

# MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

## Kognitive Dissonanz



**Eigentlich wollte die Fed die Märkte beruhigen, möglicherweise aber hat sie das Kind mit dem Bade ausgeschüttet.**

**Die Märkte reagieren über, Aufschwung und Zinswende sind noch nicht in Sicht – aus guten Gründen...**

Als der Vorsitzende des Offenmarktausschusses (FOMC) der USA Ben Bernanke am 19. Juni 2013 zur Pressekonferenz erschien, erhoffte sich der Kapitalmarkt, dass die eher nebulösen Ängste vor dem sogenannten Tapering tendenziell beruhigt würden. Wir haben bereits im letzten Marktkommentar darüber geschrieben. Mr. Bernanke kam in seiner Stellungnahme dann auch recht bald auf den Punkt und erläuterte, dass die US-Notenbank bereit wäre, das Aufkaufprogramm von US-Staats- und Immobilienanleihen zu verringern und letztlich zu beenden, wenn die USA auf einem stabilen Wachstumspfad wären. Er konkretisierte dies anhand von Arbeitsmarktzahlen, die sich aktuell noch nicht im Zielkorridor befinden (für den interessierten Leser findet sich an späterer Stelle eine genauere Analyse dieser Arbeitsmarktzahlen).

Des Weiteren sagte Ben Bernanke: „*To return to the driving analogy, if the incoming data support the view that the economy is able to sustain a reasonable cruising speed, we will ease*

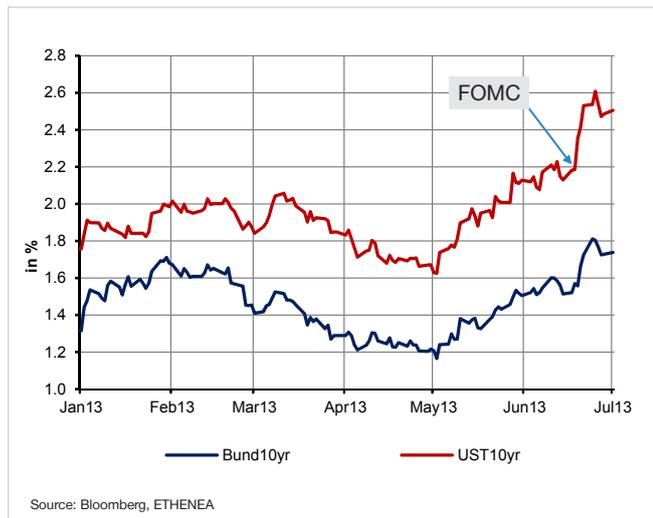
*the pressure on the accelerator by gradually reducing the pace of purchases. However, any need to consider applying the brakes by raising short-term rates is still far in the future.*“ [Frei übersetzt: „Um auf die Analogie ‚Autofahren‘ zurückzukommen: Sollten die hereinkommenden Zahlen die Ansicht stützen, dass die Wirtschaft in der Lage ist eine vernünftige Reisegeschwindigkeit aufrechtzuerhalten, werden wir den Druck aufs Gaspedal verringern, indem wir allmählich das Tempo der Aufkäufe reduzieren. Allerdings liegt jede Notwendigkeit, einen Tritt auf die Bremse in Erwägung zu ziehen – indem man die kurzfristigen Zinsen anhebt – noch weit in der Zukunft.“]

Die Wahl einer Auto-Analogie dürfte auf der Annahme beruhen, dass der weitaus überwiegende Teil der Kapitalmarktteilnehmer männlich ist und damit einen starken



Bezug zum Auto haben sollte. Diese Annahme scheint allerdings nicht zuzutreffen, denn der Kapitalmarkt bewegte sich doch eher so, als ob Ben Bernanke den Beginn eines Zinserhöhungszyklus angekündigt hätte.

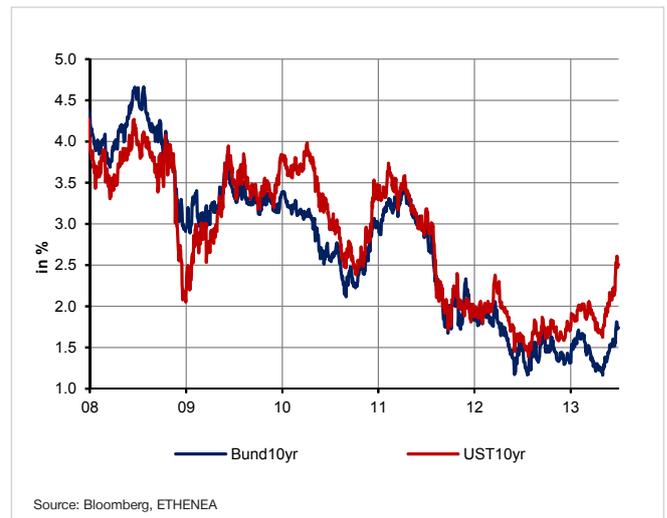
*Kognitive Dissonanz* zwischen dem FOMC und dem Kapitalmarkt führte zu einem Zinsanstieg von 40 Basispunkten



Grafik 1: Verlauf der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA \*

in der 10-jährigen US-Staatsanleihe, selbst die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe stieg um 30 Basispunkte (siehe Grafiken 1 und 2).

Die amerikanische Notenbank, die selten öffentliche Rechtfertigung sucht und die Worte des jeweiligen Vorsitzenden



Grafik 2: Verlauf der Renditen der 10-jährigen Anleihen Deutschlands und der USA \*

öffentlich weder kommentiert noch interpretiert, fühlte sich in diesem Fall doch genötigt, ein paar Worte der Erklärung abzugeben. Eine gute Woche nach Bernankes Stellungnahme äußerten sich sowohl Fed-Gouverneur Powell als auch der Präsident der New York Fed Dudley sinngemäß wie folgt: Die Anpassungen an den Märkten seien seit Mai größer, als sich durch jede vernünftige Einschätzung des (geld)politischen Pfades rechtfertigen ließe. Nach Einschätzung des Autors gab es bisher keine ähnlich deutliche Schelte des Marktes, seit seinerzeit Alan Greenspan im Dezember 1996 von den „irrational exuberances“ sprach und damit eine Korrektur der Aktienmärkte auslöste.

Auch in diesem Fall haben die Aussagen der Fed-Mitglieder für eine gewisse Marktberuhigung zum Ende des abgelaufenen Monats gesorgt. Die Hoffnungen des Autors auf einen ruhigen und langweiligen Sommer sind allerdings dahin (und das liegt nicht nur am Wetter). Der beobachtete Zinsanstieg ist

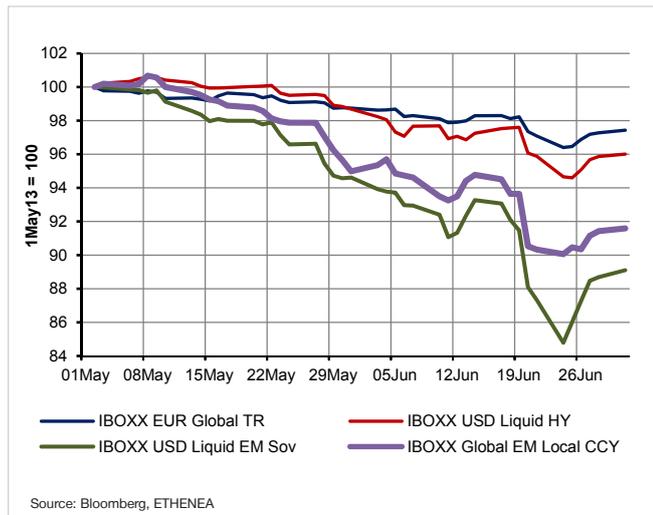
natürlich Wasser auf die Mühlen der Leute, die schon seit drei Jahren die Zinswende prognostizieren. Hätte der Autor jedes Mal zehn Euro kassiert, wenn er in den letzten drei Jahren gefragt wurde, was er denn jetzt machen würde, da ja die Zinsen stiegen... Lassen wir das, Sie wissen schon.

