

# MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

## Sex and Drugs and Rock 'n' Roll



**In Kürze sollen die EU-Mitglieder besser vergleichbare (Neu-)Berechnungen ihrer BIPs vorlegen. Nicht nur Verschwörungstheoretiker fragen sich da: Kann man den Wirtschaftsdaten noch trauen?**

Anfang Juni schreckte Deutschland auf, als einige Zeitungen Artikel darüber veröffentlichten, dass Italien demnächst Drogenhandel und Prostitution mit in die Berechnung seines Bruttoinlandsprodukts einfließen lassen wird. Viele witterten bereits eine Verschwörung der europäischen Südstaaten dahingehend, mit allen Tricks ihre Verschuldung zu senken und Maastricht erneut auszuhebeln. Ein Affront an die vermeintliche Sparsamkeit des deutschen Michels.

Weit gefehlt.

Denn erstens kommt es anders und zweitens, als man denkt. So auch hier: Was wie eine Verschleierung von Fakten aussieht, ist tatsächlich die Umsetzung einer Empfehlung der Vereinten Nationen von 2008 im Rahmen des sogenannten System of National Accounts (SNA). Dessen Zielsetzung ist es, eine

Vergleichbarkeit der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der unterschiedlichsten Staaten herbeizuführen. Für die Europäische Union heißt die Umsetzung dieser Empfehlung ESA 2010 (*European System of National and Regional Accounts*). Die ESA-2010-Standards sollen in Europa bis September 2014 umgesetzt werden. Da der Zeitpunkt näher rückt, hat die Presse sich dieses Themas angenommen – und wir uns natürlich auch. Und weil im Rahmen des SNA Drogenhandel, Prostitution, aber eben auch Forschung und Entwicklung nicht nur von Wissenschaftlern sondern auch von Künstlern mit in die BIP-Daten einfließen sollen, lag als Überschrift dieses Marktkommentars Ian Dury's Song aus den 70ern nahe: *Sex and Drugs and Rock 'n' Roll*.

Obwohl bisher keine endgültige Klarheit darüber herrscht, welches Land welchen Teil des SNA umsetzen wird, existieren

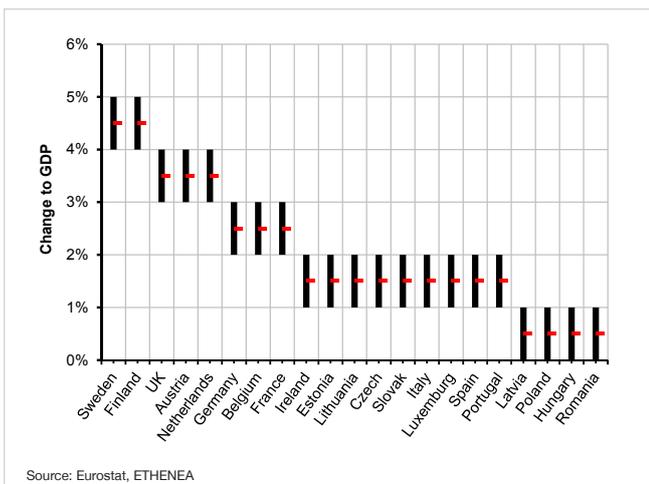


natürlich bereits Schätzungen zur Frage, wie groß der Effekt auf das BIP sein wird (Grafik 1). Für Schweden und Finnland werden die größten Auswirkungen angenommen, mit einem zusätzlichen BIP zwischen 4 und 5%. Fans der *Schweden-Krimis* werden jetzt nicht überrascht sein, vermuteten sie doch stets das Zentrum der Kriminalität irgendwo zwischen Stockholm und Nordnorwegen. Leider ist der große Effekt nicht wirklich hierauf zurückzuführen, sondern eher auf weniger aufsehenerregende Bereiche der Forschung und Entwicklung, die in Skandinavien einen beträchtlichen Anteil am BIP haben. Betrachtet man die Ergebnisse der entsprechenden PISA-Studien, ist das nicht wirklich überraschend.

