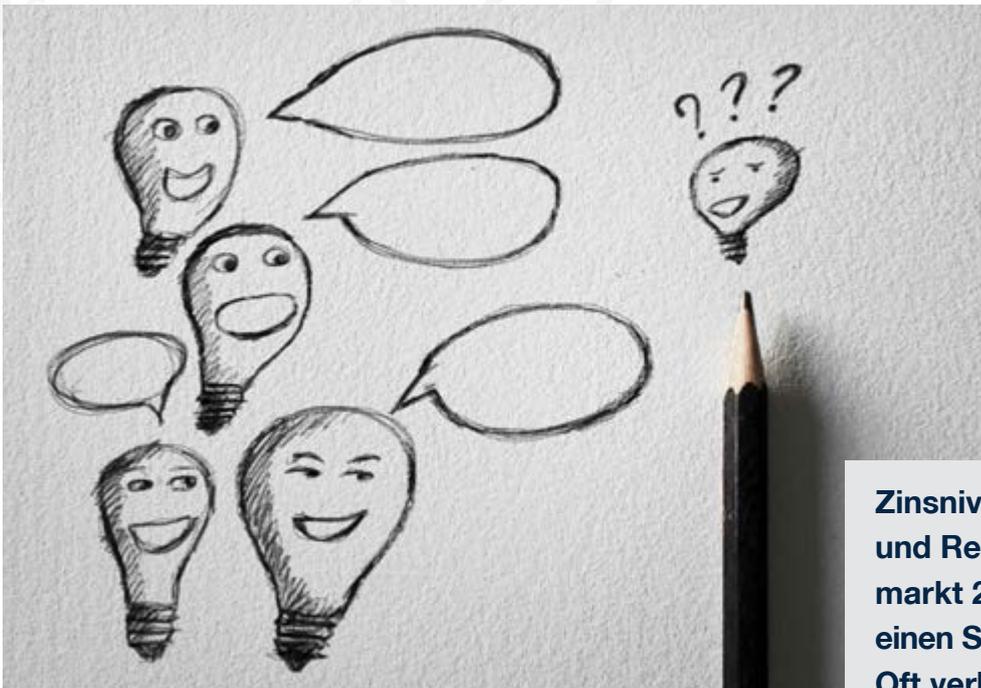


MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

„Im Anfang war das Wort...“¹



Zinsniveaus, Wechselkurse und Renditen: Der Kapitalmarkt 2014 ist eingehüllt in einen Schleier von Prognosen. Oft verbergen sich dahinter schlichtweg voreilige Schlüsse.

Wir möchten an dieser Stelle zuallererst unseren Lesern und Anlegern für das in uns gesetzte Vertrauen danken und würden uns freuen, wenn Sie uns auch weiterhin wohlgesonnen bleiben sowie aktiv mit Fragen und Anregungen unterstützen.

„Im Anfang war das Wort...“ – eine göttliche Gegebenheit sollte man Finanzmeinungen nicht zukommen lassen. Für uns bedeutet dieser Ausspruch im nichtbiblischen Sinne heute, dass wir uns selbst häufig vorschnell an die vorderste Stelle der Situationsanalyse stellen, noch bevor wir wirklich verlässliche Prognosen für 2014 liefern können. Die Erfahrung zeigt, dass man schnell dazu neigt, voreilige Schlüsse zu ziehen, die manchmal auch korrekt sind (dann nennt man sie Instinkt oder Fingerspitzengefühl). Allerdings können sie ebenso oft falsch sein, was im Nachhinein fehlenden Informationen zugeschrieben wird. Bei Kapitalmarktentscheidungen hingegen ist fehlende Information, allein schon aufgrund der Komplexität der Zusammenhänge, eher die Regel. Letztendlich wird man nicht darum herum kommen, Entscheidungen

zu treffen, auch wenn die zugrundeliegenden Informationen offensichtlich mangelhaft sind. An dieser Stelle wird die Gleichung für den Kapitalmarkterfolg um den Faktor Disziplin ergänzt.

Es gilt, Investitionsfehler zeitig zu erkennen und zu korrigieren, was jedoch nicht immer leicht fällt. Selbst professionelle Investoren leiden gelegentlich unter dem sehr menschlichen emotionalen Versagen des Leugnens, ehe sie Anlagekorrekturen implementieren. Gerne erliegen wir der Versuchung, mit Hilfe von Grafiken die Vergangenheit in die Zukunft zu extrapolieren. In liquiden, effizienten Märkten funktioniert das sogar zum großen Teil, wie es uns die gesamte Zunft der Chartanalysen zeigt: *Self-fulfilling prophecies*² nennt man dieses Phänomen. Für komplexere Märkte und Zusammen-

¹ Evangelium nach Johannes, Prolog

² Frei übersetzt: (sich) selbst erfüllende Prophezeiungen. Definieren könnte man dieses Phänomen folgendermaßen: Aufgrund des eigenen Verhaltens erfüllt sich eine Erwartungshaltung (Prophezeiung) in Bezug auf das Verhalten einer anderen Person bzw. auf das Eintreffen gewisser Umstände.

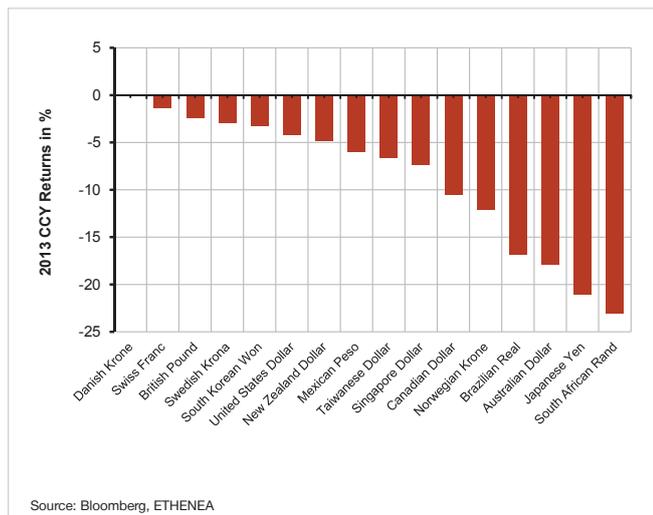


hänge funktioniert diese Technik allerdings nicht, da die Komplexität verhindert, dass genügend Marktteilnehmer dieselbe Information nutzen, um ihre jeweiligen Anlageentscheidungen zu treffen. Was etwa bei der Entscheidung, den US-Dollar zu kaufen bzw. zu verkaufen, hilfreich ist, versagt völlig bei der Entscheidung, ob man in die Kreditmärkte investieren soll – allein schon wegen der Dimensionalität der Problemstellung.

Bevor wir mit der Analyse beginnen, lassen Sie uns einen Blick auf das hinter uns liegende Jahr 2013 werfen. Der eine oder andere Leser wird dem Autor sicherlich zustimmen, dass es mal wieder ein sehr schwieriges Jahr war. Allerdings zeigt die Erfahrung, dass man das quasi von jedem vergangenen Jahr behauptet.

Wenn man es kurz und bündig zusammenfassen möchte, war 2013 das Jahr des Euros und der Aktie.

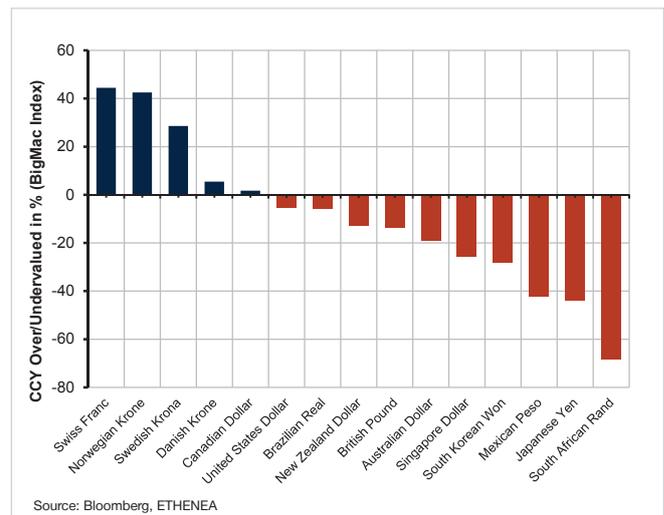
Grafik 1 zeigt die Erträge verschiedener Währungen gegenüber dem Euro in 2013. Wenn man einmal von der äußerst niedrigen 0,08%-Performance der Dänenkrone absieht, haben hierbei alle Währungen signifikant an Wert verloren. Ein gewaltiger Unterschied zu 2012, wo alle Welt von einem Zerfall des Euros ausging. Wie der Phönix aus der Asche steht er nun da und hat selbst gegenüber der Weltwährung US-Dollar mehr als 4% gewonnen. *Well done, Mario Draghi!*



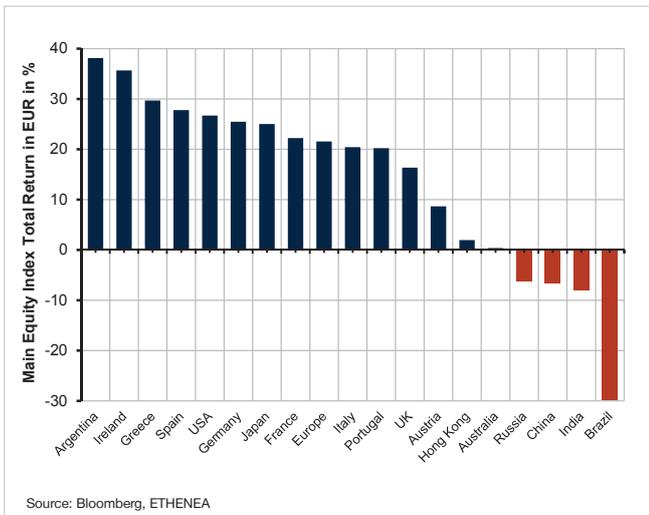
Grafik 1: Währungserträge gegenüber dem Euro in 2013

Für EUR-basierte Anleger wie zum Beispiel ETHENEA hatte dies natürlich zu Folge, dass eigentlich alle Diversifikationsversuche, aus dem Euro in andere Währungen zu investieren, bestenfalls keine Verluste verursacht haben (für den Fall, dass das Währungsrisiko abgesichert war). Im schlimmsten Fall haben die Währungsverluste andere Erträge aufgezehrt. Grafik 2 zeigt eine populäre Möglichkeit, den fairen Wert einer Währung festzustellen: den Big-Mac-Index. Unter der Annahme, dass der bekannte amerikanische Fleischklops im Brötchen überall gleichviel kostet, kommt man zu dem Schluss, dass von den betrachteten 15 Währungen zwei Drittel gegenüber dem Euro unterbewertet sind. Kann man also im Umkehrschluss folgern, dass der Euro automatisch wieder an Wert verlieren wird? Leider nein, da diese Ungleichgewichte, sofern sie denn ebendiese darstellen, recht lange Zeit aufrechterhalten werden können. Aber es gibt einem zumindest ein gewisses Gefühl, wo ein mögliches Gleichgewicht liegen könnte.

