MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com

www.ethenea.com

High Noon



Die echten Cineasten unter den Lesern werden aufgrund dieser Überschrift sofort Assoziationen mit dem Western-Genre haben, an Grace Kelly und Gary Cooper denken. Im deutschsprachigen Raum unter Zwölf Uhr mittags bekannt, ist der Film ein echter Klassiker. Gut gegen Böse. Allerdings wäre er bei den Kritikern nicht so hoch angesehen, wenn die Story flach wäre. Sehr kurz zusammengefasst, geht es darum, dass der Marshall einer Kleinstadt um zwölf Uhr mittags Besuch von einem gefährlichen Killer bekommen wird. Als er bei seinen vermeintlichen Freunden um Hilfe bittet, lassen ihn alle im Stich. Letztendlich geht es natürlich gut aus: Der Marshall erschießt die Bösen, aber als die Bewohner der Stadt ihn als Helden feiern wollen, verlässt er sie. Wer mehr wissen möchte, kann sich Online-Zusammenfassungen widmen, oder, was viel mehr Spaß macht, sich den Film selbst ansehen.

Was aber hat nun der Filmschauspieler Gary Cooper mit dem Kapitalmarkt zu schaffen?

Wenn wir Gary Cooper mit Griechenland gleichsetzen und zwölf Uhr mittags mit dem 22. September, dann werden die Assoziationen klarer. Die aktuelle Diskussion über weitere Griechenland-Hilfen ist zu einem deutschen Wahlkampfthema geworden, wobei die Positionen der Parteien nicht ganz deutlich sind – abgesehen die der Alternative für Deutschland. Das Fernsehduell vom 1. September von Kanzlerin Merkel und ihrem Herausforderer Steinbrück, der ja schon mal die Kavallerie zumindest in die Schweiz schicken wollte, hätte eigentlich auch das Zeug dazu gehabt, Spannungen wie bei einem Revolverduell hervorzurufen. Stattdessen war es in langen Partien so aufregend, wie Farbe beim Trocknen zu beobachten. Nicht nur der Überra-



schungssieger des Abends Stefan Raab stellte sich daher die Frage, ob dort vielleicht schon die Neuauflage der Großen Koalition geprobt wurde.

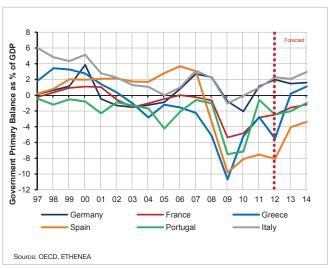
Des Weiteren bewegt sich der schon viel zu lange dauernde Syrien-Konflikt in eine neue Phase des Krieges, falls die USA einen Vergeltungsschlag ausüben werden. Zu welchem Zweck, verschließt sich dem Autor leider, zumal am letzten Augustwochenende scheinbar Informationen aufgetaucht sind, die eher die Rebellen für den Chemiewaffenangriff verantwortlich machen, statt das Assad-Regime. Präsident Obama gehen außerdem die Partner aus, nachdem zuerst die Briten unter Cameron einen Rückzieher machen mussten und dann aktuell noch Zypern, das erklärte, nicht als Ausgangsbasis für etwaige Luftangriffe auf Syrien bereitzustehen. Es besteht natürlich kein Zusammenhang zu der gerade stattgefundenen Restrukturierung des 2,5 Milliarden USD-Kredits der Russen zu attraktiveren Zinsen. Dass Russland gemeinsam mit China Resolutionen des UN-Sicherheitsrats gegen Syrien blockiert und damit verhindert, dass der mögliche Angriff der USA völkerrechtlich absegnet wäre, lässt ein Quidproquo erahnen.