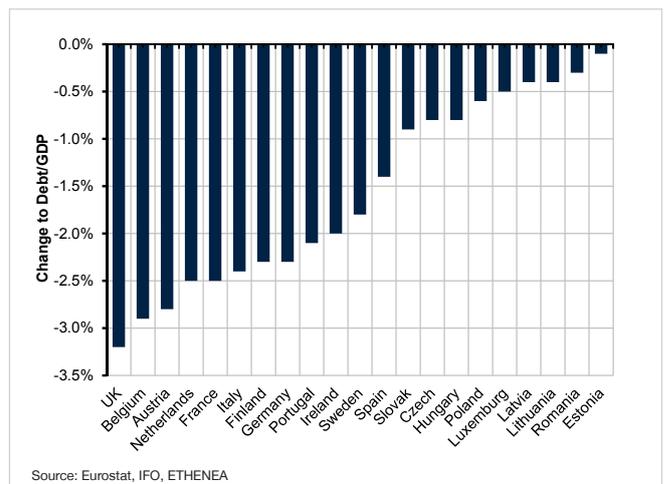
Die anderen Auswirkungen bleiben eher im Rahmen und werden auch sicher in Zukunft oft genug kommentiert und angepasst werden – nicht zuletzt, da Drogenhandel und Prostitution vor allem eines sind: illegal. Damit sind sie vom Staat weder zu erfassen noch messbar, sondern bestenfalls schätzbar. Nun kommen also doch noch die Verschwörungstheoretiker zum Zug, weil hier einem Missbrauch der neuen

Richtlinien durch etwaige Politiker scheinbar Tür und Tor offen stehen. Grafik 2 zeigt dementsprechend den geschätzten Effekt auf den Verschuldungsgrad der Länder. Wohl gemerkt: Das BIP wird als Ganzes angehoben, wie es bereits 2013 in den USA der Fall war, als Hollywood und Silicon Valley Einzug in die BIP-Berechnung erhielten. Daher existiert quasi kein Effekt auf Wachstumsraten, sehr wohl aber auf Größen wie etwa die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP. Der Nenner wird größer. Wenn Staatsschulden auf so bequeme Art wie eine Berechnungsänderung zurückgeführt werden können, dann werden auch Nicht-Verschwörungstheoretiker hellhörig.

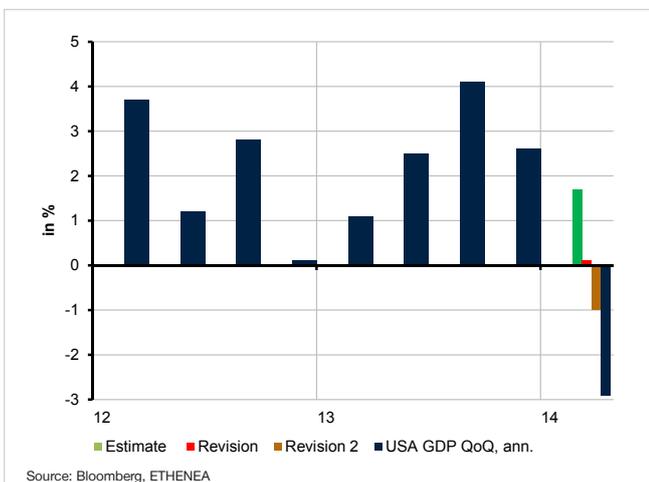
Man sollte Datenreihen in jedem Fall hinterfragen. Das gilt heute mehr denn je, da in Zeiten von immer und überall verfügbaren Real-Time-Daten schnell folgender Trugschluss naheliegt: Daten ist gleich Information. Um aus der Datenflut letztlich Informationen zu gewinnen, müssen diese bearbeitet werden. Und da liegt der Hase im Pfeffer. Getreu dem Motto: *Glaube keiner Statistik, die du nicht selbst gefälscht hast.*



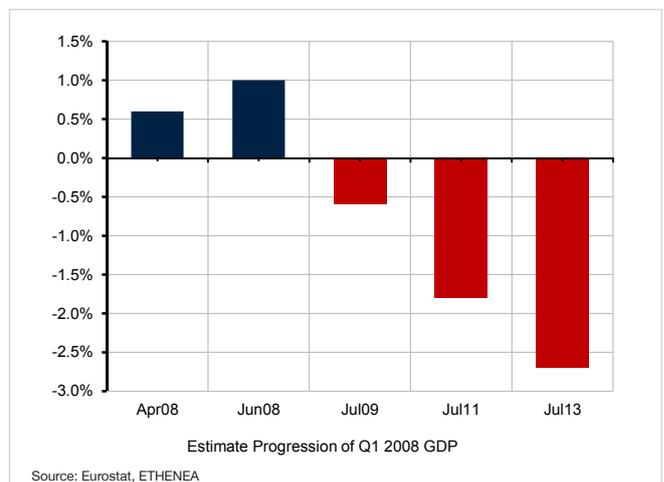
Grafik 1: Geschätzte Auswirkung auf das BIP bei Umsetzung der ESA-2010-Richtlinien