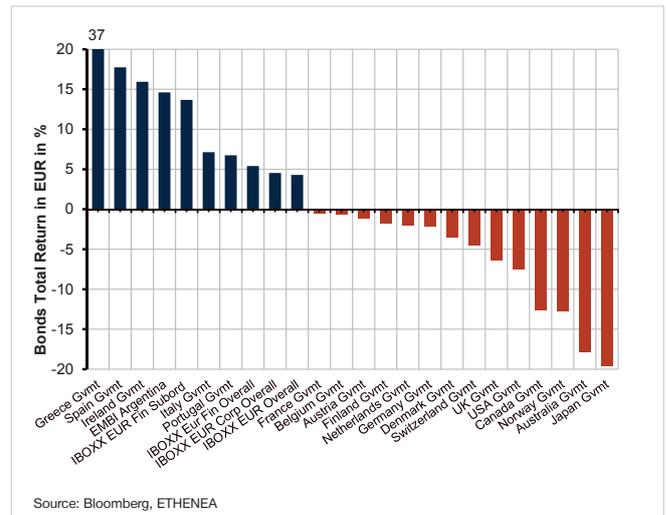
Die Erträge der Aktienmärkte aus Sicht eines EUR-basierten Investors sind in Grafik 3 abgebildet. Hier konnte man im Nachhinein nicht viel verkehrt machen, außer man war in den Emerging Markets investiert. Man konnte jedoch leicht die Performance eines Aktienengagements erheblich verbessern, indem man die damit einhergehende Währungskomponente absicherte, da bekanntlich der Euro an Wert gewonnen hat. So konnte man beispielsweise, Absicherungskosten außen vor gelassen, den Ertrag aus einer Investition in japanische Aktien von 25% (Grafik 3) auf bis zu 46% steigern (25% plus 21% Währungsgewinn).



Grafik 2: Prozentuale Über- bzw. Unterbewertung der jeweiligen Währung nach der Big-Mac-Methode



Grafik 3: Aktienmarkt-Performance in EUR für 2013

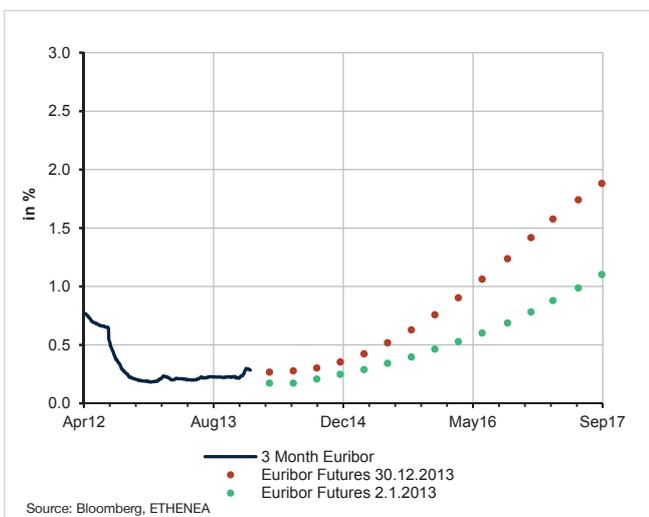


Grafik 4: Rentenmarkt-Performance in EUR für 2013

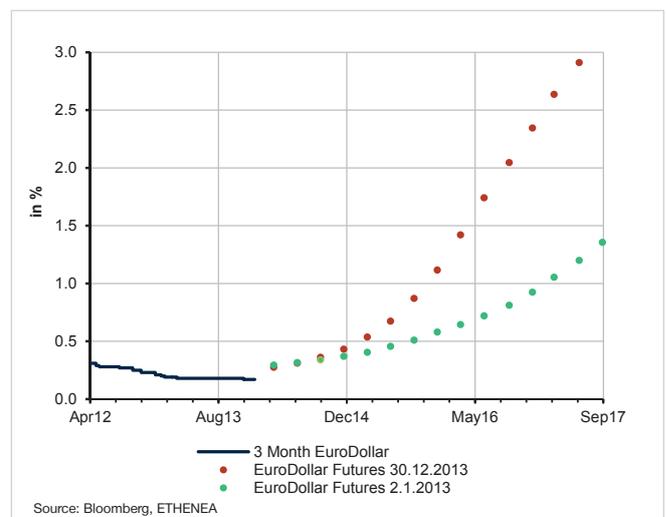
Grafik 4 stellt die Erträge der Rentenmärkte in 2013 dar. Auch hier lässt sich schnell erkennen, dass 2013 kein gutes Jahr für Renten im Allgemeinen war. Die riskanteren Märkte haben positive Erträge geliefert (Europäische Peripherie), ebenso der Markt für EUR-denominierte Nachranganleihen, mit 13,7%. Selbst der Gesamtmarkt für EUR-Unternehmensanleihen lieferte mit lediglich 4,5% ein sehr mageres Ergebnis ab. Der Rest der Märkte schloss im negativen Bereich ab. Eindeutig war das nicht das Jahr der Renten. In einem ausgewogenen Rentenportfolio markierte die Nulllinie für 2013 gegebenenfalls das bestmögliche Ergebnis.

Euro und den US-Dollar ab sowie die durch die Terminkontrakte implizierten Zinssätze zum Jahresbeginn und -ende 2013. Der Unterschied zwischen dem Euro- und dem Dollarraum ist frappierend. Deutlich feststellbar ist die gestiegene Zinserwartung ab 2015 für den US-Dollar, ausgelöst von dem lang befürchteten und schließlich quasi als Nichtereignis stattfindenden *Tapering* durch die US-Notenbank. Mit diesen beiden Grafiken liefern wir auch mehr oder weniger die einzig sichere Prognose: Die kurzen Zinsen werden mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit in 2014 unverändert auf niedrigem Niveau verharren. Ein Restrisiko besteht lediglich für die Eurozone. Hier existiert noch die Möglichkeit, dass die Leitzinsen erneut gesenkt werden.

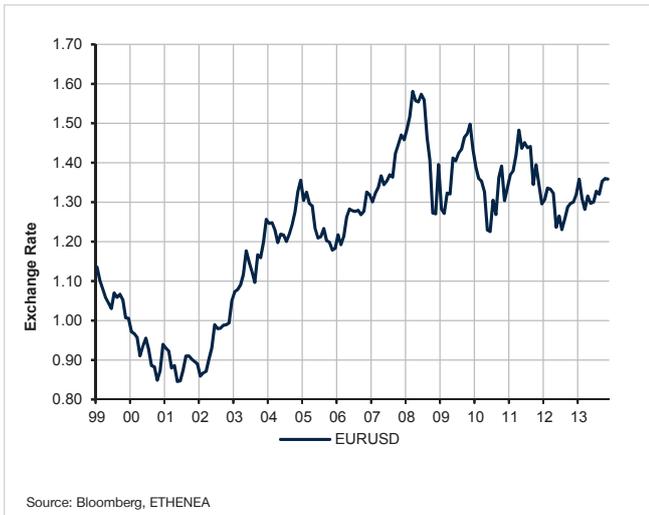
Wenden wir uns nun dem Jahr 2014 zu. Die Grafiken 5 und 6 bilden die Verläufe der jeweiligen 3-Monatszinsen für den



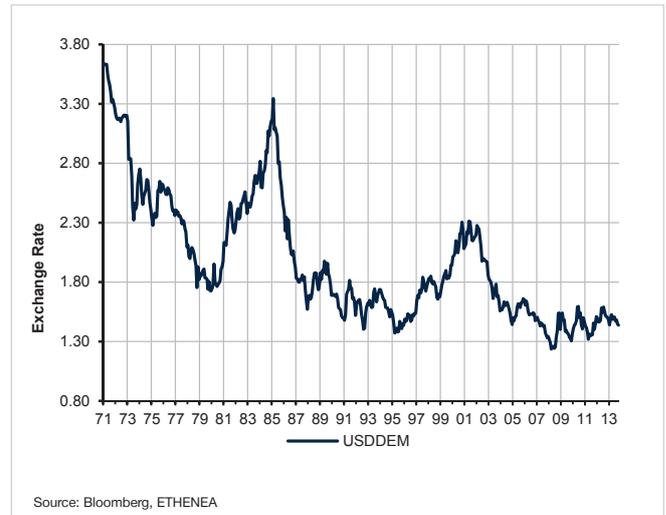
Grafik 5: Verlauf des 3 Monats EURIBOR und die durch Futures implizierten Zinssätze *



Grafik 6: Verlauf des 3 Monats EuroDollar und die durch Futures implizierten Zinssätze *



Grafik 7: Verlauf des Wechselkurses USD pro EUR *

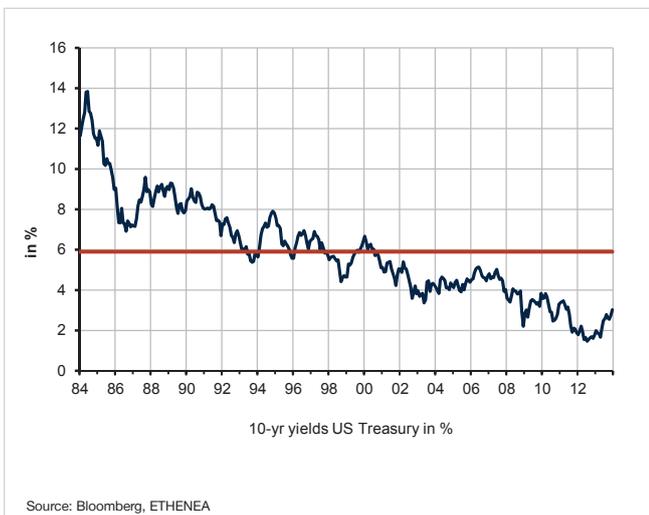


Grafik 8: Verlauf des Wechselkurses DEM pro USD *

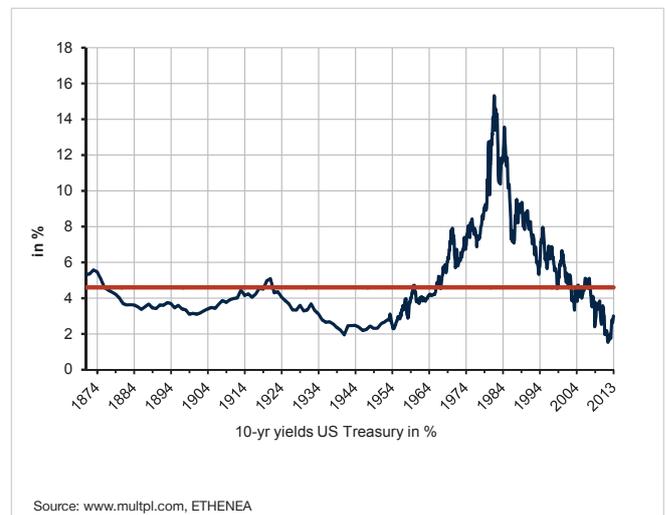
Und damit verlassen wir den Bereich der Prognose und betreten das Reich der Spekulationen. Wie wir eingangs bereits erwähnten, ist die Versuchung groß, aus Begebenheiten der Vergangenheit vorschnelle Schlüsse zu ziehen. Grafik 7 zeigt die letzten 15 Jahre von EUR/USD, aufgrund derer man bei einer schnellen Beurteilung durchaus zu dem Schluss kommen kann, dass der Wechselkurs sich eher im mittleren Bereich der Handelsspanne der letzten sechs Jahre bewegt. Der übliche Drang, überall Normalverteilungen zu erkennen – also anzunehmen, dass Kurse oder Kursdifferenzen um einen Durchschnitt schwanken (*mean reversion*) –, lässt hier kaum eine andere Aussage zu. Somit ergibt sich ein Widerspruch zu den Erkenntnissen der Grafiken 1 und 2, wo wir von einer Überbewertung des Euros sprachen.