Es ließe sich zudem noch ein Bezug zum gegenwärtigen Status des Wirtschaftswachstums auf beiden Seiten des Atlantiks konstruieren, weil jeder Investor für sich entscheiden muss, ob wir die Zinswende bei längeren Anleihe-Laufzeiten schon im Mai 2013 gesehen haben und auch, ob wir aktuell einen temporären Höchststand bei eben jenen Renditen sehen. Quasi *High Noon* bei Renditen und Aktien – Zeit für Entscheidungen.

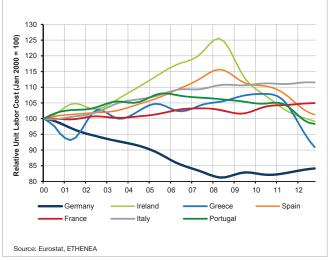
Wie Sie sehen, ist Gary Cooper also aktueller, als man denkt.

Aber nun zu Griechenland. Während die Oppositionspolitiker landauf und landab über Griechenland als Fass ohne Boden lamentieren, sieht die Realität ganz anders aus. Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Primärdefizite/-überschüsse verschiedener Staaten, darunter auch Griechenland. Zur Erinnerung: Der Primärsaldo ist der Budgetsaldo ohne Zinszahlungen. Man zieht diesen heran, um festzustellen, ob sich eine Volkswirtschaft auf einem soliden Finanzierungspfad bewegt. So zeigt Grafik 1, dass Italien in den letzten 15 Jahren, ohne Zinszahlungen auf seine Schulden einzubeziehen, hinsichtlich seiner Wertschöpfung wesentlich mehr einnimmt, als es ausgibt. Von einem Über-die-Verhältnisse-Leben kann hier also nicht die Rede sein. Ein anderes Beispiel ist Deutschland, wo der konjunkturelle Zyklus direkt am Primärsaldo abgelesen werden kann – lehrbuchmäßiges antizyklisches Verhalten. Der Verlauf des spanischen Saldos zeigt deutlich den Strukturbruch in 2007 und den mühevollen Weg zurück in Richtung Oberfläche, die aber selbst im optimistischen Fall der OECD-Prognose mit -4% im Jahr 2013 noch sehr weit entfernt ist. Ähnliches gilt für Portugal. Griechenland hat es in einer übermenschlichen Anstrengung geschafft, den Primärsaldo von fast -11% in 2009 auf knapp über 0% Ende 2013 zu verbessern, und das in einer Zeit des fallenden Bruttoinlandsprodukts. Chapeau!

Damit wären wir beim letzten (im doppelten Sinne des Wortes) Kandidaten in diesem Sextett, Frankreich. Seit 2002 hat Frankreich über seine Verhältnisse gelebt und regelmäßig ein Primärdefizit vollbracht. Kein Ausdruck von soliden Staatsfinanzen oder massiven Sparbemühungen. Für weitere Ausführungen hierzu verweise ich auf unseren Marktkommentar vom Dezember 2012 mit dem Titel *Tout vient à point à qui sait attendre*, der nichts an Aktualität verloren hat.



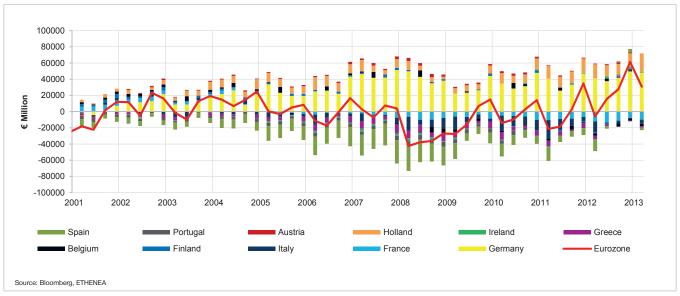
Grafik 1: Verlauf der Primärsalden im Verhältnis zum BIP *



Grafik 2: Entwicklung der relativen Lohnstückkosten *

Grafik 2 offenbart, dass sich Griechenland auch, was die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Volkswirtschaften angeht, als Gewinner herausstellt. Nur äußerst drakonische Maßnahmen konnten zu einem derartigen Erfolg beim Umbau der Wirtschaft verhelfen. Auch hier lässt sich feststellen, dass nicht etwa in Griechenland der Schlendrian herrscht, sondern eher in Ländern wie Frankreich und Italien, wo keine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit festzustellen ist.