Fakt ist, dass es aktuell noch nicht nach einer Zinswende aussieht. Das Ende der ultra-lockeren Geldpolitik ist, zumindest für die USA, in Sicht – bisher jedoch *nicht* erreicht. Allerdings würde die *ultra*-lockere Geldpolitik allem Anschein nach von einer *sehr* lockeren Geldpolitik abgelöst werden. Und ob in absehbarer Zukunft die selbstdefinierten Voraussetzungen für eine Beendigung des Anleihekaufprogramms erfüllt werden, mag durch den scheinbar missverständlichen Zinsanstieg am langen Ende der Kurve unwahrscheinlich werden. Die Marktauguren streiten sich aktuell noch. Der Zeitraum, in welchem das Ende seinen Anfang nehmen soll, variiert indes stark zwischen September 2013 und Sommer 2014. Be-

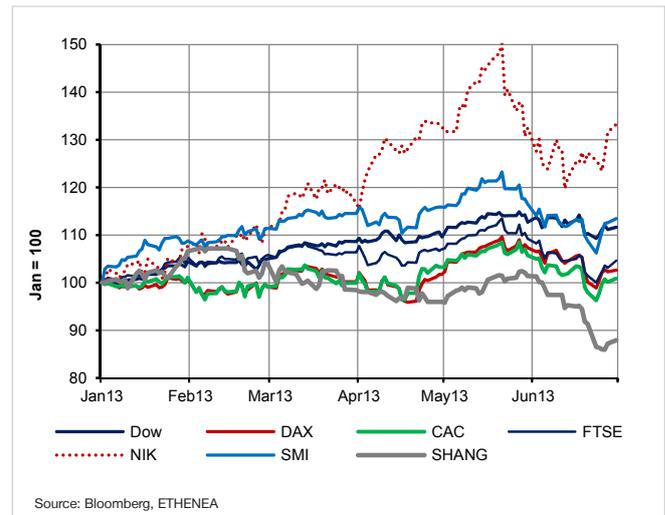
wegliche Ziele also. Ich verweise an dieser Stelle nochmals auf den später folgenden Exkurs, in welchem Dorothee Rainis die Komplexität des US-amerikanischen Arbeitsmarkts darstellt.

Doch nicht nur die Staatsanleihen der USA und Deutschlands sind der Korrektur der Markterwartungen zum Opfer gefallen. Speziell Anleihen, die mit höherem Risiko behaftet sind,

haben stark eingebüßt. Grafik 3 zeigt deutlich, dass vor allem Anleihen aus Schwellenländern unter die Räder gekommen sind. Dabei war es eher unerheblich, ob die Anleihen in lokaler Währung notierten oder in USD. Seit Mai lagen die Verluste der jeweiligen Indizes bei 10% bzw. 15%. In diesem Zusammenhang muten die Verluste des USD High Yield-Markts in Höhe von 5% eher beschaulich an.



Grafik 3: Relativer Verlauf ausgewählter Rentenindizes \*

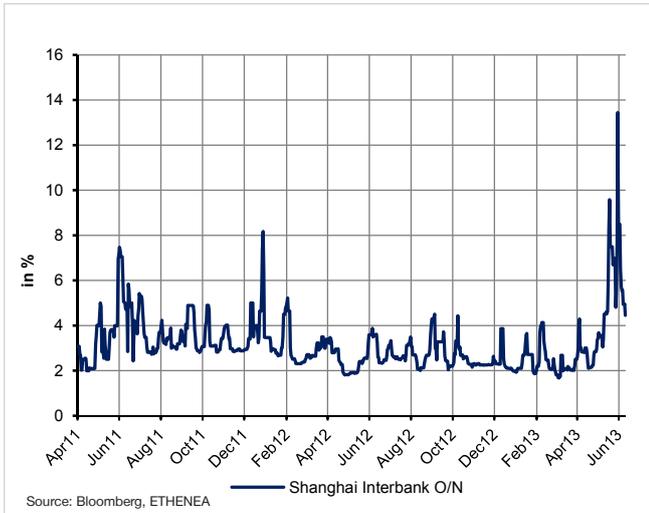


Grafik 4: Relativer Verlauf ausgewählter Aktienindizes \*

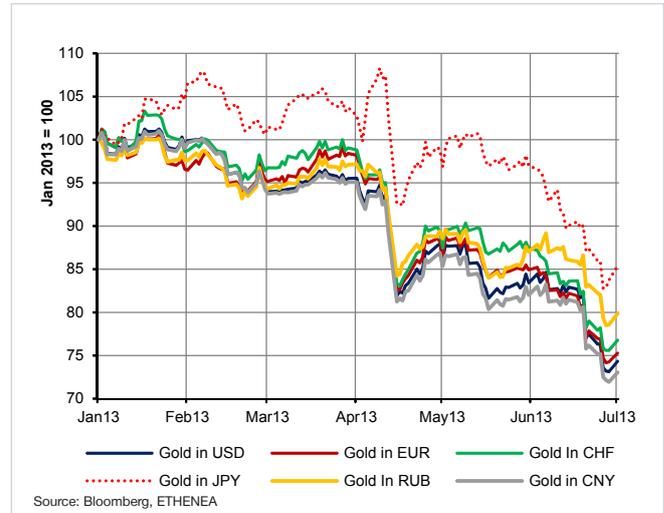
Grafik 4 zeigt, dass die Aktienmärkte das erste Halbjahr 2013 erfreulicherweise nahezu alle im Plus abgeschlossen haben. Fast alle, bis auf beispielsweise die Shanghaier Börse. Hier ist ein bisheriger Jahresverlust von fast 14% zu verzeichnen. Dieser Verlust ist jedoch, wenn überhaupt, nur in Teilen der Fehlinterpretation der Fed zuzurechnen. Der Hauptgrund ist wohl eher in den Verwerfungen am chinesischen Geldmarkt zu sehen, wo Banken sich untereinander nicht mehr vertrauten und zwischenzeitlich bis zu 14% im Overnight verlangten (siehe Grafik 5). Wer an dieser Stelle ein Déjà-vu hat und wem Reminiszenzen an 2008 aufkommen – nun ja, den kann man nicht wirklich beruhigen. Warnungen vor einer allzu leichtfertigen Kreditvergabe der chinesischen Banken verhalten bisher scheinbar ohne große Wirkung. Erst kräftige Liquiditäts-

spritzen der chinesischen Notenbank PBoC unter Zhou Xiaochuan verschafften dem Markt Beruhigung. Allerdings ist zu hoffen, dass die noch nicht so lange zurückliegende Bankenkrise in Europa und Amerika als Lehrstunde für die chinesische Bankenaufsicht dienen und man entsprechend gegensteuern wird.

Aber auch die Verluste an der Shanghaier Börse verblassen angesichts derer der Goldinvestoren (Grafik 6). Je nach Heimatwährungen summieren sich bisher die Verluste des Jahres 2013 auf 15% bis 27%. Für eine „Krisenwährung“ ein recht deutlicher Preisrückgang. Doch *vielleicht* verstehen wir auch nicht genug von den Feinheiten des Goldhandels, um uns eine Meinung zu bilden...