Grafik 2: Geschätzter Effekt der Umsetzung von ESA 2010 auf die jeweiligen Staatsschulden-Quoten\*



Grafik 3: BIP-Entwicklung der USA und des Q1 2014



Grafik 4: BIP-Entwicklung der USA für Q1 2008\*

Wenden wir uns doch einmal beispielhaft dem BIP der Vereinigten Staaten zu. Gerade hier steht man fast ehrfurchtsvoll vor der Datensammelwut der US-Amerikaner und wundert sich regelmäßig, dass die USA mindestens einen vollen Monat vor allen anderen Staaten ihre BIP-Zahlen veröffentlichen. Grafik 3 zeigt das BIP-Wachstum der USA auf einer annualisierten Quartalsbasis und stellt anhand von Q1 2014 dar, wie sich die Schätzungen ausgehend von 1,7% über 0,1% und weiter über -1% auf (aktuell) katastrophale -2,9% verändert haben – und das innerhalb von gerade einmal drei Monaten. Noch deutlicher wird dieses Phänomen in Grafik 4, wo die Entwicklung des BIP für Q1 2008 betrachtet wird. Lag die Schätzung ursprünglich bei +0,6%, wurde diese im Zeitverlauf in mehreren Schritten auf -2,7% revidiert. Fast noch erschreckender als die Magnitude der Veränderung ist allerdings der Zeitpunkt derselben, da sie erst im Juli 2013 vorgenommen wurde. Also fast fünf Jahre nachdem Ereignis. Falls diese beiden Datenpunkte nicht nur Ausreißer in einem ansonsten soliden Zahlenwerk sind, wäre der Rückschluss erschreckend. Im Prinzip bewegen wir uns in einer Scheinwelt – und nicht nur wir als Marktteilnehmer

sondern auch die Zentralbanken, die mit groben Schätzfehlern ihrer Lagebeurteilung aufgrund ihrer eigenen Daten leben müssen und vor allem eines tun: Geldpolitik betreiben. Wenn man dann noch die BIP-Änderung durch Schätzungen illegaler Aktivitäten mit einbringt, werden die Daten sicherlich nicht genauer. Der Autor hofft an dieser Stelle, dass die übrigen Daten von einer besseren Güte sind als diese beiden BIP-Schätzungen. Ob es allerdings an uns ist, die Validität chinesischer Wirtschaftsdaten in Frage zu stellen, wie es ja in letzter Zeit oft geschehen ist, mag jeder für sich selbst entscheiden.

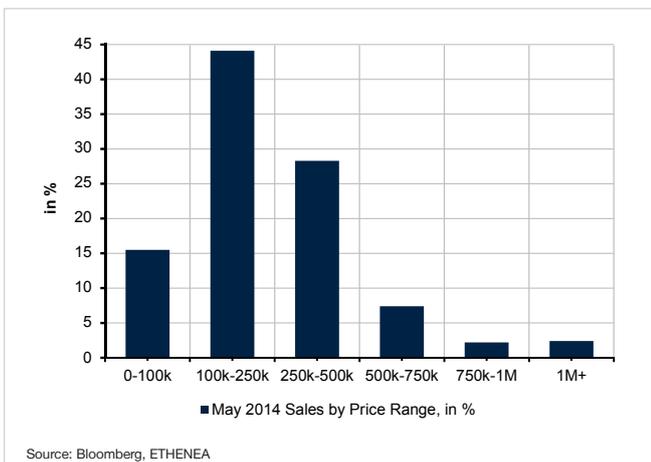
Wenden wir uns nun einer weiteren Facette der Fehlinterpretation von Daten zu. Grafik 5 zeigt den Zusammenhang zwischen Immobilienverkäufen und Hypothekenanträgen in den USA. Die letzte Aufwärtsbewegung der Verkäufe auf 4,9 Millionen Einheiten wurde vom Markt gefeiert. Auch die Darstellung in Grafik 6, wo die Veränderungsraten jeweils gegenüber dem Vormonat bzw. Vorjahr dargestellt sind, ist oft verwendet worden und galt als eine Erholung im Immobiliensegment, welches für die US-Wirtschaft einen hohen Stellenwert besitzt.