offensichtlich am unteren Ende der Handelsspanne bewegt und damit überbewertet ist. Dass die D-Mark nicht der Euro ist und sich insofern keine direkten Vergleiche anstellen lassen, ist klar. Nichtsdestotrotz lässt sich hiermit klar der Standpunkt des Autors erläutern. In welche Richtung sich der Wechselkurs EUR/USD im Jahr 2014 bewegt, ist völlig offen – da die wahren Gründe für den Wechselkurs zweier Währungen auf volkswirtschaftlicher Ebene liegen und viel langsamer und längerfristiger wirken. Sie werden von kurzfristigen technischen Gegebenheiten überlagert, die durchaus der Charttechnik Bedeutung geben. Damit der geneigte Leser sich nicht völlig unnützlich durch diese Zeilen kämpfen muss, fühlt sich der Autor jedoch zu einer Meinungsäußerung verpflichtet: Die volkswirtschaftlichen Unterschiede zwischen der Eurozone und den USA sollten dazu führen, dass sich der Wechselkurs EUR/USD im Verlauf des Jahres 2014 vom jetzigen Niveau wieder in Richtung 1,25 bewegen wird.

Grafik 8 bildet den Wechselkurs der D-Mark gegenüber dem US-Dollar über die letzten 45 Jahre ab. Bei näherer Betrachtung gelangt man zu dem Fazit, dass Erstere sich



Grafik 9: Verlauf der Renditen der 10-jährigen US-Wertpapiere im Zeitraum von 1984 bis 2013



Grafik 10: Verlauf der Renditen der 10-jährigen US-Wertpapiere im Zeitraum von 1874 bis 2013

Wenden wir uns nun der viel zitierten Zinswende zu, welche aufgrund der *Tapering*-Andeutungen des ehemaligen Chefs der US-Notenbank Ben Bernanke im Mai 2013 stattgefunden haben soll. In seiner Rolle als vermeintlicher Spezialist für Renten ist der Autor dieses Kommentars in den vergangenen fünf Jahren oft darauf angesprochen worden, dass doch im jeweils abgelaufenen Jahr die Renditen sicherlich ihren Tiefststand gesehen hätten. Die Erfahrung der letzten Jahre zeigt allerdings, dass das jeweils neue Jahr ebenso neue Tiefststände bei den Renditen der 10-jährigen Wertpapiere verzeichnen konnte. Mit Blick auf Grafik 9 könnte man möglicherweise zu dem Schluss kommen, dass der 30 Jahre währende Trend fallender Renditen nun wirklich zu Ende sei und man auf dem besten Weg ist, das durchschnittliche Niveau von knapp 6% zu erklimmen. Ein Blick auf Grafik 10 belehrt einen jedoch schnell eines Besseren. Hier wird der Renditeverlauf über die letzten 140 Jahre dargestellt. Nun könnte man wiederum folgern, dass nicht etwa das derzeitige niedrige Renditeniveau außergewöhnlich ist, sondern im Gegenteil das hohe Niveau der 70er, 80er und 90er die Ausnahme der Regel markiert und wir eigentlich nicht so weit entfernt sind von dem langfristigen Mittelwert von circa 4,5%. Da die wirtschaftliche Aktivität in den USA auch noch mindestens einen vollen Prozentpunkt unterhalb des langfristigen Mittelwerts für das BIP-Wachstum liegt, sind die aktuellen 3%-Renditen für 10-jährige US-Treasuries womöglich angemessen, ja vielleicht sogar günstig. Der Autor glaubt daher nicht, dass die US-Renditen im Jahresverlauf

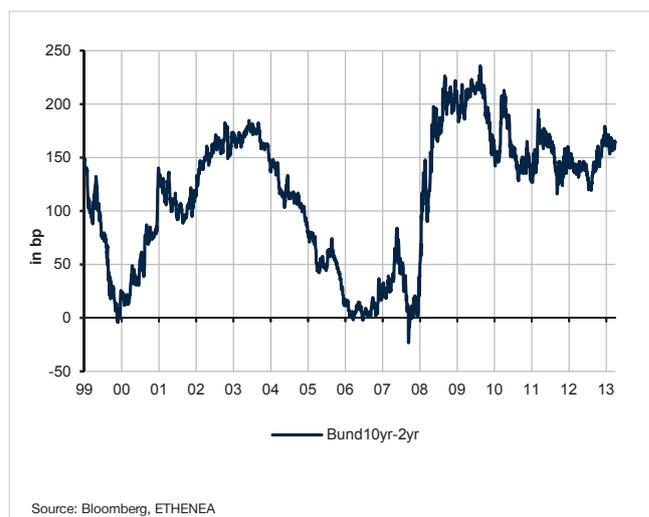
über 3,5% steigen werden. Vielmehr ist er zuversichtlich, dass sie unterhalb von 3% einen fairen Wert markieren.

Grafik 11 zeigt den Renditeabstand zwischen den USA und Deutschland als Proxy für den Kern der Eurozone. Mit über 1% Renditeabschlag erscheinen Bundesanleihen im Verhältnis zur Vergangenheit teuer. Allerdings wirken aktuell außer den rein makroökonomischen noch andere Kräfte auf den Renditeabstand. Bundesanleihen werden weiterhin nicht nur als reine Investition gekauft sondern auch als Versicherung gegen einen unwahrscheinlichen Zerfall der Eurozone gehalten. Diese Quasi-Versicherungsprämie führt zu einer Verzerrung der historischen Zusammenhänge, die möglicherweise weit über das Jahr 2014 hinaus Bestand haben könnte. Der Autor nimmt daher nicht an, dass der Renditeabschlag der Bundesanleihen unter 50 Basispunkte fallen wird.

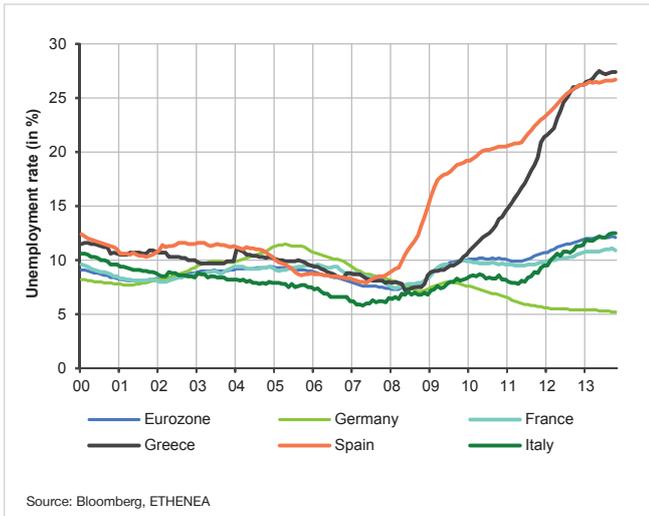
Grafik 12 zeigt die Steilheit der Bundesanleihen-Kurve zwischen zwei und zehn Jahren Fälligkeit. Aktuell ist der Aufschlag mit 165 Basispunkten relativ hoch, historisch betrachtet allerdings nicht außergewöhnlich. Da weiterhin die Möglichkeit einer Zinssenkung durch die EZB besteht, die aller Wahrscheinlichkeit nach einen größeren Einfluss auf die Renditen der Kurzläufer hätte, geht der Autor nicht davon aus, dass die Zinskurve wesentlich flacher wird. Im Gegenteil nimmt er an, dass sie 2014 zwischen 150 und 200 Basispunkten pendeln wird.



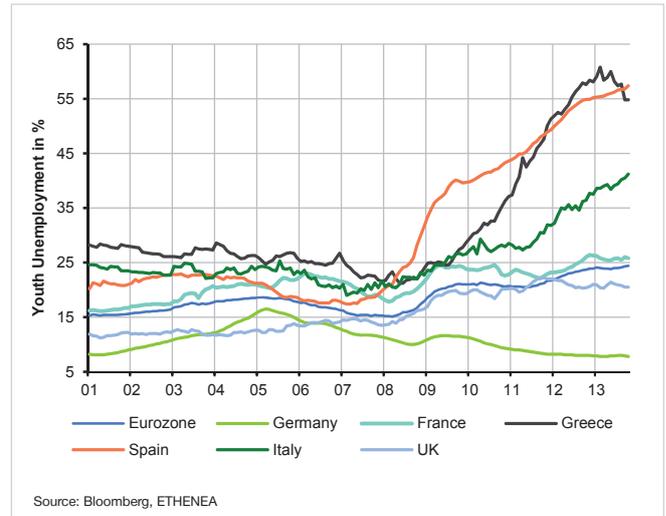
Grafik 11: Differenz der Renditen 10-jähriger Bundesanleihen gegenüber US-Treasuries



Grafik 12: Differenz der Renditen 10-jähriger Bundesanleihen gegenüber 2-jährigen Anleihen



Grafik 13: Arbeitslosenquoten verschiedener Länder

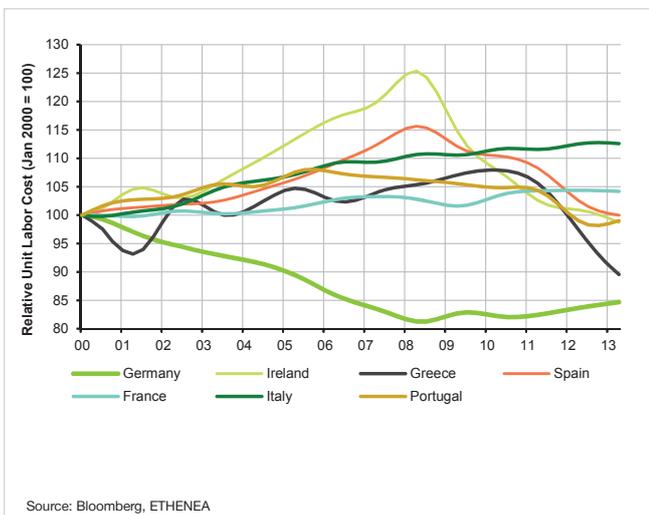


Grafik 14: Jugendarbeitslosenquoten (unter 25 Jahren)