Grafik 5: Verlauf der Shanghai Interbank Overnight Rate \*

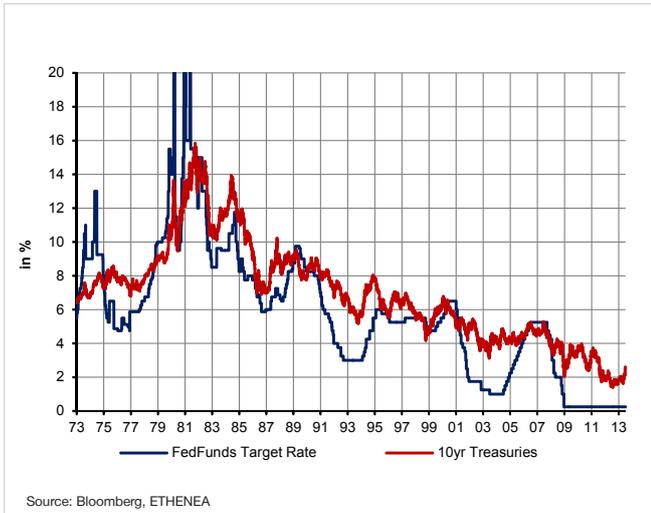


Grafik 6: Relativer Verlauf des Goldpreises in verschiedenen Währungen \*

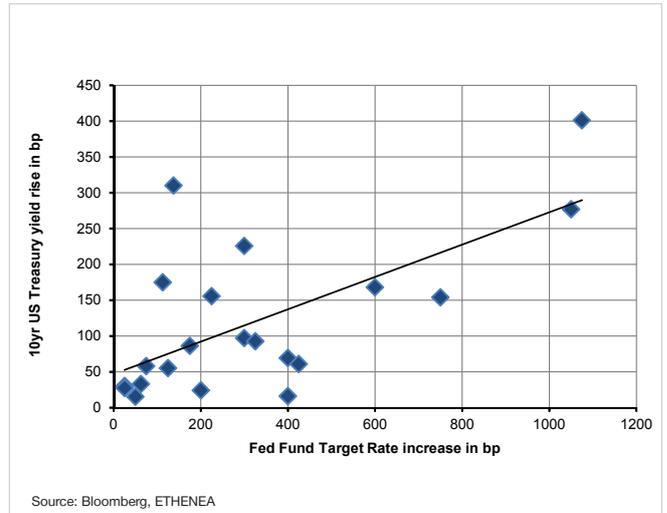
Nun erst einmal zurück an den amerikanischen Kapitalmarkt und zur Befürchtung der Fed, das sprichwörtliche Kind mit dem Bade ausgeschüttet zu haben. Wir erinnern uns: Im September 2011 kündigte die Fed *Operation Twist* an, ein Kaufprogramm langlaufender Staatsanleihen, die mit einem Verkauf kurzlaufender Staatsanleihen finanziert oder, wie man am Kapitalmarkt auch sagt, sterilisiert wurden. Wir erinnern uns weiter, dass die 10-jährigen US Treasuries am 1. September 2011 eine Rendite von 2,13% verzeichneten. Aktuell rentieren 10-jährige Treasuries 2,51%. Am Abend vor dem bemerkenswert missverstandenen Auftritt von Notenbankchef Bernanke lag die Rendite bei 2,18%. Ob die höheren Zinsen am langen Ende der Kurve angesichts einer stärkeren Wirtschaft verkräftet werden, ist nicht ganz klar. Auch die verschiedenen Mitglieder des FOMC scheinen hier Befürchtungen zu hegen. So ließen sich zumindest die besänftigenden Worte an den Markt erklären.

Aber lassen Sie uns noch weiter in die Vergangenheit zurückgehen. Grafik 7 zeigt den Verlauf des Geldmarktzinssatzes

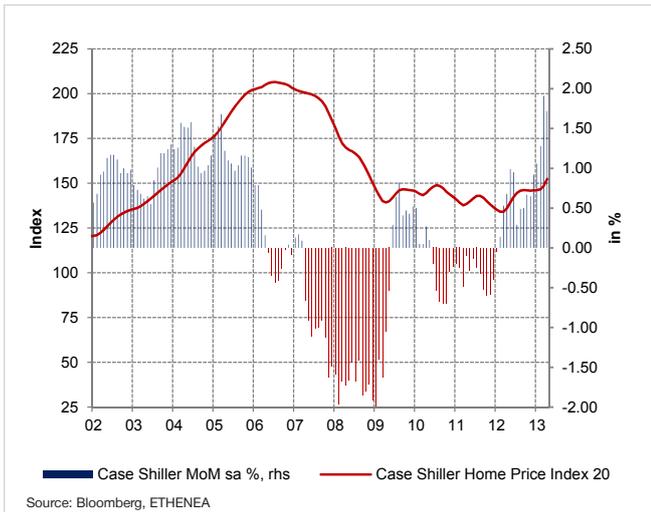
der Fed und die Rendite der jeweils aktuellen 10-jährigen Anleihe über die letzten 40 Jahre. In diesem Zeitraum kam es zu 21 Zinserhöhungszyklen, wenn man einen Zyklus so definiert, dass dieser erst dann beendet ist, wenn das erste Mal der Zinssatz gesenkt wird. Grafik 8 zeigt nun diese 21 Zyklen als Zusammenhang zwischen dem Zinsanstieg der Fed Funds und dem maximalen Zinsanstieg in den 10-jährigen Anleihen. Auch wenn die Variation sehr breit scheint, lässt sich eine Gerade durch die Punktwolke generieren, die suggeriert, dass ein Zinsanstieg von ungefähr 200 Basispunkten in den Fed Funds mit einem Zinsanstieg von 100 Basispunkten im 10-jährigen Zins einhergeht. Wenn man nun weiter einen symmetrischen Zusammenhang unterstellt, dann könnte man ohne Probleme argumentieren, dass der Anstieg der 10-jährigen Rendite von 100 Basispunkten in etwa einer Geldmarkt-Restriktion durch die Fed von 200 Basispunkten entspricht. Viel „wenn“ und „könnte“, aber ich möchte lediglich zum Nachdenken anregen.



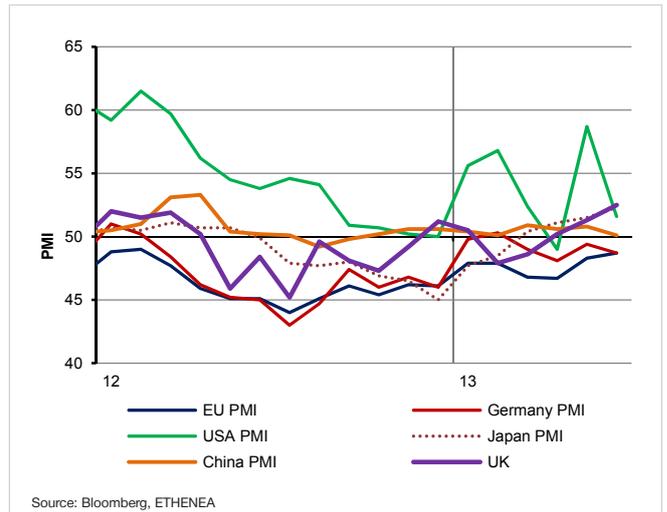
Grafik 7: Verlauf der Rendite der 10-jährigen Anleihen der USA und des Fed Funds-Zielzinses \*



Grafik 8: Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Zinsanhebung in den Fed Funds und dem maximalen Zinsanstieg in den 10-jährigen Anleihen der USA \*



Grafik 9: Case Shiller-Immobilienpreis-Index und monatliche Änderungsrate \*



Grafik 10: Einkaufsmanagerindizes verschiedener Staaten \*

Obwohl sich der US-amerikanische Immobilienmarkt seit Anfang 2012 nicht nur gefangen zu haben scheint (siehe Grafik 9), sondern stetiges Preiswachstum aufweist, bleibt die Abhängigkeit dieses Segments gerade von den langfristigen Zinsen erwähnenswert. Nicht umsonst kauft die Fed monatlich 40 Milliarden USD von Hypothekenanleihen. Ob der Markt trotz des jüngsten Zinsanstiegs weiterhin robust wächst, sollte man genau beobachten. Der letzte Wert des US-Einkaufsmanagerindex, der am letzten Handelstag

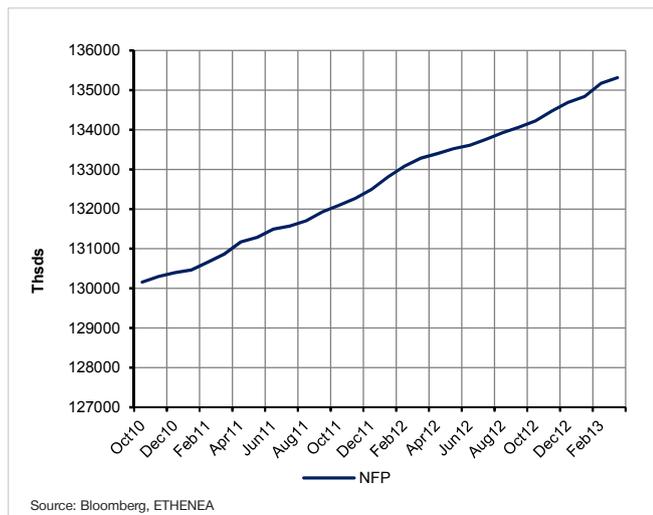
im Juni veröffentlicht wurde, deutet nicht auf ein solides Wirtschaftswachstum hin (siehe Grafik 10).