Die Leistungsbilanzsalden (Grafik 3) sind zudem ein Ausdruck der Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Auch hier hat Griechenland gezeigt, dass es seit der Krise konstant und mit Erfolg an einer Verringerung des Defizits arbeitet. Eben solches kann man von Spanien und Italien behaupten. Lediglich Frankreich lässt keine Veränderung erkennen und fährt seit 2005 ein Leistungsbilanzdefizit auf Quartalsbasis nach dem anderen ein.



Grafik 3: Entwicklung der Leistungsbilanzsalden *

Wenn man also in diesem Kontext weitere Hilfen für Griechenland auf dem Altar des Wahlkampfes opfern würde, und sei es auch nur, um damit zu drohen, dann täte man den Griechen und der europäischen Idee Unrecht und verfiele dem Populismus. Im Gegenteil sollte man stattdessen Griechenland bei seinen Anstrengungen unterstützen und in der dortigen Volkswirtschaft investieren. Aber das gehört nicht hierher.

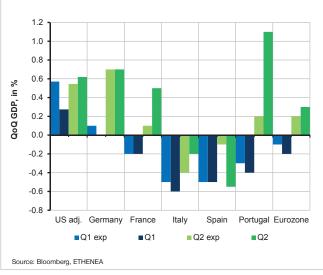
Die möglichen Auswirkungen des Syrien-Konflikts kann man kaum hypothetisch erfassen. Zu wichtig ist diese Region mit ihren Ölvorräten, auch im Zeitalter des Frackings, als dass man diesen Konflikt als unwesentlich abtun könnte. Durch die Nähe Syriens zu Israel und ihre jeweiligen Stellvertreter mit Russland und China auf der einen und den USA auf der anderen Seite, fühlt man schon fast wieder die Gänsehaut des Kalten Krieges den Nacken hochkriechen. Mögliche Eskalationsszenarien gibt es zuhauf, und keines davon hat einen guten Ausgang. Seit Jahrzehnten werden Romane geschrieben, die den Ursprung des, glücklicher-

weise sehr fiktiven, Dritten Weltkriegs in eben solch einem Lokalkonflikt sehen. Die Auswirkungen auf Investitionen jedweder Art sind höchstwahrscheinlich katastrophal – so katastrophal, dass hoffentlich die Hunde des Krieges bald eingefangen werden, weil kühlere Köpfe die Ruhe bewahren und eine andere Lösung anstreben. Wie diese allerdings geartet sein sollte, ist dem Autor ziemlich schleierhaft, zumal die jüngsten Erfahrungen auf der Arabischen Halbinsel und im Maghreb zeigen, dass nicht in jeder Kultur ein demokratischer Prozess automatisch für stabile politische und gesellschaftliche Verhältnisse sorgt. Der Westen sollte sich möglicherweise besser von diesem Gedanken befreien und die Regionen ihre eigenen Wege finden lassen.

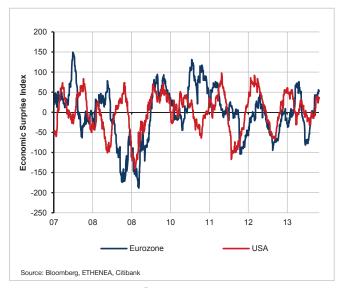
Tatsache ist, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 2013 auf beiden Seiten des Atlantiks die Erwartungen übertroffen hat (siehe Grafik 4). Gerade das Wachstum der Länder innerhalb der Eurozone hat dazu geführt, dass die längste Rezession in der, zugegebenermaßen kurzen, Geschichte der Eurozone über sechs Quartale beendet

werden konnte. Ein Blick auf Grafik 5 zeigt anhand des Citibank-Überraschungsindexes, dass hüben wie drüben seit einigen Monaten die Märkte von den Wirtschaftsdaten durchweg sehr positiv überrascht werden. Nicht ohne Grund

hat die Diskussion um ein Ende der Wertpapierkäufe der US FED, das sogenannte Tapering, Nahrung in den Wirtschaftsdaten gefunden.