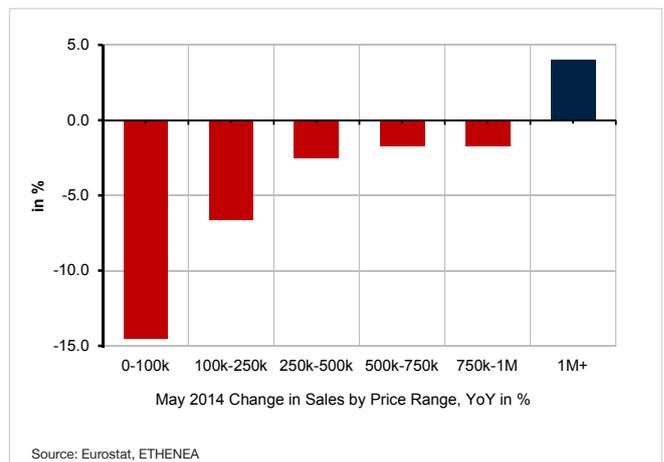
Grafik 5: Entwicklung der Hypothekenanträge und Gebrauchtimmobilienvverkäufe in den USA\*



Grafik 6: Prozentuale Veränderungsrate der Immobilienverkäufe zum Vormonat und Vorjahr



Grafik 7: Aufteilung der Immobilienverkäufe nach Preissegment\*



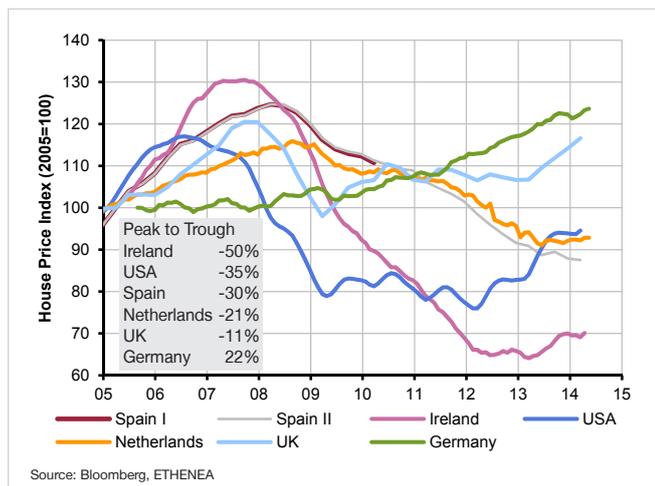
Grafik 8: Jährliche Veränderungsrate der Immobilienverkäufe nach Preissegmenten\*

Wenn man nun jedoch die Daten etwas tiefergehend analysiert, kann man schnell zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Grafik 7 zeigt die prozentuale Verteilung der Verkäufe besagter 4,9 Millionen Einheiten nach Preissegment. Man erkennt deutlich, dass der größte Anteil der Verkäufe auf das zweitgünstigste Segment zwischen 100.000 USD und 250.000 USD entfällt. Grafik 8 zeigt die Veränderung des Volumens in diesem Segment auf Vorjahresbasis. Unschwer kommt man zu dem Schluss, dass das größte Segment hier einen Rückgang von mehr als 6% zu verzeichnen hat. Das billigste Segment, in dem immerhin noch 15% des Volumens angesiedelt sind, verliert sogar mehr als 14%. Lediglich das teuerste Segment der Immobilien, mit einem Wert von über einer Million USD, wächst um 4% gegenüber dem Vorjahr. Allerdings entfallen auf dieses Luxussegment lediglich knapp 2% aller Transaktionen. Das kann man nur schlecht als Erholung des Immobilienmarkts feiern. Vielmehr gibt es zusätzliches Wasser auf die Mühlen der Personen (zu denen auch wir gehören), welche die These vertreten, dass *Main Street USA* bisher wenig von der wirtschaftlichen Erholung nach der Finanzkrise mitbekommen hat, sondern sich diese zu einem Löwenanteil auf *Wall Street* konzentriert hat. Wie sich die Situation in den USA nunmehr weiterentwickelt, angesichts des sehr negativen Wirtschaftswachstums für Q1 2014, bleibt aktuell ein noch größeres Rätsel als sonst.