Zu guter Letzt noch ein Blick auf die allgegenwärtigen Arbeitsmarktzahlen: Grafik 11 zeigt die Entwicklung der Erwerbstätigenzahl außerhalb des Agrarsektors (Nonfarm Payrolls). Es zeigt sich, dass in den letzten knapp drei Jahren offenbar fünf Millionen Jobs kreiert wurden. Ein deutlicher Erfolg. Oder?

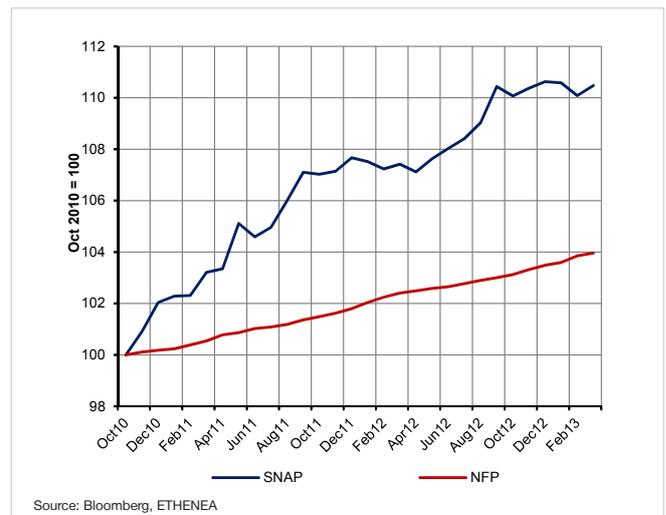
Grafik 12 zeigt die relative Entwicklung der Nonfarm Payrolls und die Zunahme der Bezieher vom sogenannten SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program), dem ehemaligen Food Stamp- oder Essensmarken-Programm. Während die Payrolls um 4% stiegen, verzeichnete SNAP einen Anstieg von über 10%. Das legt den Schluss nahe, dass viele der fünf Millionen neuen Jobs möglicherweise keine solchen sind, die eine Familie ernähren können, sodass staatliche Ernährungshilfe in Anspruch genommen werden muss.

Die absoluten Zahlen wirken noch erschreckender. Per März 2013 waren fast 48 Millionen US-Amerikaner Bezieher von SNAP, das entspricht 15% der Gesamtbevölkerung. Nur zum Vergleich: Laut eigener Recherchen sind in Deutschland „lediglich“ 7,7% der Bevölkerung Bezieher von Hartz IV-Leistungen.

Diese Daten sollen deutlich machen, dass der amerikanische Aufschwung (bisher) vielleicht nicht auf ganz so solidem



Source: Bloomberg, ETHENEA  
 Grafik 11: Entwicklung der Nonfarm Payrolls in den USA, also der Anzahl der Beschäftigten außerhalb des Agrarsektors \*



Source: Bloomberg, ETHENEA  
 Grafik 12: Relative Änderung der Nonfarm Payrolls und der Bezugspersonen von SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program), vormals „Essensmarken“ \*

Fundament steht, wie einige Zahlen vermuten lassen. Wir erwarten daher auch nicht, dass wir bereits die oft zitierte „Zinswende“ gesehen haben, sondern, dass wir uns weiterhin in einem Niedrigzinsumfeld bewegen. Die beobachtete Volatilität wird uns sicherlich in der nächsten Zeit erhalten bleiben, da die Unsicherheit nicht weicht. Die nächsten harten Wirtschaftsdaten werden von vielen genau beachtet

und möglicherweise überanalysiert werden, mit den entsprechenden Konsequenzen für die Marktpreise.

Es ist sicherlich die richtige Zeit, Risiken in den Portfolien zu reduzieren – ohne ganz auf sie verzichten zu können, da risikofreie Erträge auch heutzutage extrem selten anzutreffen sind.

## Positionierung der Fonds

### Ethna-AKTIV E

Im Umfeld der steigenden Zinsen wurde durch den Verkauf von Zins-Futures auf Bunds sowie 10-jährige Treasuries die Duration signifikant verkürzt. Per Monatsultimo betrug die Modified Duration noch 3,02, allerdings war sie während des abgelaufenen Monats zeitweise noch erheblich kürzer. Risikopositionen wurden zum Teil veräußert. Nachdem das Zinsumfeld sich gegen Ende Juni stabilisiert hatte, kauften wir Anleihen guter bis sehr guter Emittenten, speziell im USD-Bereich, um von der von uns erwarteten Einengung der USD-Zinsen und EUR-Zinsen zu profitieren.

Auch bei den Aktieninvestitionen wurden Index-Futures zur Risikoreduktion eingesetzt. Per Monatsultimo haben wir ein Netto-Exposure von 7,28%. Das Brutto-Exposure wurde um 3,8% auf 22,1% reduziert. Im Fokus der Verkäufe standen Bankwerte aus den USA und Großbritannien. Auch das Exposure zu den zyklischen Autowerten wurde verkleinert und es wurden Gewinne realisiert. Die Aktien dieses Sektors haben in den letzten Monaten stark von steigenden Verkäufen in den USA und Asien profitiert.

### Ethna-GLOBAL Defensiv

Analog zum Ethna-AKTIV E wurden auch hier die Risiken reduziert, wobei die stärkere Gewichtung von Schwellenländern im Bond-Portfolio zu höheren Kurskorrekturen führte.

Die breitere Streuung der Investitionen hatte im abgelaufenen Monat einen eher negativen Effekt auf die Erträge. Per Monatsultimo verzeichnet der Ethna-GLOBAL Defensiv eine Modified Duration von 2,23 und ein Netto-Aktien-Exposure von 0,57%. Das Brutto-Aktien-Exposure wurde ebenfalls verkleinert, und zwar um weitere 1,4%. Wie im Ethna-AKTIV E lag der Fokus der Verkäufe auf Banken aus Großbritannien und den USA. Zusätzlich wurden europäische Versicherungswerte reduziert.

### Ethna-GLOBAL Dynamisch

Um dem volatileren Umfeld an den Kapitalmärkten Rechnung zu tragen, wurde das Brutto-Aktien-Exposure um 7% auf 56,8% verkleinert (Netto-Aktien-Exposure: 27,96%). Banken und Autowerte wurden reduziert. Speziell die Aktien von US-Automobilherstellern haben sich in den letzten drei Monaten sehr gut entwickelt. Die Verkaufszahlen in den USA waren während der ersten Jahreshälfte sehr positiv und die Absätze liegen nur wenig unter den Verkäufen von 2007. Aktien von Pharmaunternehmen und Konsumgüterherstellern wurden hinzugekauft. Die hohen Margen, stabilen Cashflows und verlässlichen Dividenden werden in einem unsicheren Marktumfeld besonders geschätzt. In Bezug auf das Renten-Exposure des Fonds wurden selbstverständlich ebenfalls Umschichtungen zur Risikoreduktion durchgeführt. Auch wurde die Modified Duration durch den Einsatz von Zins-Futures signifikant auf einen Wert von 1,38 reduziert.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	95	1.3005	1.2305	0.8565	129.17	1.42588	7.9221	1.36906	2.5116	7.9832
-1m	-0.3%	-0.3%	-1.2%	-0.2%	-1.9%	5.6%	4.2%	1.8%	2.7%	-0.3%
ytd	3.8%	-1.5%	1.9%	5.4%	13.0%	12.2%	8.0%	4.3%	6.6%	-2.8%

Germany Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.188	0.735	1.728	154	119	475	167	251
-1m	11	22	21	11	18	65	22	45
ytd	20	44	41	21	1	-7	26	16