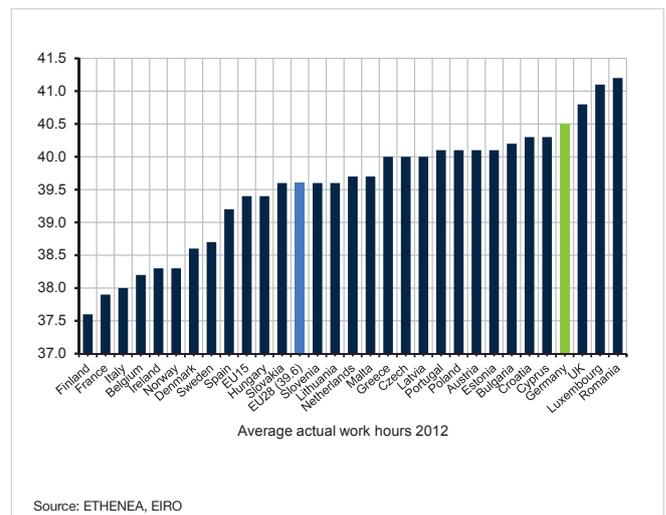
Wenden wir uns im Folgenden ein paar anderen Themen zu. Der Jahresausblick eines Europäers ohne die Erwähnung der Arbeitslosigkeit wäre in den Augen des Autors unvollständig. Die Grafiken 13 und 14 zeigen die Arbeitslosenquoten ausgewählter Länder insgesamt sowie speziell die Jugendarbeitslosigkeit. In den vergangenen Marktkommentaren wurde bereits des Öfteren über die kurz- und auch längerfristigen Probleme berichtet, die sich aus diesen Entwicklungen ergeben: soziale Spannungen bis hin zu Unruhen und Revolten, ein Versagen der sozialen Sicherungssysteme und Ähnliches. Der Fortschritt beim Abbau der Arbeitslosigkeit ist bisher nicht wirklich in den Grafiken feststellbar. Im Gegenteil scheint sich die Situation in 2013 sogar noch verschärft zu haben. Es ist daher mehr als wahrscheinlich, dass die EZB abermals Aufgaben übernehmen wird, die eigentlich der Politik zukommen und in 2014 sogenannte unkonventionelle Maßnahmen einleiten wird, welche die Kreditvergabe in den besonders leidenden Regionen Griechenland, Spanien und

Italien erhöhen wird – weshalb sie letztlich hoffentlich ein stärkeres Wirtschaftswachstum erreichen und zum Abbau der Arbeitslosigkeit beitragen wird. Der Chefvolkswirt der EZB Peter Praet wie auch Mario Draghi selbst haben diesbezüglich bereits bei der letzten EZB-Presskonferenz 2013 Andeutungen gemacht.

Die Umkehr der Entwicklung bei den Lohnstückkosten (Grafik 15), welche statt zu divergieren mittlerweile konvergieren und damit einen größeren Zusammenhalt der Eurozone repräsentieren, würden diese unkonventionellen Maßnahmen der Zentralbank unterstützen. Auch der mittlerweile schrumpfende Abstand der tatsächlichen Wochenarbeitszeiten der Problemländer (Grafik 16, leider nur mit Daten von 2012) gegenüber dem vermeintlichen Klassenprimus Deutschland spricht für eine gestiegene Bereitschaft der Arbeitnehmer zu Zugeständnissen. Der globale Wettbewerbsdruck durch die Wachstumsregionen in Asien zeigt seine Wirkung.



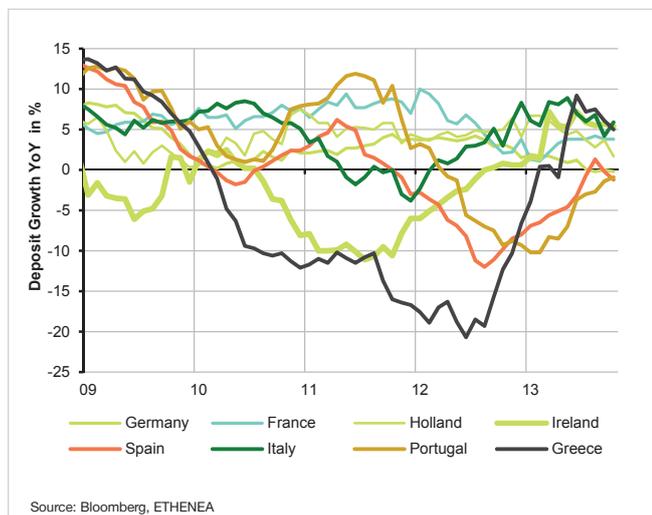
Grafik 15: Entwicklung der Lohnstückkosten-Indizes



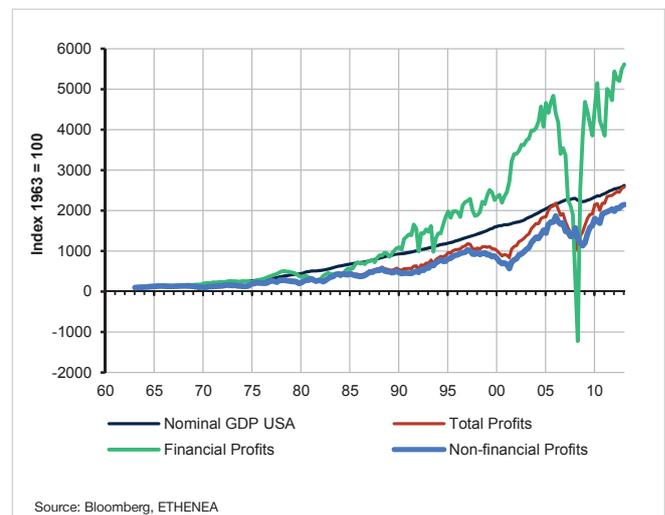
Grafik 16: Durchschnittliche tatsächliche Wochenarbeitszeit

Eine weitere Entwicklung zeigt sich in Grafik 17. Die Normalisierung bei den Einlagen der europäischen Banken deutet auf eine zunehmende Gesundung dieses Segments hin, das mit bis dato unvorstellbaren Summen an Steuergeldern gerettet wurde. Allerdings gibt es weiterhin viele kritische Stimmen, die von „Zombiebanken“ sprechen, also solchen Banken, die ohne die massiven Liquiditätsspritzen der EZB gar nicht überleben könnten. Inwieweit die Vorwürfe stimmen, mag zum Teil der bis Ende 2014 stattfindende Gesundheitscheck der EZB zum Vorschein bringen. Dass die Banken weiterhin extrem unterkapitalisiert sind, speziell im Hinblick auf die Eigenkapitalquoten, vermag man ihnen kaum vorwerfen. Schließlich hat die Politik die Chancen, die sich durch die Finanzmarktkrise seit 2008 ergeben haben, wenn überhaupt, nur sehr halbherzig genutzt. Skandale um Manipulationen und Zockerei bei Banken auf beiden Seiten des Atlantiks haben nicht wirklich zur gesellschaftlichen Genesung des Images der Banken beigetragen. Grafik 18 offenbart, dass es zumindest bei den US-amerikanischen Instituten wieder genauso weitergeht wie vor der Krise: Sie verdienen überproportional viel. Der Grafik unterliegt die Annahme, dass die Gewinne in einer Volkswirtschaft langfristig nur so schnell

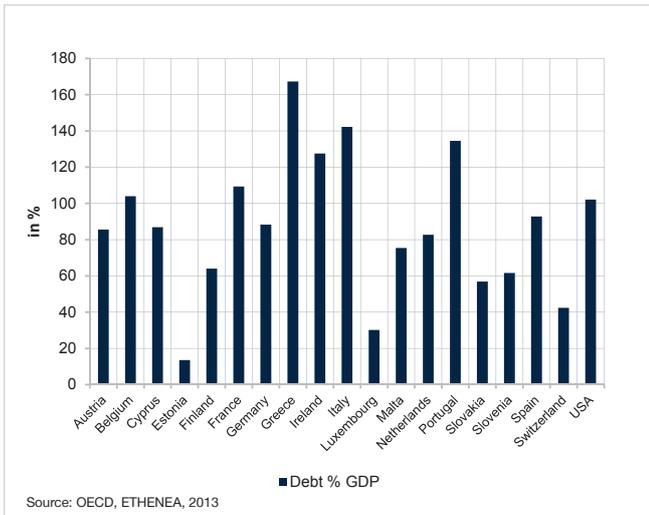
steigen können wie das nominale Bruttoinlandsprodukt. Natürlich ignoriert diese Annahme jene Effekte der Globalisierung, welche Gewinne auch außerhalb der eigenen Volkswirtschaft ermöglichen. Nichtsdestotrotz ist das Modell zumindest als Gedankenspiel hilfreich. Die Grafik zeigt, dass bis Anfang der 90er Jahre die US-Banken mehr oder weniger ebenso schnell Gewinne produzierten wie die Nichtbanken. Seitdem stiegen die Gewinne überproportional an, um dann in 2008 komplett einzubrechen. Stärkere Regulierungen, die das Hebeln (*leveraging*) des Eigenkapitals beschränken sollten und eigentlich auf dem (bisherigen) Höhepunkt der Krise in 2009 als selbstverständlich galten, blieben aus – wie unschwer am erneuten Anstieg der Gewinne der Branche abzulesen ist. Ob das nun am Unvermögen der Politik oder der Aufsichtsbehörden liegt oder aber an der erfolgreichen Lobbyarbeit der Finanzindustrie, lässt sich nicht sagen. Fakt ist, dass seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 und dem darauffolgenden Chaos zu wenig passiert ist, als dass eine Wiederholung signifikant unwahrscheinlicher werden würde. Hier ist eindeutig erneut die Politik angehalten, Regeln aufzustellen, um eine erneute Zwangshaftung der Steuerzahler weitestgehend auszuschließen.