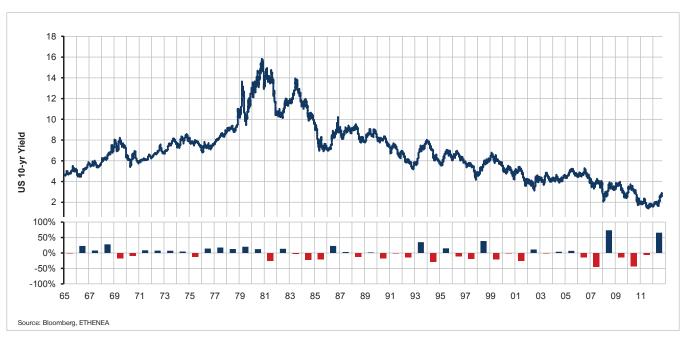
Grafik 4: Erwartungen und Ausprägungen der BIP-Quartalswachstumraten *



Grafik 5: Volkswirtschaftlicher Überraschungsindex

Nicht überraschend ist daher der Renditeanstieg der 10-jährigen US-Staatsanleihen (siehe Grafik 6), wohl aber die Dimension des Anstiegs. Prozentual betrachtet, ist der bisher in diesem Kalenderjahr beobachtete Zinsanstieg von 65%, plus 115 Basispunkte von 1,76% Rendite, der zweitstärkste Anstieg seit 48 Jahren. Während wir durchaus auch

die positiven Wirtschaftsdaten beobachten, sehen wir doch die ein oder andere dunkle Wolke am Horizont und warnen davor, zu euphorisch zur Tagesordnung überzugehen. Ein weiteres undifferenziertes Haussieren der Aktienmärkte mit einem einhergehenden weiteren Anstieg der Renditen länger laufender Anleihen ist zu erwarten.



Grafik 6: Entwicklung 10-jährigen US-Renditen seit 1965 und die jeweilige prozentuale Renditeänderung des Kalenderjahres

Bereits im letzten Marktkommentar Stille Post berichteten wir über die in unseren Augen nicht für bare Münze zu nehmende Entwicklung auf dem US-Häusermarkt. Wir stellten die These auf, dass ein nicht unerheblicher Teil der positiven Preisentwicklung nicht so sehr durch die wirtschaftliche Genesung der traditionellen Immobilienkäufer der Main Street USA entstanden ist, sondern stattdessen den Käufern der Wall Street zuzuschreiben ist. Finanzinvestoren haben allerdings ganz andere Erwartungen an die Rentabilität von Immobilien, da sie diese ja zwangläufig als Investition betrachten und nicht darin wohnen möchten. Die Wahrscheinlichkeit einer Veräußerung ist damit natürlich höher, als wenn Eigennutzer die Käufer wären. Ein Blick auf die Grafiken 6 und 7 scheint

diese These weiter zu stützen. Neue Eigenheimverkäufe sind aktuell rückläufig – was sicherlich in logischen Zusammenhang mit dem Rückgang der Hypothekenanträge zu setzen ist. Die Anzahl der gebrauchten Immobilienverkäufe hingegen ist momentan stark am Steigen. Dass Finanzinvestoren wahrscheinlich häufiger en gros Immobilien aus Zwangsversteigerungen und/oder gleich ganze Portfolien übernommen haben, ist sicherlich bekannt. Insofern steht diese Divergenz in den Grafiken 7 und 8 im Einklang mit unserer These, dass der US-Immobilienmarkt das Potential für deutliche Preisrückschläge entwickelt – die nicht notwendigerweise auch eintreten müssen, aber als besagte dunkle Wolke am Horizont der Aktienbullen und Bondbären aufgetaucht sind.