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	76	72	-88	62	43	39	222	304	472	925	238
-1m	59	45	-61	59	41	34	202	285	401	757	209
ytd	44	51	-53	68	43	18	249	395	570	1,058	689

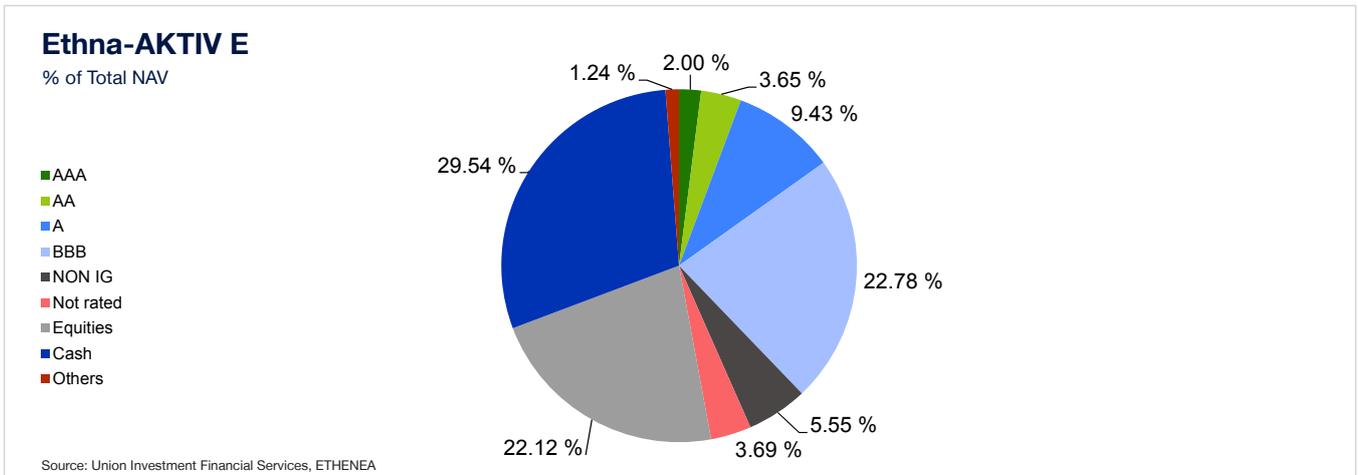
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	7,959.22	14,909.6	2,602.59	3,738.91	6,215.47	13,677.32	1,979.206
-1m	-5.2%	-2.7%	-7.0%	-6.4%	-6.6%	0.6%	-14.6%
ytd	4.6%	13.8%	-1.3%	2.7%	5.4%	31.6%	-12.8%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	15.1	14.5	16.5	15.6	16.0	25.3	10.7
-1m	-3.5%	-2.7%	-6.8%	-6.4%	-6.7%	0.4%	-14.5%
ytd	5.5%	13.2%	4.6%	10.5%	-9.0%	20.2%	-14.4%

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

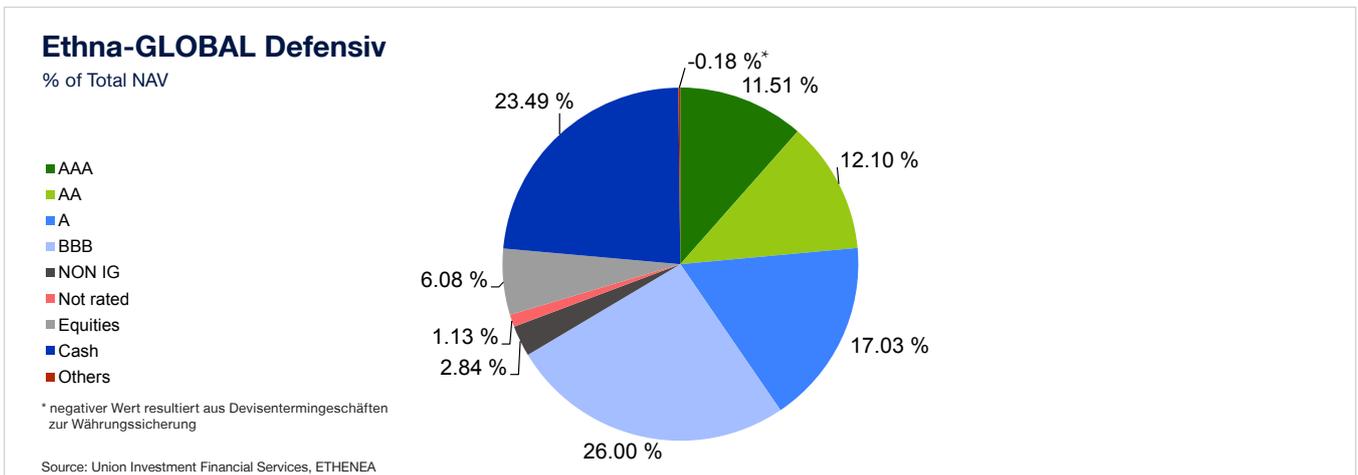
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p.a.	Rating is between	Mod-Duration	Current yield p.a.
28/06/2013	Ethna-AKTIV E	4.49%	BBB - BBB+	3.02	4.43%
28/06/2013	Ethna-GLOBAL Defensiv	3.90%	A - A	2.23	3.95%
28/06/2013	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.61%	BBB - BBB+	1.38	4.09%

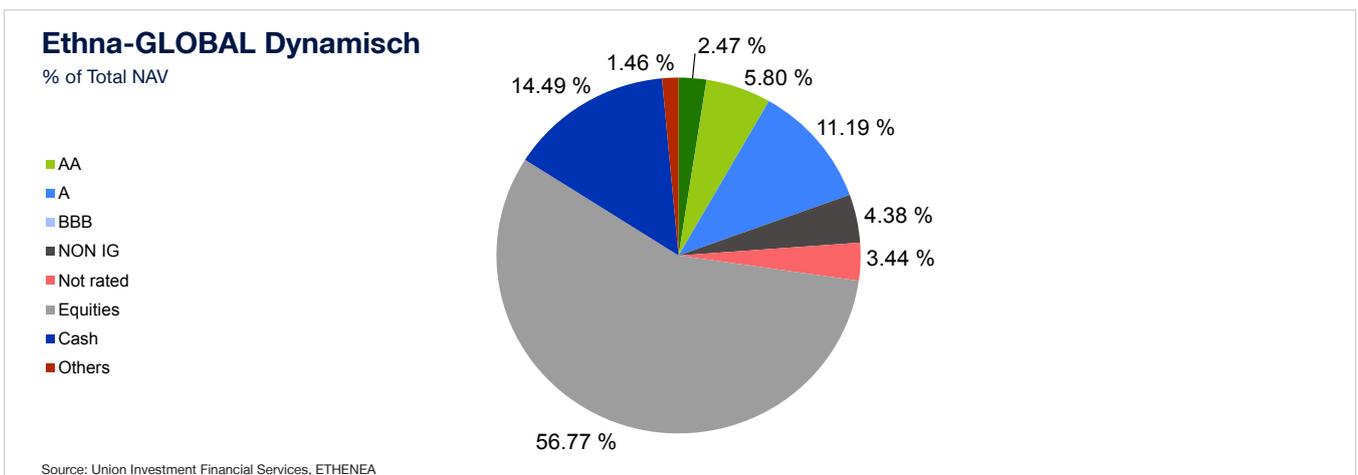
Grafik 14: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende \*