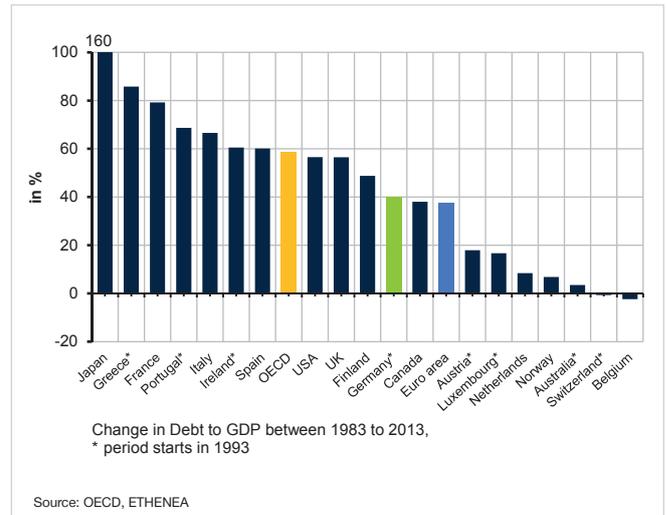
Grafik 17: Wachstumsraten der Bankeinlagen



Grafik 18: Nominales BIP und Gewinnentwicklungen des Finanz- und Nichtfinanzsektors in den USA



Grafik 19: Schuldenstand der Staaten in 2013 in Prozentanteilen am BIP

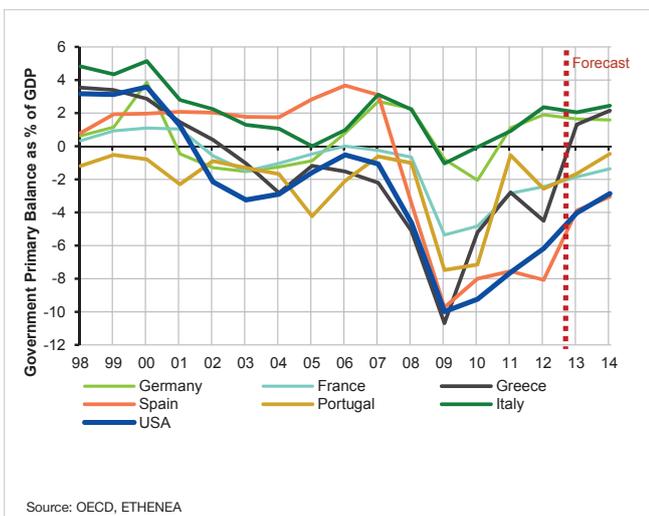


Grafik 20: Zuwachsraten des Schuldenstands der Staaten in Prozentanteilen am BIP

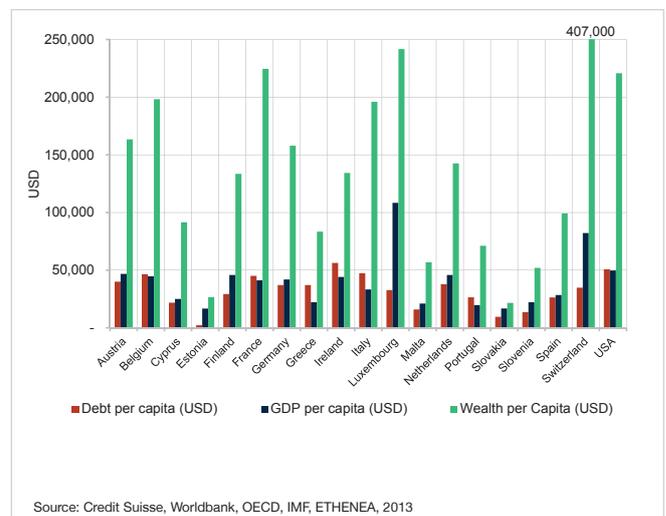
In Grafik 19 sind die unter anderem aus der Finanz- und Wirtschaftskrise resultierenden Schuldenbelastungen der Staaten abgebildet. Wir erinnern uns, dass der Vertrag von Maastricht zumindest für die Euromitgliedsstaaten eine Obergrenze von 60% festlegte. Es ist unschwer zu erkennen, wie wenige Staaten diese Grenze tatsächlich einhalten. Dementsprechend offenbart Grafik 20 die Dynamik des Schuldenmachens. Hier wird die Veränderung der Schuldenstände über die letzten 20 bzw. 30 Jahre abgebildet. Dass Japan mit 160% Zuwachs den traurigen Rekord hält, sollte nicht überraschen. Die 40% an Schuldenzuwachs von Seiten des vermeintlichen Musterschülers Deutschland sollten allerdings die Augenbrauen des Lesers nach oben wandern lassen. Wenn man in diesem Zusammenhang die Koalitionsvereinbarung der neuen deutschen Regierung Revue passieren lässt, stellen sich Zweifel ein, ob denn hier die richtigen Weichenstellungen getroffen wurden oder ob

im Gegenteil Wahlgeschenke gemacht werden. Bedarf an der nachhaltigen Konsolidierung der Staatshaushalte gibt es nicht nur außerhalb Deutschlands.

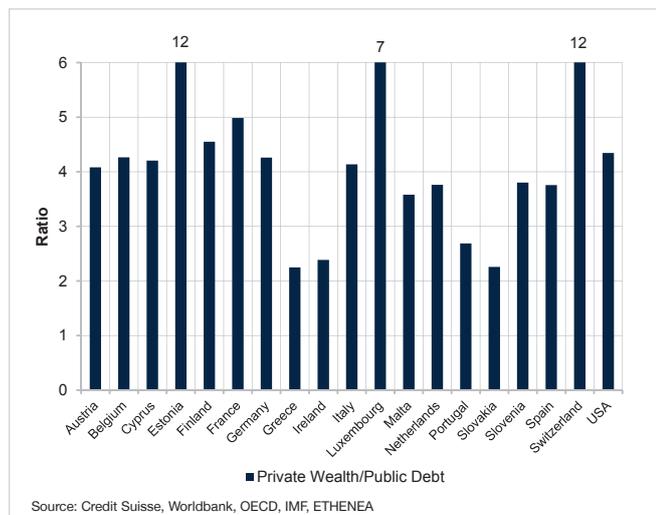
Die Entwicklung der Primärsalden der Staaten (Grafik 21), also des Budgets vor den Zinsbelastungen für existierende Schulden, zeigt zwar nach oben. Allerdings ist gerade in Ländern wie Deutschland, welche eine positive wirtschaftliche Entwicklung aufzeigen, kein deutlicher Konsolidierungswille erkennbar. Bemerkenswert hingegen ist, dass Staaten wie Portugal und Spanien – Länder, die mit dem Rücken zur Wand stehen – diese Anstrengungen unternommen haben. Erste Töne aus der Politik Italiens zu Beginn dieses Jahres lassen jedoch befürchten, dass die durch die 3%-Maastricht-Regel weiterhin geltenden Sparanstrengungen als unzeitgemäß verurteilt werden. Wir können nur hoffen, dass diese Misstöne von Herrn Renzi ungehört verhallen.



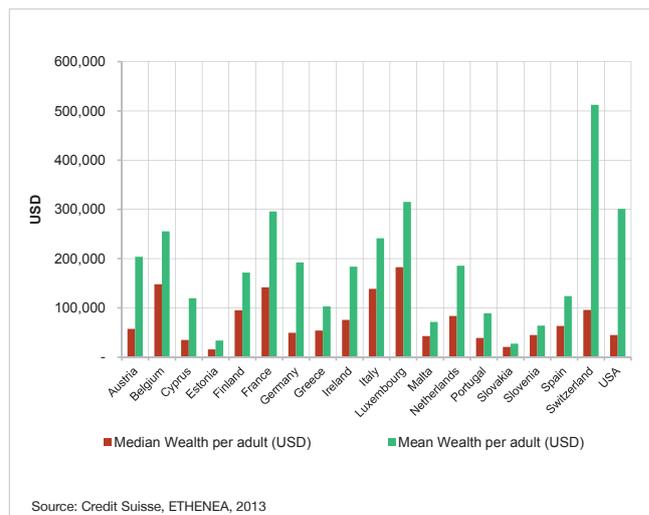
Grafik 21: Entwicklung der Primärsalden ausgewählter Staaten



Grafik 22: Pro-Kopf-Schulden, Vermögen und BIP in 2013 *



Grafik 23: Verhältnis der Privatvermögen zu den öffentlichen Schulden



Grafik 24: Durchschnittliches und medianes Vermögen pro Einwohner *

Wenn man die Staaten als Gesamtheit begreift, d. h. privaten und öffentlichen Sektor gemeinsam betrachtet, stellt man schnell fest (Grafiken 22 und 23), dass die Privatvermögen selbst in hochverschuldeten Ländern wie Griechenland um ein Vielfaches höher sind als die Staatsschulden. Das Geld ist sozusagen noch da, es hat nur jemand anders. Über Steuern und Sonderabgaben (wir erinnern uns an das Sommerloch 2013, wo diesbezügliche Untersuchungen des IWF veröffentlicht wurden) ließe sich dieser Geldfluss zum Teil umkehren – sofern denn der politische Wille in der Gesellschaft ausreichend stark ist, was mit Blick auf die diesbezüglich gescheiterten Versuche der sozialistischen Regierung unter Herrn Hollande zweifelhaft ist.

Grafik 24 offenbart ein weiteres Verteilungsproblem: Der Unterschied zwischen dem durchschnittlichen Vermögen und dem Medianvermögen ist in einigen Staaten äußerst groß, was eine extreme Ungleichverteilung vermuten lässt.³ Die Tatsache, dass in Deutschland beispielsweise das durchschnittliche Vermögen eines Erwachsenen fast viermal so groß ist wie das Medianvermögen, gibt Rückschlüsse auf die Verteilung. Somit ist es nicht verwunderlich, dass durch derartige Tatsachen Begehrlichkeiten im Hinblick auf Vermögenssteuern und Ähnliches geweckt werden. Wenn man

darüber hinaus die weiterhin steigenden Schuldenberge der öffentlichen Hand betrachtet, muss man kein Prophet sein, um über kurz oder lang Steuererhöhungen zu prognostizieren. Allerdings werden genau diese in einem solchen Umfang im neuen Jahr wohl nicht eintreten.

Abschließend lässt sich feststellen, dass 2014 wieder kein einfaches Börsenjahr wird. Das liegt schon allein darin begründet, dass 2014 noch in nebulöser Zukunft liegt. Der Autor erwartet keine Zinserhöhung einer wichtigen Zentralbank, da die Inflationsentwicklungen stark unterhalb des erwünschten Preisauftriebs hinterherhinken. Die Renditen der Wertpapiere werden, wenn überhaupt, nur noch wenig steigen, da der Großteil des Anstiegs bereits hinter uns liegt. Der Wechselkurs des US-Dollars wird gegenüber dem Euro wahrscheinlich entgegen aller Prognosen (auch der des Autors selbst) doch nicht sinken.

Die Aktienmärkte werden vermutlich weiter steigen – nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass viele potentielle Käufer einen Großteil des Kursanstiegs verpasst haben und Abwärtskorrekturen zum Einstieg nutzen werden. Es bleibt spannend.

³ Zur Erinnerung: der Durchschnitt ist das arithmetische Mittel, während der Median die Mitte einer Zahlenreihe angibt. Wenn beispielsweise 99 Personen ein Vermögen von 10 hätten, und eine Person ein Vermögen von 1000, dann ist der Durchschnitt auf 19,9 gestiegen, während der Median weiterhin 10 ist.