Grafik 7: Entwicklung der Anträge für Hypothekendarlehen und <u>neue</u> Eigenheimverkäufe *



Grafik 8: Entwicklung der Anträge für Hypothekendarlehen und <u>wiederholte</u> Eigenheimverkäufe *

Der kürzlich beobachtete Zinsanstieg stellt in unseren Augen zumindest ein Zwischenhoch bei der Renditeentwicklung dar. Wie schon öfters beschrieben, glauben wir weiter, dass sich der Renditeunterschied zwischen den USA und Europa zu sehr zugunsten Amerikas verschoben hat – zumal die geopolitischen Risiken aktuell gestiegen sind und damit zu einem Anstieg der Rohölpreise geführt haben, mit potentiell negativen Auswirkungen auf die Konjunktur.

Trotz bester und genauester Analyse lassen sich dennoch die momentanen Risiken nur schwer erfassen. Zuviel Politik ist im Spiel und damit im Bereich der Marktbeeinflussung, der sich nicht oder zumindest nur sehr schwer in Formeln fassen lässt.

Ein ausgewogenes Portfolio mit defensiven Aktienanteilen und einem breit gefächerten Anleiheanteil erscheint uns als das probate Mittel, um die kommenden Wochen nicht nur unbeschadet zu überstehen sondern auch einen positiven Beitrag zur Jahresperformance zu liefern.

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

Nach den volatilen Bewegungen an den Zinsmärkten aufgrund der Tapering-Diskussion - September oder doch erst Dezember? - wurden im Verlauf des Monats die Treasury-Position geschlossen und die Bund Future-Position reduziert. Dadurch stieg die Modified Duration des Fonds auf aktuell 4,18. In einem aktuellen Marktumfeld, in dem insbesondere der Syrien-Konflikt und die Entwicklung der Emerging Markets die Börsen belasten, kann das Anleiheportfolio auf diese Weise Schwankungen in anderen Segmenten besser abfedern und damit die Volatilität des Fonds auf geringem Niveau halten. Des Weiteren setzten wir unsere Strategie fort, die Zinsdiskrepanz zwischen dem EUR- und USD-Raum zu nutzen und vermehrt USD-denominierte Titel mit attraktiveren Carry-Opportunitäten zu kaufen. So stieg der Anteil an USD-denominierten Papieren um fast 2%. Gleichzeitig wurde das Währungsexposure nicht wie bisher im vollen Umfang abgesichert, wodurch ebenfalls das Währungsexposure in USD auf knapp über 12% erhöht wurde. Aktuell sehen wir die USD-Position auch als Absicherung auf der Zinsseite, wodurch die Volatilität gering gehalten wird.

Das Aktienexposure wurde leicht erhöht und weist nun per Monatsultimo ein Netto-Exposure von 21,5% auf (das Brutto-exposure wurde leicht reduziert). Im Fokus des Portfolios stehen weiterhin europäische und amerikanische Banken-und Versicherungsaktien. Ansteigende Frühindikatoren haben in diesen Sektoren zu deutlichen Kursanstiegen geführt. Das Engagement in US-Automobilherstellern wurde nach einer starken Kursperformance weiter zurückgefahren und Kursgewinne wurden realisiert. Da wir weiterhin von einem schwachen Yen überzeugt sind, wurden 1,5% des Portfolios in japanischen Aktien investiert.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Im Vergleich zum Vormonat wurde die Modified Duration des Fonds leicht verringert, auf aktuell 4,08. Analog zum Ethna-AKTIV E wurde die Zinsdiskrepanz zwischen EUR- und USD-Anleihen genutzt, um hier vermehrt Opportunitäten wahrzunehmen. So stieg der Anteil in USD-denominierten Wertpapieren um 3,4% an. Auch die Währung wurde nur teilweise abgesichert, wodurch das USD-Exposure auf aktuell 12,3% steigt. Die USD-Komponente im Portfolio dient aktuell vor allem auch als volatilitätsreduzierendes Instrument. Das durchschnittliche Rating des Fonds liegt derzeit mit A bis A+ immer noch im sehr hohen Bonitätsbereich.