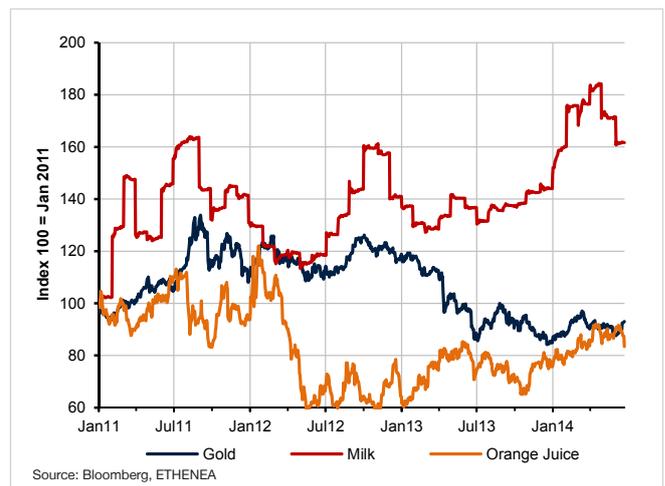
In Grafik 9 nehmen wir die Preisentwicklungen von Immobilien in den verschiedenen Ländern ins Visier. In den USA, wo wir vom Höhepunkt Mitte 2006 bis zum Tiefpunkt

Anfang 2012 35% Wertverlust erkennen, sind seitdem die Preise um 24% gestiegen. Ob hier allerdings eine Uniformität der Preisentwicklung anzunehmen ist, mag zweifelhaft sein. Großbritannien, dessen Bank of England mittlerweile vor einer möglichen Blase am Immobilienmarkt warnt, verzeichnet fast 19% Wertverlust, nur um erneut um 19% zu wachsen. Der deutsche Markt, der keine nennenswerte Korrektur erlebt hat, wächst im Wert um über 22%. Irland musste die bisher stärkste Korrektur um über 50% erleiden und konnte nur knapp wieder 10% zulegen. Der spanische sowie der niederländische Markt haben bis dato keinen Boden gefunden. Warum jedoch ist das wichtig? Die Vermutung liegt nahe, dass aufgrund der geografischen Nähe vieler Finanzinvestoren zu den USA und zum Vereinigten Königreich gerade diese beiden Märkte durch eher spekulative Käufe getrieben wurden. Falls dies der Fall sein sollte, ist die Gefahr eines kräftigen Rückschlags in diesen Märkten mehr als gegeben, mit allen Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum. Andere Daten, die bereits in vergangenen Marktkommentaren veröffentlicht wurden, unterstützen diese These.

Insofern scheint der vermeintlich sichere Immobiliensektor außerhalb der selbstgenutzten Immobilie vielleicht doch nicht ganz so sicher. Auch Gold als Alternativanlage hat viel von seinem Glanz eingebüßt. Auf Basis der letzten drei Jahre hat Gold gerade mal 10% verloren, gleichauf mit Orangensaft (Grafik 10). Milch hingegen hat 60% erwirtschaftet und hätte bei einer möglichen Fehlinvestition den Vorteil, dass man sie im Gegensatz zu Gold konsumieren kann.



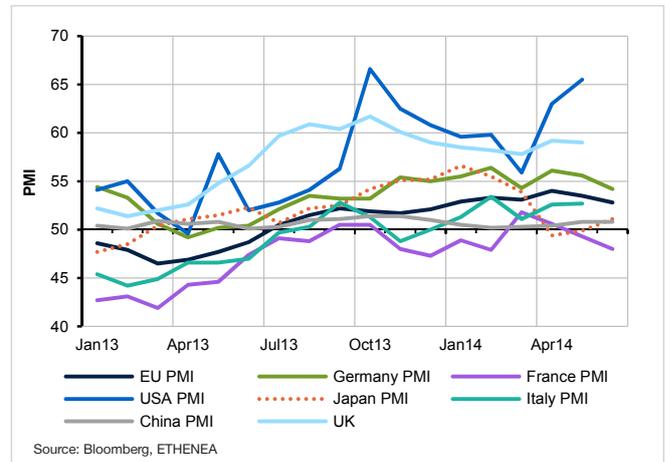
Grafik 9: Entwicklung der unterschiedlichen Immobilienpreise