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-AKTIV E

Die *Tapering*-Entscheidung der US-Notenbank war der Startschuss zu einer fulminanten Jahresendrally an den Aktienmärkten. Das Aktienexposure blieb daher auf hohem Niveau und wies per Jahresultimo ein Nettoexposure von 32,4% auf, wodurch eine Jahresperformance von über 5% realisiert werden konnte. Die Bruttoaktienquote sank leicht von 21,9% auf 19,7%. Es fand folglich ein Zukauf von Aktienfutures und vor allem von DAX und Nikkei Futures statt. Auf Sektorebene wurde wie im Vormonat der Versicherungssektor weiter ausgebaut. Gewinne konnten sowohl im Pharmasektor als auch bei Aktien aus dem Sektor Food & Beverages realisiert werden. Schwerpunkt des Aktienportfolios bleiben Banken und Versicherungen, welche von fallenden Risikoaufschlägen in den europäischen Peripheriestaaten profitieren werden.

Getreu unserem Motto *Constantia Divitiarum*⁴ wurde im Vorfeld der Fed-Sitzung die Duration in den einzelnen Fonds deutlich gesenkt. Auch wenn wir den Beginn des *Taperings* als unwahrscheinlich einschätzten, so konnte er jedoch nicht ganz ausgeschlossen werden, weshalb wir uns entsprechend positioniert haben. Während die mittel- und langfristigeren Zinsen in Folge der Fed-Entscheidung stiegen – und entsprechend Anleihen an Wert verloren –, konnten die Auswirkungen durch die Absicherung über Zinsfutures auf ein Minimum beschränkt werden. In Folge der recht starken Bewegung beschlossen wir zum Monatsultimo, die Absicherung zu reduzieren. Daher beläuft sich die Modified Duration derzeit auf 2,46, wobei sie im Verlauf des Monats zeitweise deutlich tiefer lag. Zusätzlich zur Absicherung wurden im Verlauf des Monats bereits einzelne Positionen gezielt geschlossen und der Bondanteil wurde um über 5,2% auf 55,9% des Gesamtportfolios reduziert. Ferner wurde aus Volatilitätsgründen der Bestand an Anleihen bester Bonität um über 1,8% erhöht, auf insgesamt 8,9% zum Jahresultimo.

Insbesondere durch die Reduzierung des Bond- und Brutto-Aktienexposures stieg die Brutto-Cashquote auf 22,6%. Unter Berücksichtigung der Futures liegt sie zum Ultimo netto bei 12,2% – wodurch der Fonds gut investiert ist, jedoch genügend Flexibilität besitzt, um kurzfristige Opportunitäten wahrzunehmen.

Ethna-GLOBAL Defensiv

Das Netto-Aktienexposure blieb mit 8% beim Ethna-GLOBAL Defensiv auf hohem Niveau. Aus Liquiditätsaspekten und zur Steuerung der Volatilität im Fonds wurden dazu Aktienfutures, primär EuroStoxx 50 Futures, eingesetzt. Gleichzeitig

beträgt die Cashquote zur Vermeidung von Leverage-Effekten aktuell 18,8%, was einer Netto-Cashquote von 12,4% entspricht.

Insbesondere für den Ethna-GLOBAL Defensiv war die Entscheidung auf der Zinsseite, das Zinsrisiko vor der Fed-Entscheidung abzusichern, optimal. Lag die Duration Ende November noch bei 4,77, wurde sie im Verlauf des Monats deutlich reduziert und zum Monatsende wieder schrittweise vorsichtig auf 2,53 erhöht. Ferner wurde der in USD nominierte Teil des Bondportfolios um 5,6% auf aktuell 7,9% des Gesamtportfolios verringert. Dies führte dazu, dass das Bondportfolio trotz steigender US-Zinsen vor deutlichen Verlusten bewahrt wurde und das Gesamtportfolio trotz eines turbulenten Jahres eine Performance von +0,4% auf Jahres-sicht erreichen konnte.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

In dem besagten positiven Umfeld für Aktien blieb der Ethna-GLOBAL Dynamisch weiterhin offensiv aufgestellt. Die Netto-Aktienquote lag zum Jahresende bei 49,6%, während die Brutto-Aktienquote zum Jahresende von 61,6% auf 55,8% sank. Grund dafür waren signifikante Mittelzuflüsse, die in den nächsten Tagen investiert werden. Dadurch stieg der Cash-bestand auf 20,7%.

Schwerpunkt des Portfolios bleiben die Sektoren Banken, Versicherungen, Chemie und Automobile, welche von einer erwarteten Erholung der Eurozone profitieren werden. Die Vorlaufindikatoren haben sich weiter verbessert, was 2014 auch in den Zahlen der Unternehmungen sichtbar werden wird. Daher haben wir außerdem unser Engagement im Sektor Food & Beverages reduziert, wo wir keine zusätzlichen Kursanstiege mehr erwarten. Die zyklischen Sektoren versprechen zurzeit ein höheres Kurspotential.

Wie in den anderen Fonds wurde die Modified Duration des Rentenportfolios deutlich reduziert, allerdings in Folge der größten Bewegung bereits zum Jahresende wieder leicht erhöht. Zum Ultimo betrug die Modified Duration noch 1,15 (was einer Reduktion von 3,91 gleichkommt). Aufgrund der guten Zuflüsse sank gleichzeitig die Bondquote auf 23,3%. Mit Blick auf die Turbulenzen im Rahmen der Fed-Entscheidung haben wir beschlossen, die Quote erst im Januar wieder auf den Zielwert von ca. 30% anzuheben, um wegen des hohen Aktienexposures keine zusätzliche Volatilität auf der Bondseite ins Portfolio zu kaufen.

⁴ Frei übersetzt: *Die langfristige Bewahrung und Entwicklung der Vermögenswerte unserer Kunden*

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	97.72	1.38	1.22482	0.83571	145.02	1.54753	8.3822	1.46959	2.9275	8.3723
-1m	1.1%	1.6%	-0.6%	0.7%	4.2%	3.7%	0.7%	1.8%	6.6%	1.2%
ytd	6.8%	4.6%	1.5%	2.9%	26.9%	21.7%	14.3%	11.9%	24.3%	2.0%

Germany Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.21	0.925	1.93	172	70	287	86	127
-1m	9	27	24	14	-9	-33	-10	-12
ytd	23	63	61	39	-47	-195	-56	-108

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	104	110	-119	63	34	31	216	221	410	648	153
-1m	105	108	-109	46	35	33	236	243	417	709	183
ytd	44	51	-53	68	43	18	318	395	570	1,058	689

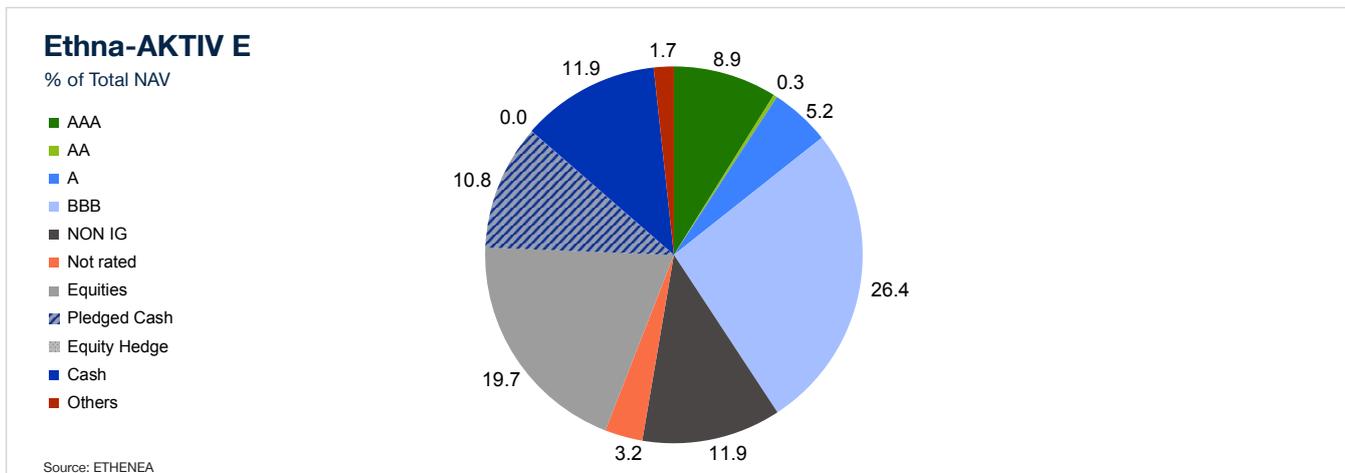
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,552.16	16,504.29	3,100.93	4,275.71	6,731.27	16,291.31	2,097.529
-1m	1.6%	2.6%	0.5%	-0.5%	1.2%	4.0%	-5.5%
ytd	25.5%	25.9%	17.6%	17.4%	14.1%	56.7%	-7.6%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	16.2	16.0	17.5	18.3	16.6	23.5	10.5
-1m	1.3%	2.6%	0.3%	-0.6%	1.2%	4.0%	-5.4%
ytd	18.5%	24.6%	16.3%	35.5%	-7.5%	13.1%	-15.0%

Grafik 25: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende) *

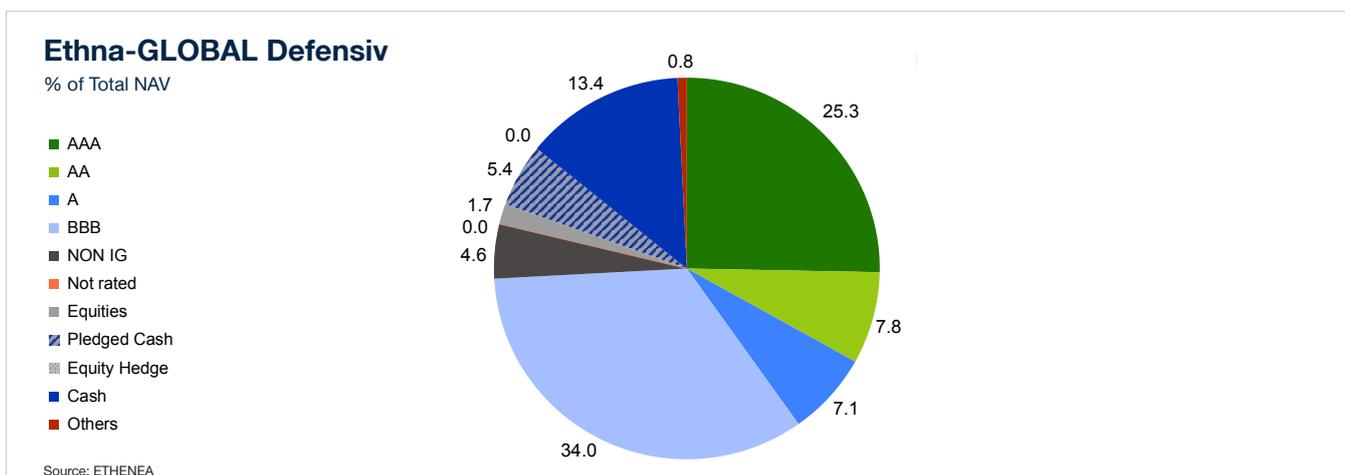
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
31.12.13	Ethna-AKTIV E	4.66%	BBB	BBB+	3.33	4.79%	5.40
31.12.13	Ethna-GLOBAL Defensiv	3.64%	A	A+	3.89	3.83%	5.69
31.12.13	Ethna-GLOBAL Dynamisch	4.45%	BBB	BBB+	2.23	4.65%	5.23