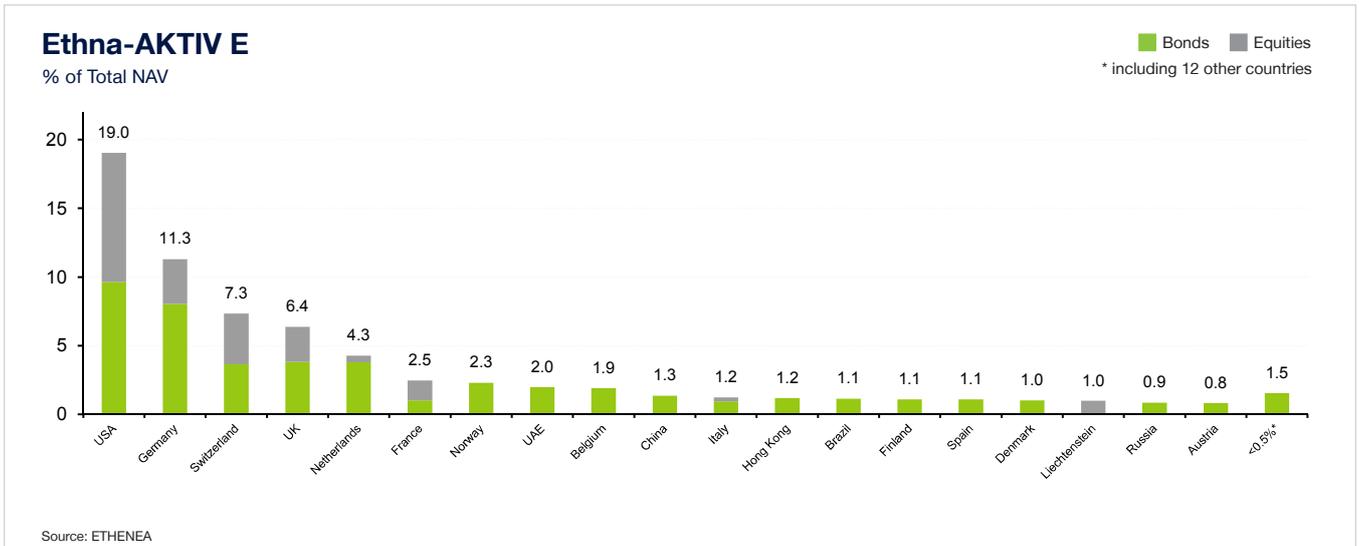
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating \*



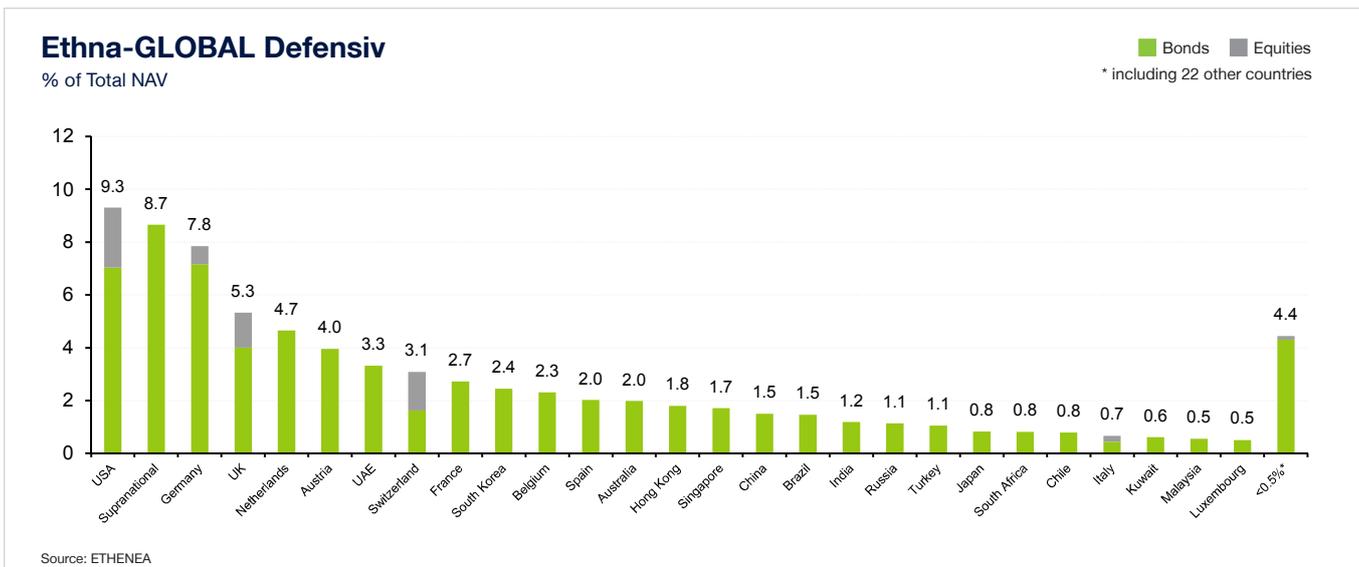
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating \*



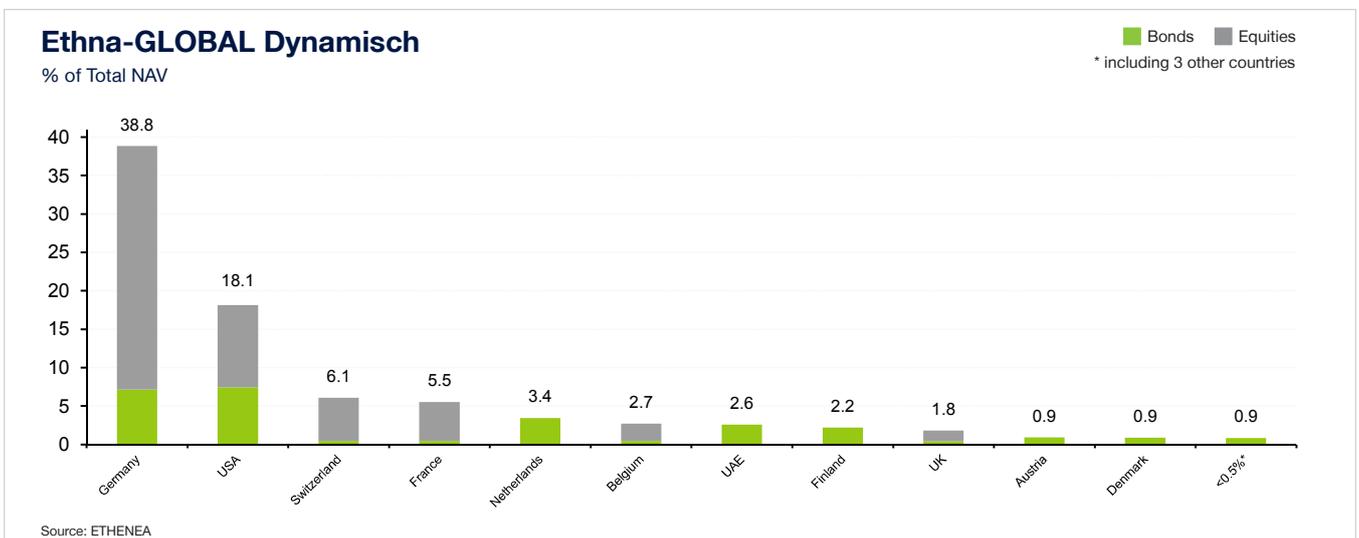
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating \*



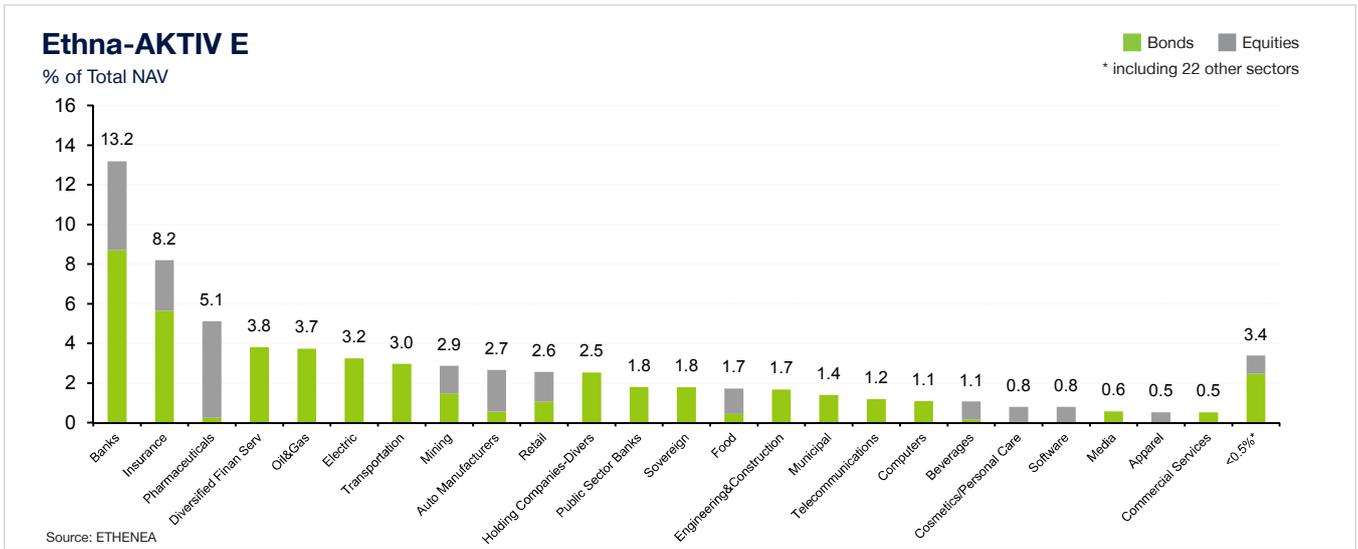
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft \*