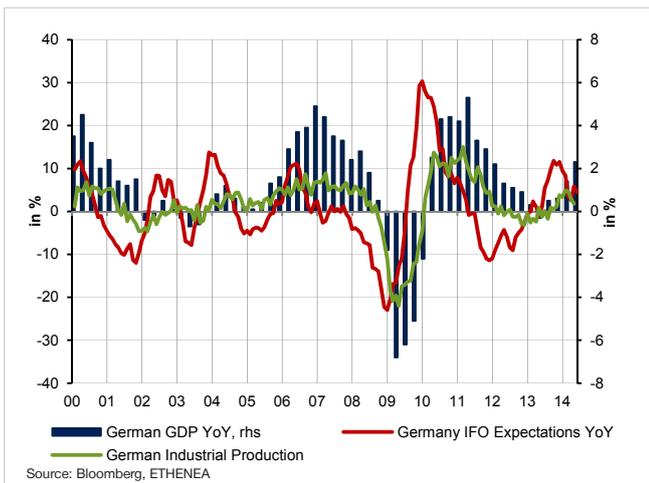
Grafik 10: Relative Veränderung von Gold, Milch und Orangensaft seit Januar 2011

Die Einkaufsmanagerindizes (Grafik 11) deuten im Gegensatz zu den Q1-Zahlen für das US-BIP auf eine anhaltende Erholung hin. Auch andere *weiche* Daten unterstützen die Annahme eines Aufschwungs. In Europa hingegen trübt sich das Bild langsam ein. Sowohl die PMI-Indizes als auch die speziell für die Wachstumslokomotive Europas wichtigen IFO-Daten zeigen eine, hoffentlich nur vorübergehende, Schwächephase (Grafik 12). Gerade die Veränderungsrate des IFO-Erwartungsindex hat in der Vergangenheit mit einer Vorlaufzeit von drei bis vier Quartalen eine Wachstumsreduktion in der Industrieproduktion und damit einhergehend im deutschen BIP prognostiziert. Für den Fall, dass sich auch dieses Mal ein entsprechender Zusammenhang einstellen sollte, wäre ein Rückgang des deutschen Wachstums und somit auch der Eurozone gegen Ende 2014 wahrscheinlich. Auch der von uns bereits des Öfteren gezeigte Chart des deutschen Wachstumszyklus aus den beiden IFO-Index-Komponenten zur aktuellen Lage und zur Erwartung zeigt einen leichten Rückgang in

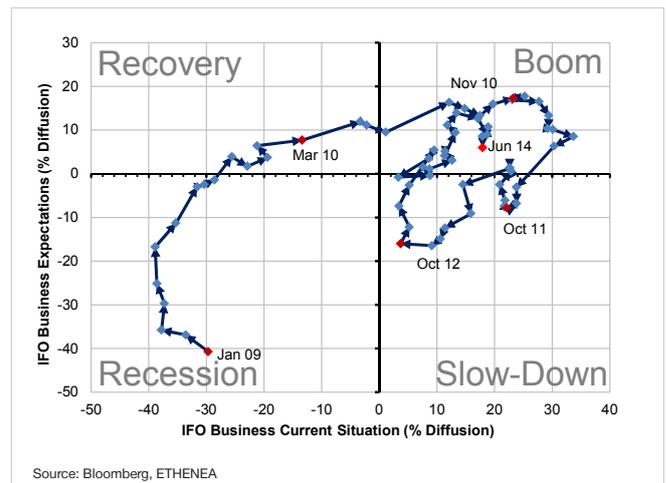
Richtung Südwest-Quadrant (Grafik 13). Es ist noch zu früh, um nervös zu werden, doch man sollte wachsam bleiben und die Daten zeitnah beobachten und interpretieren.



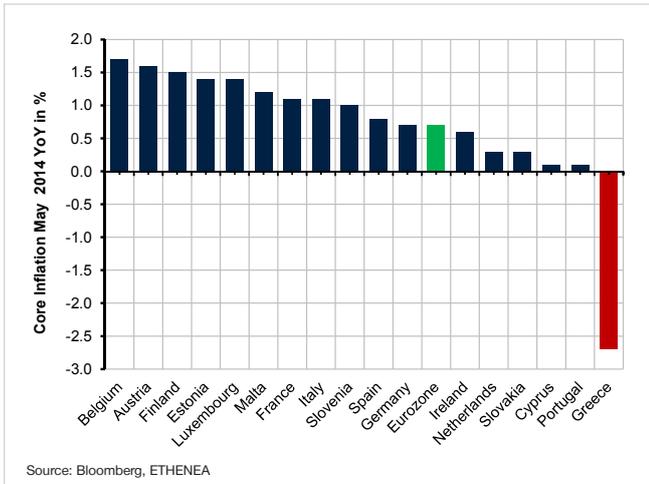
Grafik 11: Entwicklung ausgewählter Einkaufsmanagerindizes