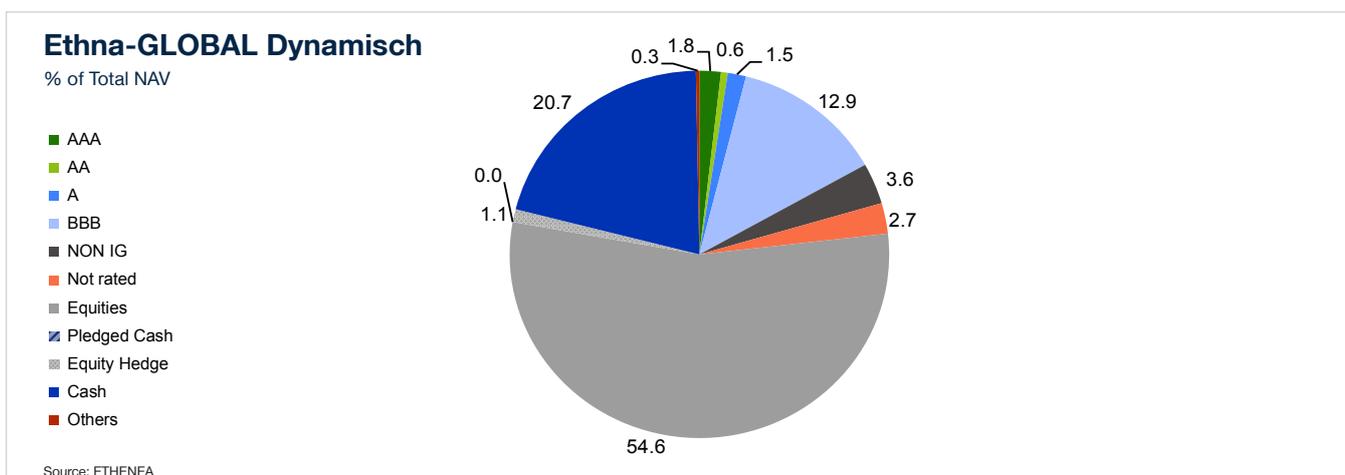
Grafik 26: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende *



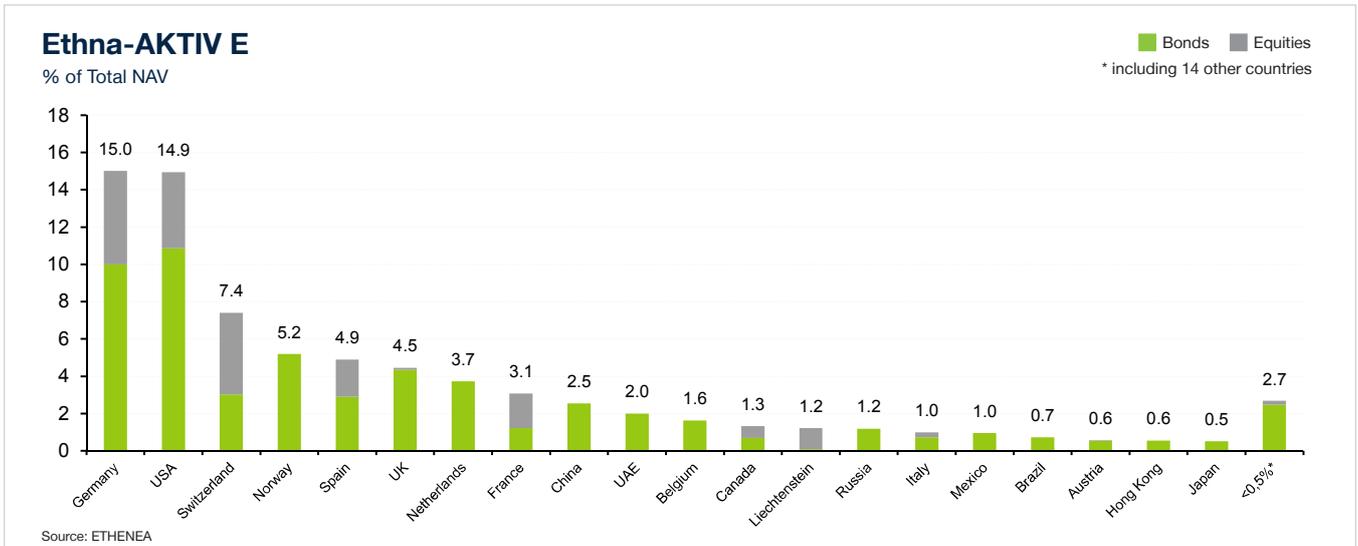
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating *



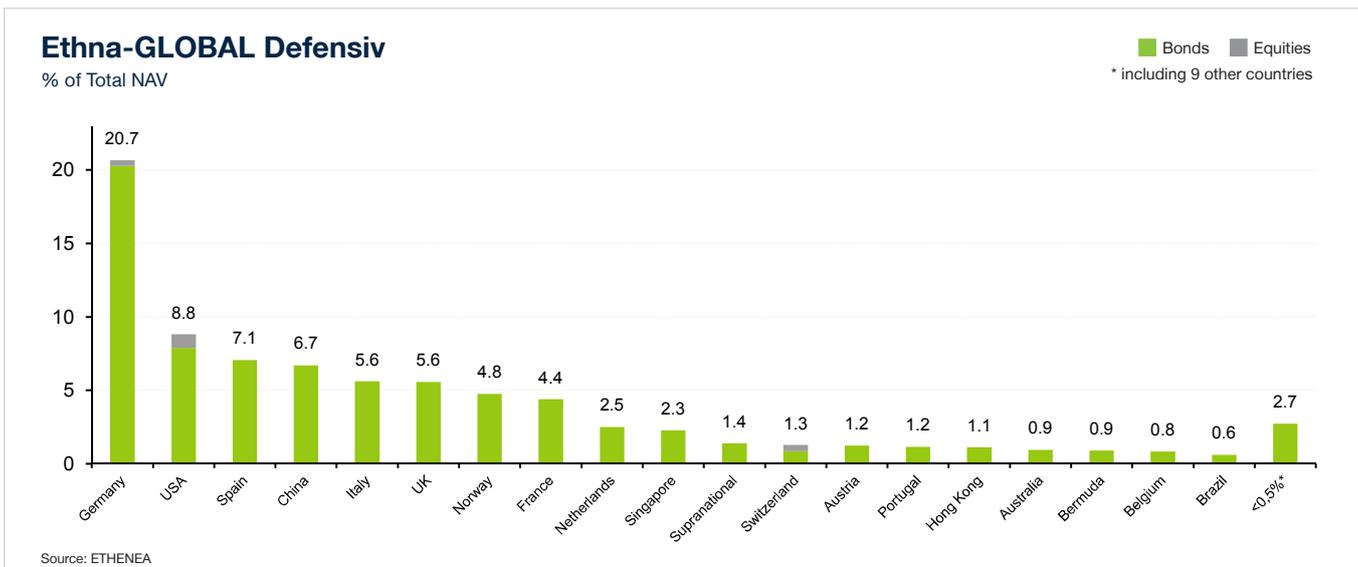
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating *



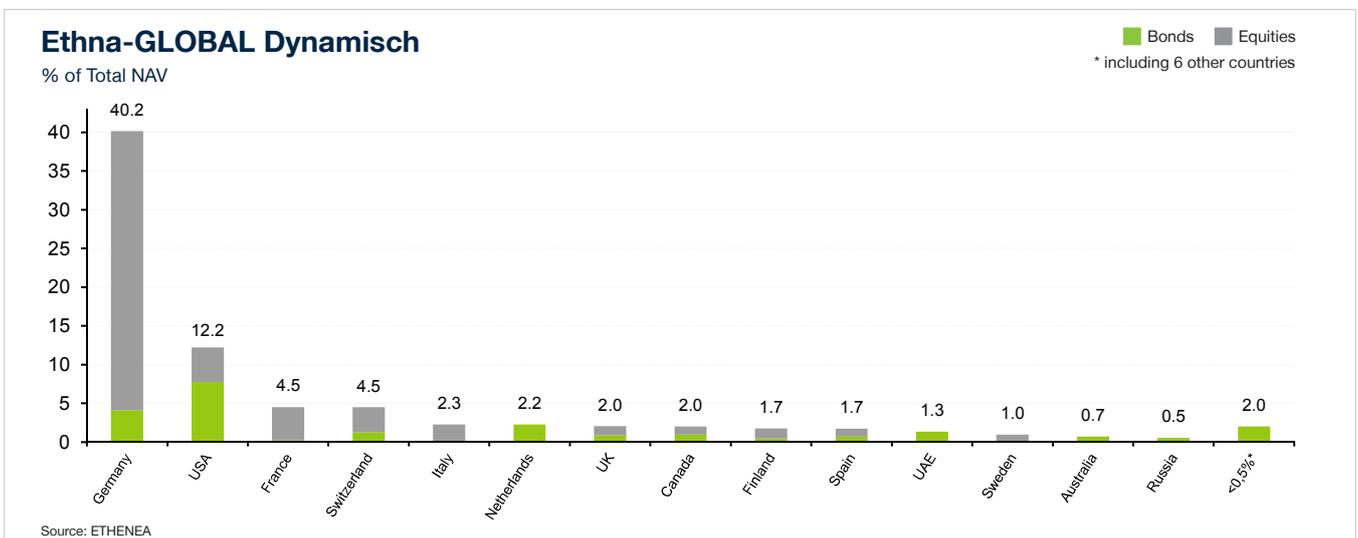
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating *



