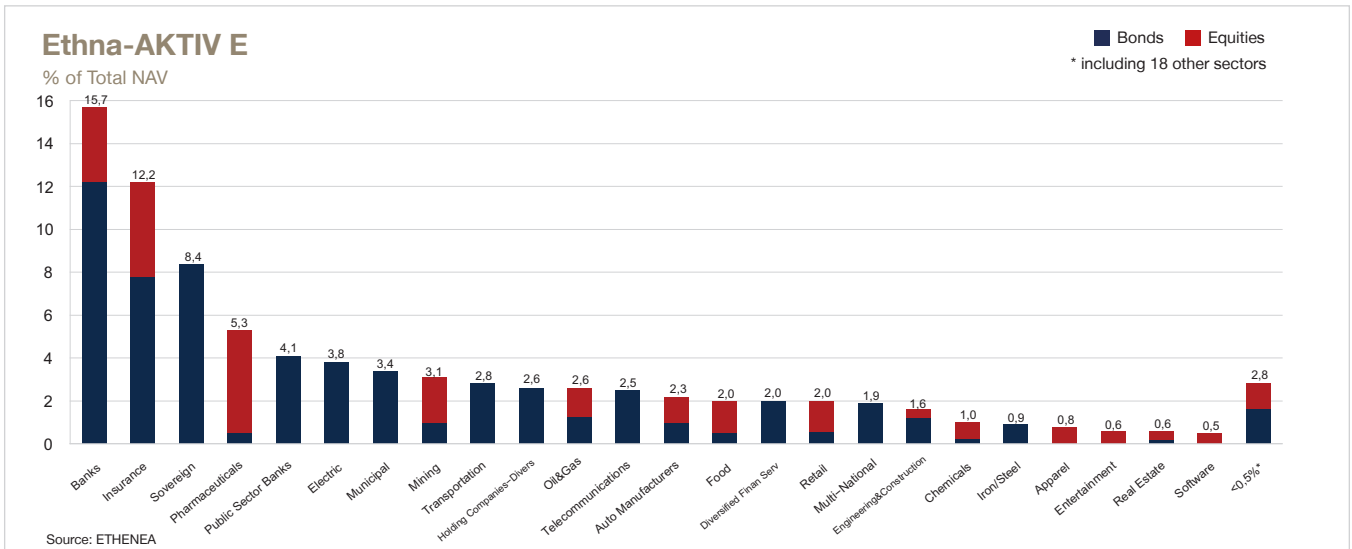
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft



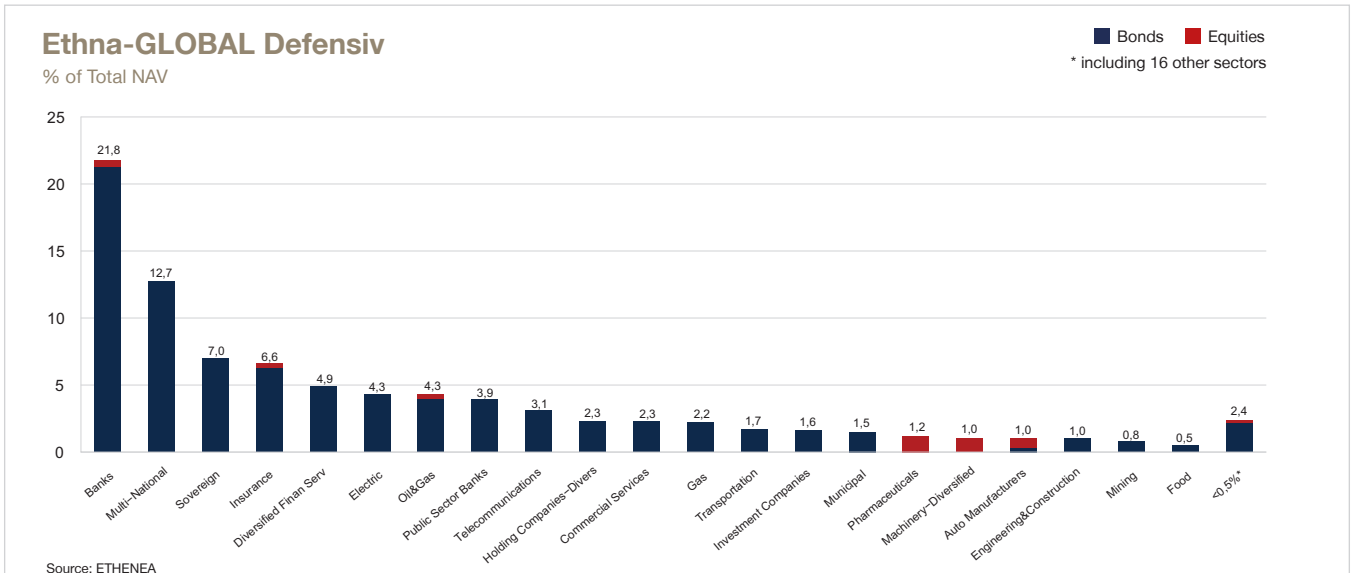
Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft