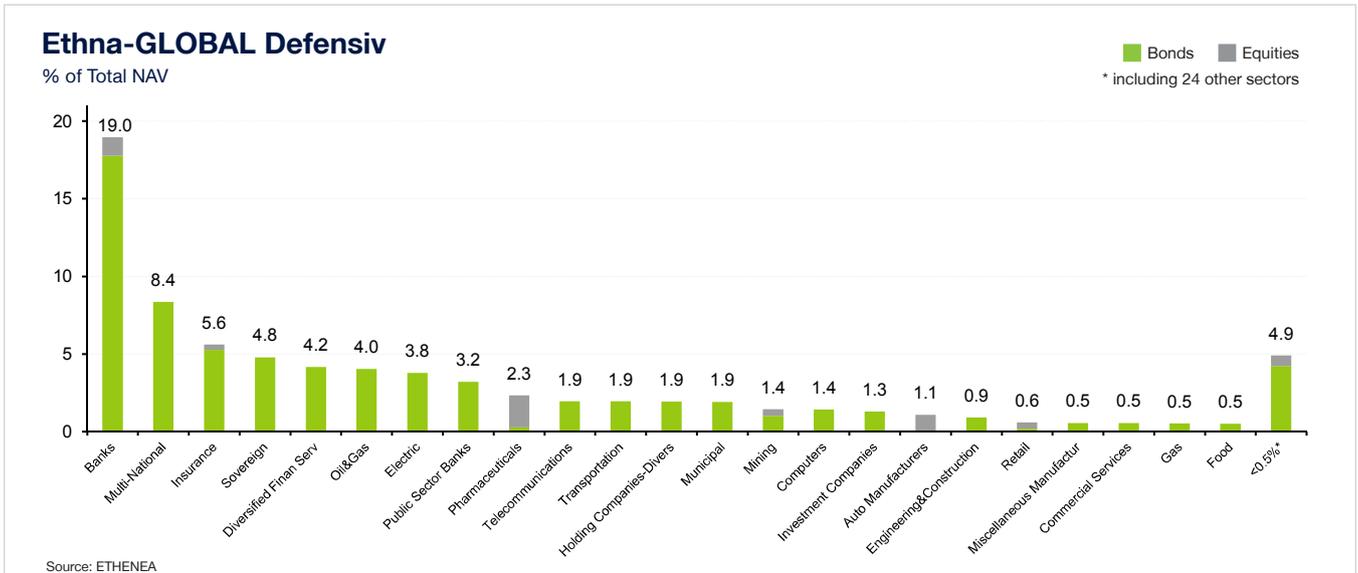
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft \*



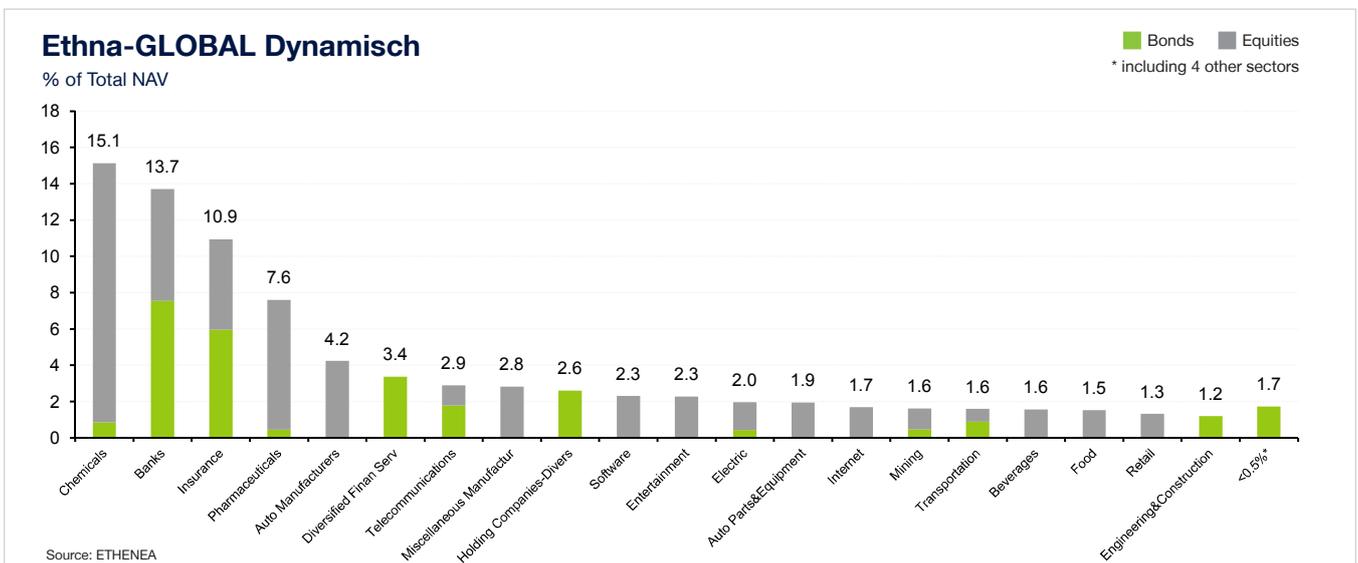
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft \*



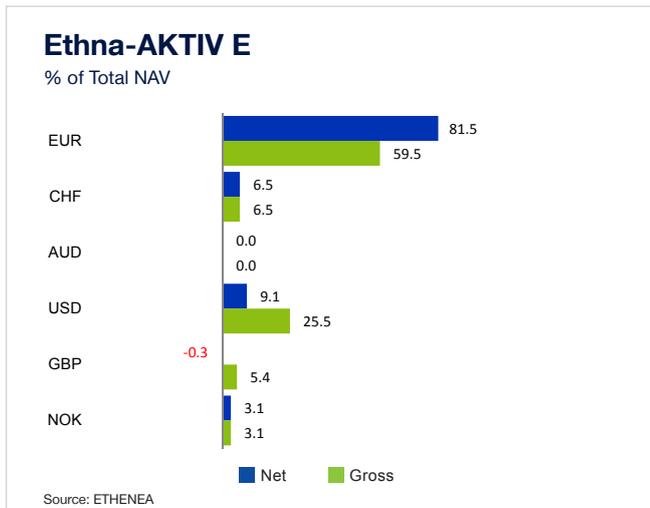
Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche \*



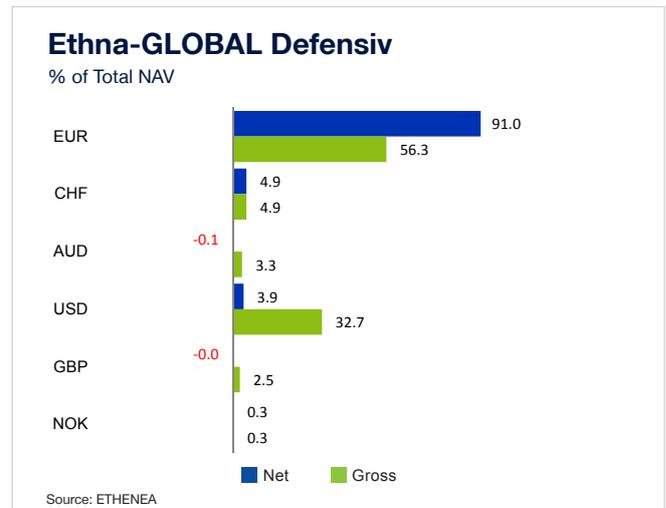
Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche \*