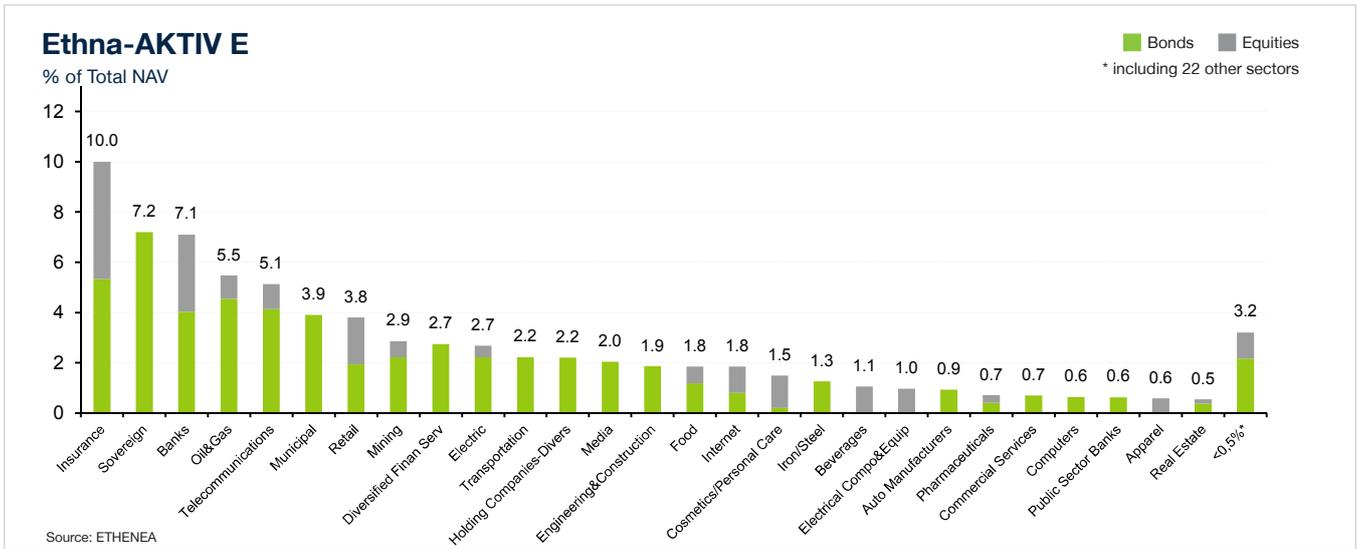
Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft *



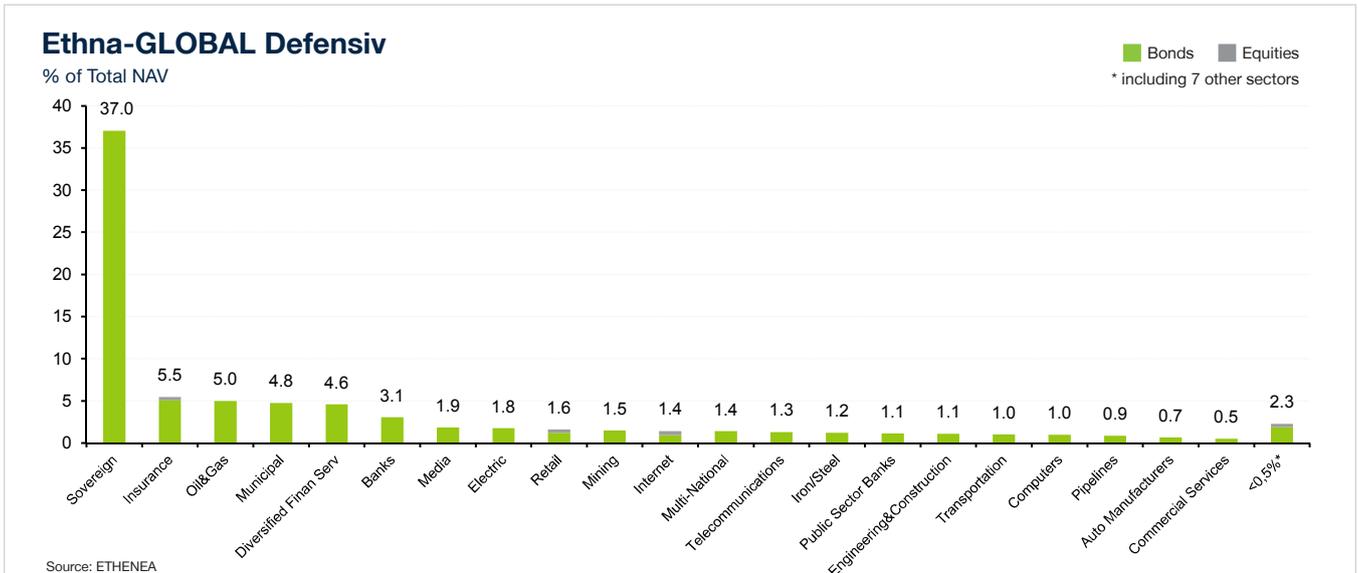
Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft *



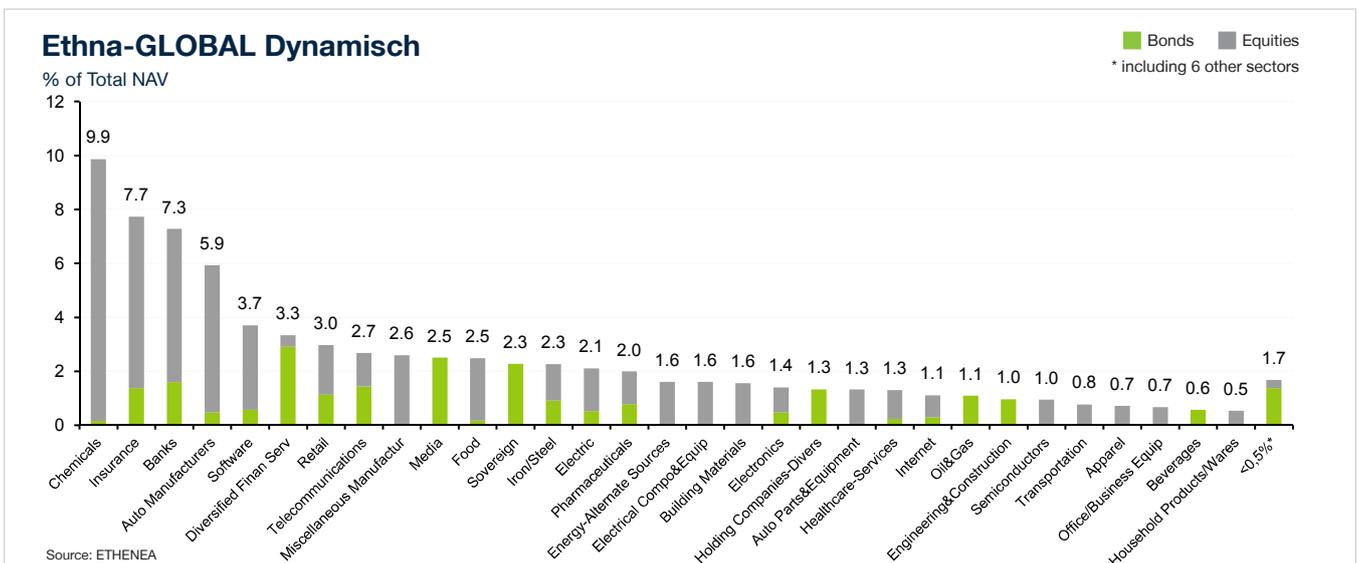
Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft *



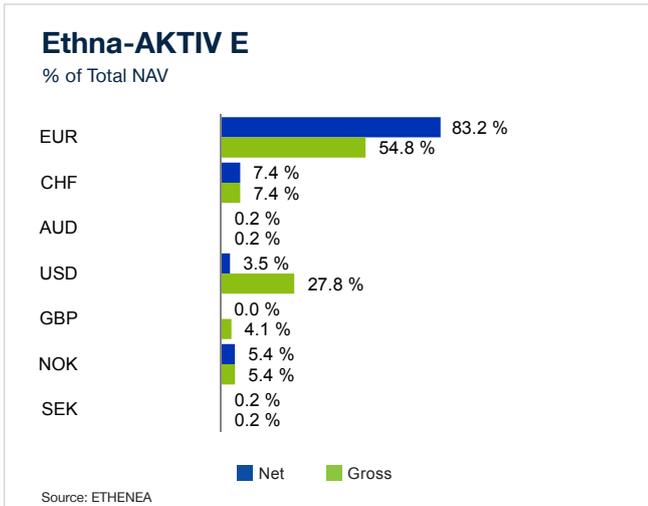
Grafik 33: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche *



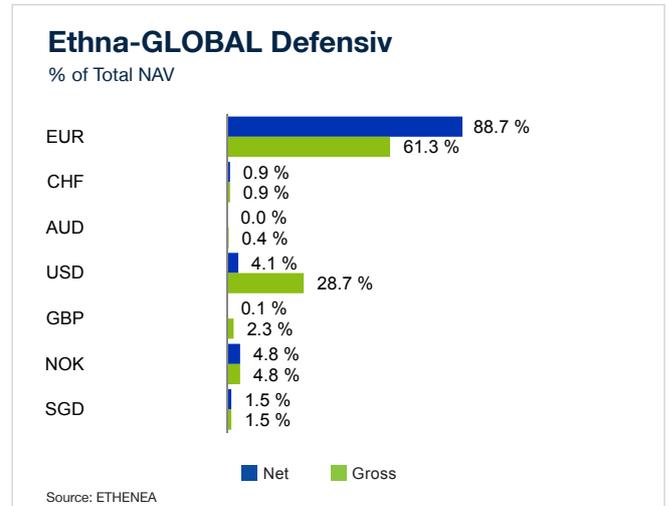
Grafik 34: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche *



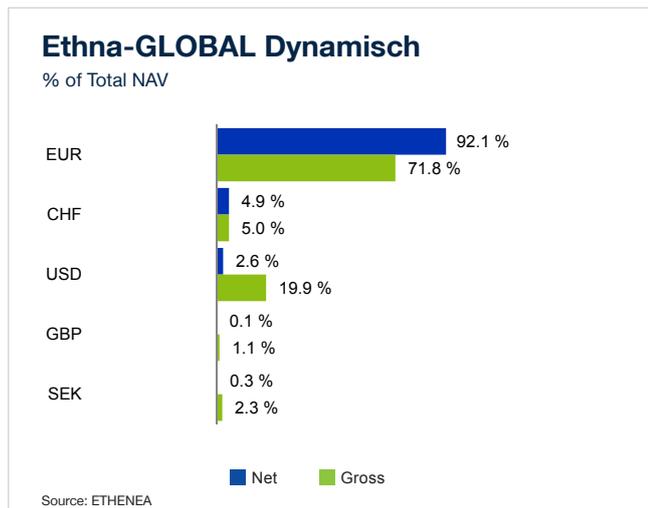
Grafik 35: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche *



Grafik 36: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen *



Grafik 37: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen *



Grafik 38: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Dynamisch** nach Währungen *

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Das Portfolio Management:

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



Wichtige Hinweise:

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapiere und vergleichbare Vermögenswerte, 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, zusammengestellt und geprüft. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 31.12.2013.