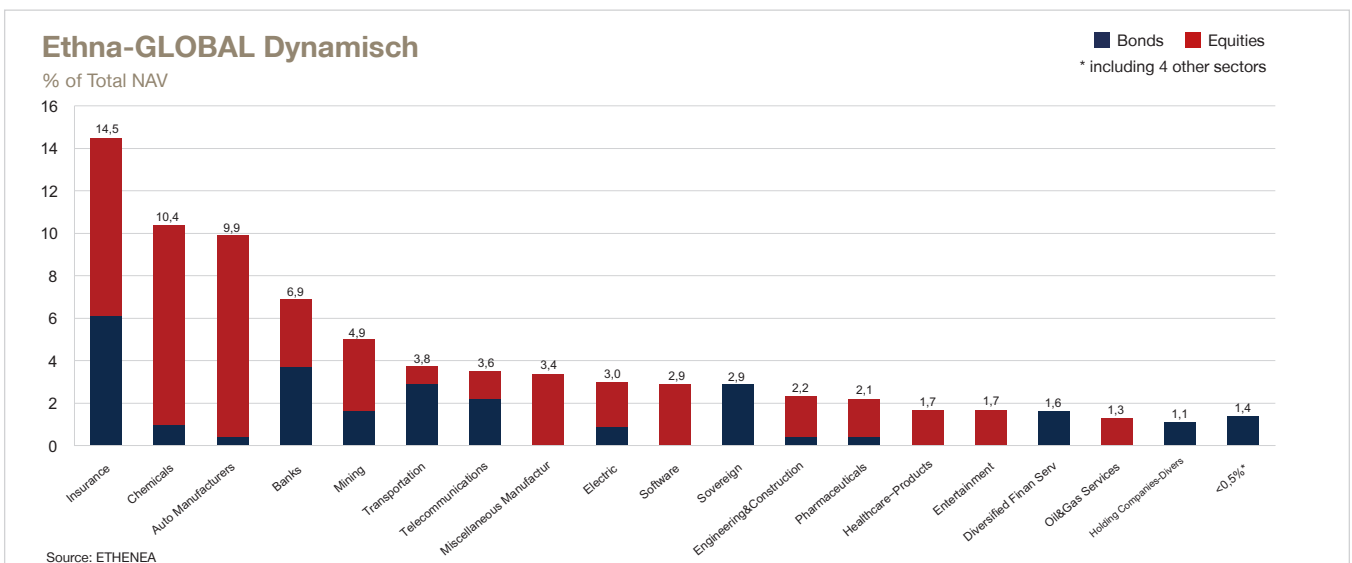
Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft



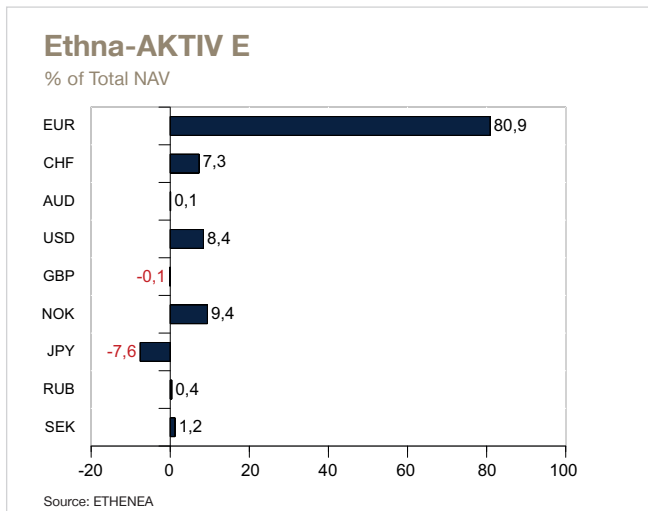
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche



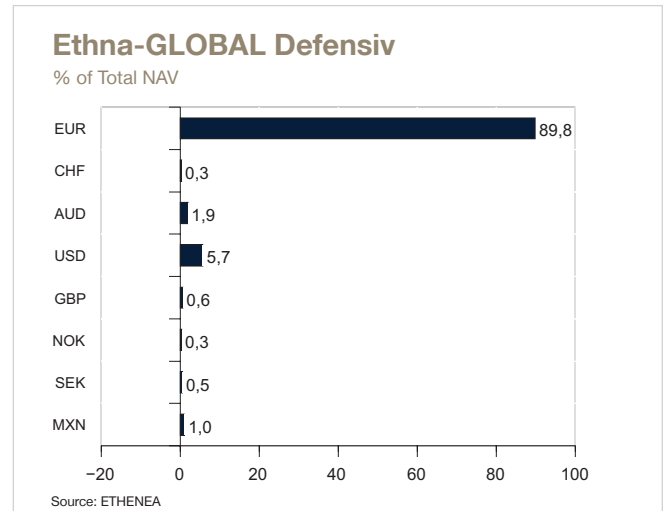
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



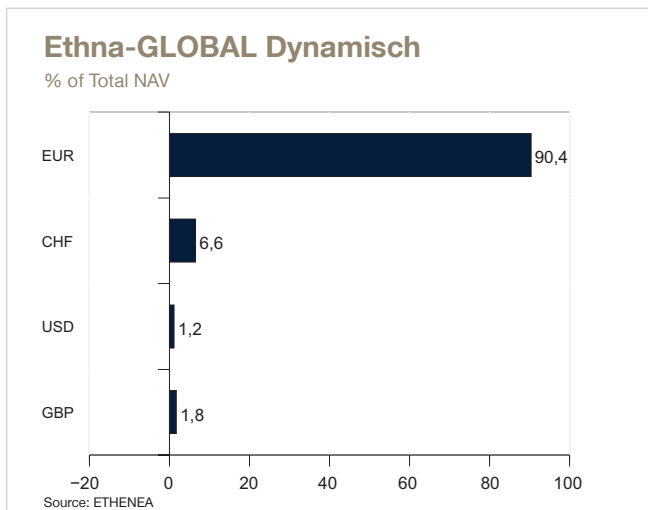
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche



Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen



Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen



Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen



ETHNA | FUNDS



Das Fondsmanagement:

Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo

In Zusammenarbeit mit unserer Analystin Dorothee Rainis

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, 31.01.2013.