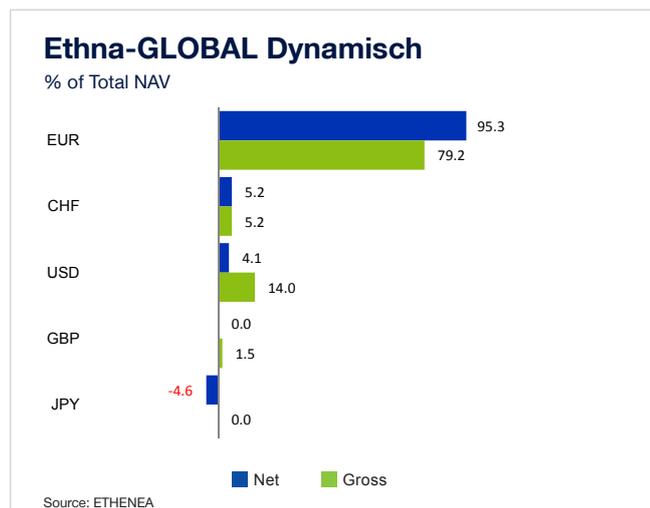
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenbranche \*



Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen \*



Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen \*



Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Währungen \*

\* Hinweis: Die Zahlenschreibweise in den Grafiken entspricht dem Englischen.

## Apropos...

### ...Arbeitsmarkt: Erst mal abwarten

Den versprochenen Exkurs zu den aktuellen Arbeitsmarktzahlen beginnen wir mit einem Fazit der vorletzten Woche: Die Fed sagt, es geht mit der Wirtschaft voran – was die Märkte dazu veranlasst, zu fallen. Diese Reaktion geht sicherlich zurück auf Ben Bernankes Kommentar, dass der Gelddruck bis zum Jahresende stark eingeschränkt werden könnte, falls die US-Wirtschaft weiterhin zulegt.

Erinnern wir uns: Kürzlich wurden die Vorhersagen der Fed für das US-Wirtschaftswachstum 2013 von 2,3-2,8% auf 2,3-2,6% nach unten korrigiert. Das Gleiche gilt für die am Jahresende zu erwartende Arbeitslosenquote, deren Prognose von 7,3-7,5% auf 7,2-7,3% nach unten revidiert wurde. Die Schätzung der Arbeitslosenzahlen für Ende 2014 liegt jetzt bei 6,5-6,8% – was bedeutet, dass bis Mitte nächsten Jahres die 7%-Marke unterschritten wäre.

Um die Bedeutung dieser Zahlen nachvollziehen zu können, legen wir einen kurzen Auffrischkurs beim Bureau of Labor Statistics (BLS) ein. Das Bureau, dessen Hauptaufgabe die Erstellung von Arbeitsmarktstatistiken ist, berechnet zuerst die Zahlen für die zivile nicht-institutionelle Bevölkerung, betreffend alle in den USA Wohnhaften über 16 Jahre (Inhaftierte und Militärdienstleistende ausgeschlossen). Innerhalb dieser Bevölkerungsgruppe unterscheidet das BLS zwischen der zivilen Arbeiterschaft – also Personen, die arbeiten oder aktiv nach Jobs suchen – und dem Rest. Sogenannte Entmutigte Erwerbslose (die mittlerweile aufgehört haben, nach Arbeit zu suchen) werden hierbei nicht erfasst. Um die Arbeitslosenquote zu ermitteln, schätzt das BLS die Zahl der momentan nicht beschäftigten Personen im arbeitsfähigen Alter und teilt diese anschließend durch die Gesamtzahl der Erwerbstätigen.

Das sieht dann so aus: Anfang 2008 schätzte das BLS die Zahl der Erwerbstätigen auf rund 154,1 Mio., während die aktuelle Zahl bei 155,7 Mio. liegt. Insgesamt arbeiten also mehr Menschen oder suchen aktiv nach Jobs – theoretisch ein gutes Zeichen. Allerdings ist gleichzeitig die zivile nicht-institutionelle Bevölkerung von 232,6 Mio. Anfang 2008 auf 245,4 Mio. (Stand letzter Mai) angewachsen. Diese Zahl steigt tatsächlich jeden Monat, weshalb das Bevölkerungswachstum auch den Hauptfaktor für den Zuwachs an Erwerbstätigen darstellt. 2012 stieg das Bevölkerungswachstum um monatlich durchschnittlich 0,13% an, während es dieses Jahr bei 0,083% liegt. Alles in allem hat die zivile Arbeiterschaft

im Jahr 2008 rund 1,6 Mio. Erwerbstätige hinzugewonnen, während es aktuell 12,7 Mio. sind. Die sogenannte Erwerbsbeteiligungsrates ist somit von 66,2% auf 63,4% gefallen – ein Niveau, das, nebenbei gesagt, zum letzten Mal 1978 erreicht wurde.

Wir können glücklicherweise demnach ungefähr einschätzen, wie viele Arbeitsplätze monatlich geschaffen werden müssten, damit die Arbeitslosenzahl innerhalb der nächsten zwölf Monate von 7,6% auf 7,0% fällt. Angenommen, die Erwerbsbeteiligungsrates bliebe bei 63,4% und der monatliche Durchschnitt des Bevölkerungswachstums läge bei 0,077% (wie im letzten Monat), würden wir pro Monat 166.800 neue Erwerbstätige verzeichnen.

Ein Rückgang der Arbeitslosigkeit ermutigt allerdings üblicherweise die Menschen, die derzeit nicht erwerbstätig sind, die Suche nach einem Job wiederaufzunehmen. Daher ist die Annahme einer Erwerbsbeteiligung von 63,4% vielleicht etwas pessimistisch. Würde man diese Zahl auf beherzte 63,7% anheben, wie zuletzt im Juli 2012, führte das zu einem Arbeitnehmeranstieg von 221.000. Ein Rückgang der Arbeitslosenrate auf 7,3% am Jahresende, bei gleichbleibenden Niveaus von Bevölkerungswachstum und Erwerbsbeteiligung, würde wiederum einen Stellenzuwachs von 152.500 pro Monat bedeuten. Werden nicht allzu viele Menschen von der Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft ermutigt und läge die Beteiligungsrates bei 63,5%, entstünden damit 188.400 neue Jobs pro Monat.

Zum Vergleich: In den vergangenen zwölf Monaten betrug das durchschnittliche Beschäftigtenwachstum (Landwirtschaft ausgenommen) 176.300 pro Monat. Im Mai 2013 lag es mit 175.000 bereits unter diesem Durchschnitt. Die Schätzungen für Juni liegen mit 169.000 derzeit noch tiefer, Änderungen selbstverständlich vorbehalten. Auch hat es die Erwerbstätigenkomponente der optimistischen Philly Fed-Zahlen von vorletztem Donnerstag nicht zurück in positive Gefilde geschafft. Die NY Empire-Umfrage zeigte zudem eine Verschlechterung des Arbeitsmarktes mit einem rückläufigen Index der Arbeitnehmerzahlen auf null und einem um zehn Punkte auf -11,3 zurückgehenden Index betreffend die durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit.

Wir überlassen es unseren Lesern, ihre eigenen Schlüsse zu ziehen – was uns allerdings betrifft, können wir es kaum erwarten, zu sehen, wie sich die Zahlen entwickeln. Vielleicht wird dieser Sommer dann trotz allem doch noch ein heißer!



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds



Das Fondsmanagement:

Guido Barthels (Autor)  
Luca Pesarini  
Arnoldo Valsangiacomo

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@ethenea.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, 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, 28.06.2013.