Die Aktienquote wurde um weitere 1,4% abgebaut und liegt aktuell bei 3,8%. So wurden drei Positionen geschlossen, um Gewinne mitzunehmen und das Aktienportfolio der gestiegenen Unsicherheit an den Kapitalmärkten nach der *Sommerpause* anzupassen.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Das aktuelle Börsenumfeld ist gekennzeichnet von einem steigenden Ölpreis, resultierend aus einem möglichen Syrien-Krieg, steigenden Zinsen in den USA und einer Abschwächung des Wachstums in den Emerging Markets. Um die Volatilität des Fonds zu begrenzen und das Fondsvermögen zu schützen, wurde die Nettoaktienquote im August mit 34,3% zum Monatsultimo auf niedrigem Niveau gehalten. Der Fokus des Portfolios in Europa liegt zurzeit auf defensiven Titeln aus dem Nahrungsmittel- und Ölbereich. Stabile Cashflows und sichere Bilanzen dieser Unternehmen sollen dem Portfolio in dieser Marktphase Stabilität geben. In den USA liegt der Schwerpunkt auf konsumnahen Aktien, die weiterhin vom Konsumverhalten der Amerikaner profitieren.

Im Bondportfolio wurde die Position im Bund Future nach der jüngsten Zinsentwicklung geschlossen und damit die Modified Duration von 1,38 auf 4,77 erhöht. Sollte der Konflikt in Syrien sich weiter verschärfen oder aber sollten die Probleme in den Emerging Markets anhalten, kann somit das Bondportfolio Schwankungen im Aktienbereich besser abfedern und dadurch die Volatilität des Fonds gering gehalten werden.

Currency											
	TW €	€\$	€ CHF	€£	€ JPY	€ AUD	€NOK	€CAD	€TRY	€ CNH	
Last	96.21	1.3204	1.23399	0.85856	131.92	1.48106	8.0754	1.40528	2.6674	8.1734	
-1m	0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	0.1%	3.0%	2.9%	3.3%	4.5%	0.7%	
ytd	5.2%	0.1%	2.2%	5.1%	18.0%	16.5%	9.4%	7.4%	12.8%	-0.4%	

German	ny Gvmt			ITRAXX 5y				
	2y	5у	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.238	0.819	1.856	162	107	434	144	225
-1m	9	17	19	10	7	30	9	8
ytd	25	52	54	29	-10	-48	21	-10

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	93	92	-114	62	44	43	195	268	488	844	233
-1m	91	69	-87	56	41	38	214	298	472	839	223
ytd	44	51	-53	68	43	18	249	395	570	1058	689

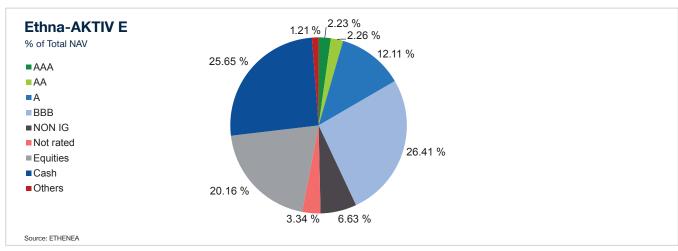
Equities	S						
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	8435.15	14810.31	2721.37	3933.78	6412.93	13388.86	2098.382
-1m	1.6%	-4.4%	-1.7%	-1.5%	-3.1%	-2.0%	5.2%
ytd	10.5%	13.0%	3.2%	8.0%	8.7%	28.8%	-7.5%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	14.5	14.2	16.2	16.8	18.9	22.2	11.0
-1m	1.6%	-4.6%	-1.7%	-1.4%	-3.2%	-2.0%	5.1%
ytd	-0.3%	11.4%	7.3%	22.3%	8.3%	5.8%	-11.7%

 $\textit{Grafik 9: } \textit{Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegen \"{u}ber \textit{Vormonat und Vorjahr (Monatsende)}} ~^{\star} \\$

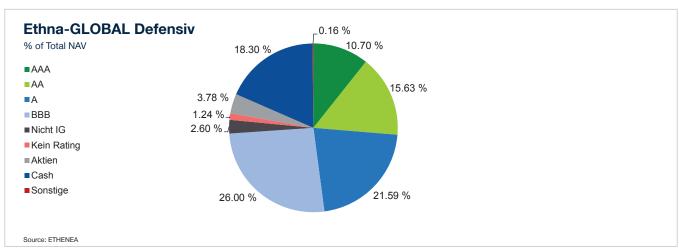
Weitere Detailinformationen finden Sie unter diesem Link.

Date	Fund	Yield p.a.		ting is	Mod. duration	Current yield p.a.	Mod. duration -bonds only-
30.08.13	Ethna-AKTIV E	4.69%	BBB	BBB+	4.18	4.50%	6.04
30.08.13	Ethna-GLOBAL Defensiv	4.06%	A	A+	4.08	4.01%	5.87
30.08.13	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.61%	BBB	BBB+	4.77	4.11%	4.77

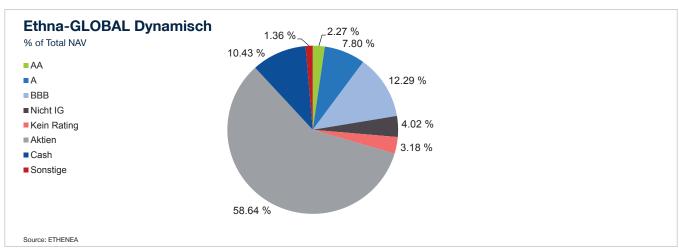
Grafik 10: Kennzahlen der Ethna Funds zum Monatsende *



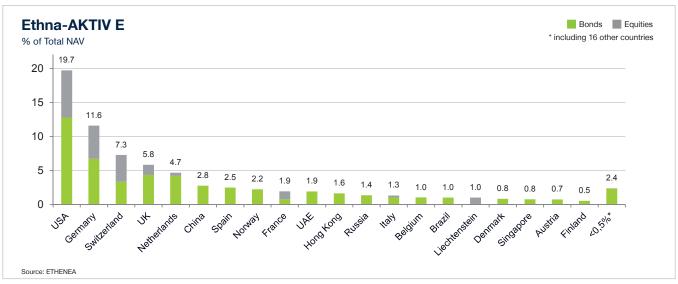
Grafik 11: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Emittenten-Rating *



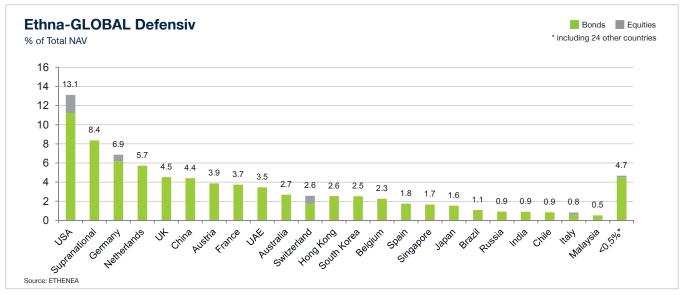
Grafik 12: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Emittenten-Rating *



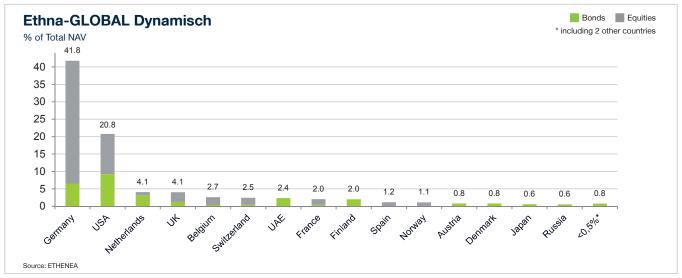
Grafik 13: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating *



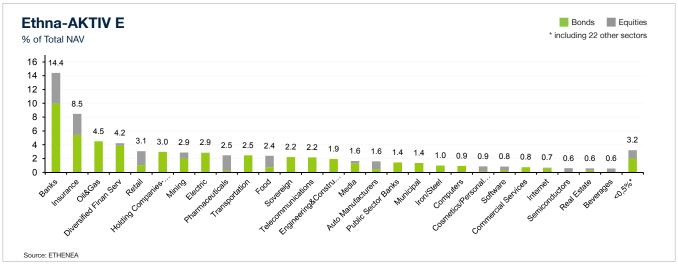
Grafik 14: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Herkunft *



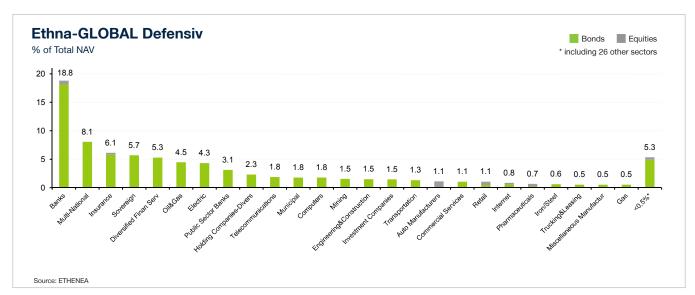
Grafik 15: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft *



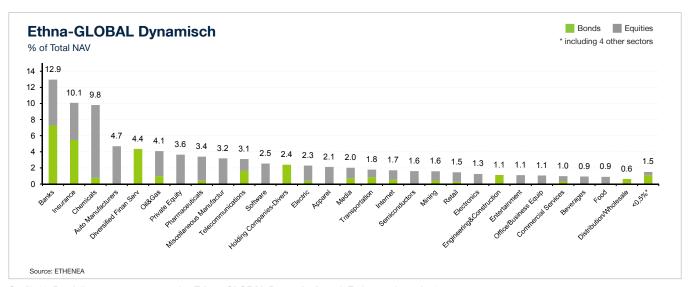
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft *



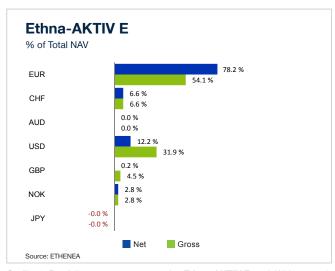
Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche *



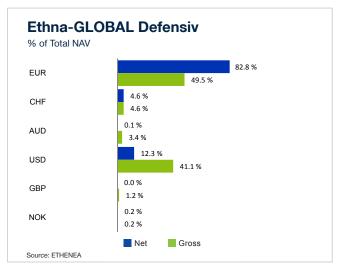
Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Emittentenbranche *



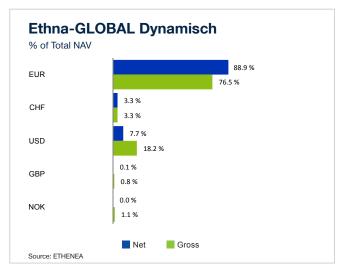
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Emittentenbranche *



Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen *



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen *



Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen *

^{*} Hinweis: Die Zahlenschreibweise in den Grafiken entspricht der englischen Schreibweise.





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







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, 30.08.2013.