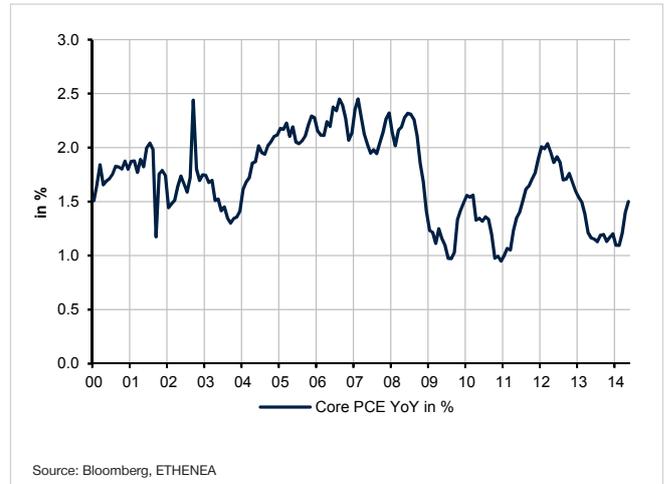
Grafik 12: IFO-Erwartungsindex als Veränderung gegenüber dem Vorjahr, zusammen mit BIP und Industrieproduktion für Deutschland



Grafik 13: IFO-Erwartungsindex und IFO-Diffusionsindex der aktuellen Lage für Deutschland



Grafik 14: Kerninflationen in der Eurozone im Mai 2014\*



Grafik 15: Kerninflationenrate der USA\*

An der Inflationsfront herrscht aktuell Ruhe. In der Eurozone ist die Kerninflationenrate allerdings im Mai 2014 wieder unter die 1%-Grenze auf 0,7% gerutscht und hat sicherlich mit dazu beigetragen, dass die EZB sich genötigt sah, zu agieren (Grafik 14). Ob die bisher beschlossenen Aktionen ausreichen, um eine drohende Deflation abzuwenden, bleibt abzuwarten. Mitglieder der EZB haben in unterschiedlichen Medien bereits kommuniziert, dass man auch andere Maßnahmen ergreifen würde, wenn es notwendig erscheint. Wir interpretieren diese Aussagen als eine Aussicht auf ein QE (*Quantitative Easing*) à la EZB. Was konkret in diesem Fall von der EZB erworben werden könnte und sollte, kann und wird sicher noch ausreichend diskutiert werden.

Der für die US-Zentralbank wichtige sogenannte PCE Core Deflator, also die Kerninflationenrate des persönlichen Konsums, bewegt sich seit Beginn des Jahres stetig nach oben. Die USA scheinen damit weiter als die Eurozone von einer Deflation entfernt zu sein, allerdings lässt das aktuelle Niveau auch wenig Angst bezüglich einer Inflation entstehen (Grafik 15).

Bevor wir uns nun in einem kleinen Exkurs den Aktienmärkten im Allgemeinen und den US-amerikanischen im Speziellen widmen, sollten wir eine Zwischenbilanz ziehen.

Die Abhängigkeit der Kapitalmärkte von Daten war selten so groß wie heutzutage. Wir befinden uns in extremen Marktsituationen und suchen nach Orientierung. Denn es bewegen sich nicht nur fast alle Renditen der Rentenmärkte auf den tiefsten Ständen seit Beginn der Annalen sondern auch gleichzeitig viele Aktienmärkte auf ihren Allzeithöchstständen. Die Weltwirtschaft hängt am Liquiditätstropf der Zentralbanken. Im Fall der USA wurde angedeutet, dass der Tropf bald abgehängt werden soll, da der Patient gesundet ist.

Inwiefern die jüngsten Enttäuschungen im Wachstum der USA in dieses Bild passen, bleibt abzuwarten. Die anderen Zentralbanken scheinen eher die Dosis des billigen Geldes verstärken zu wollen, darunter die EZB und vor allem die Bank of Japan. Beide wollen bzw. müssen ihre Politik fortsetzen, um der Illusion des Wachstums weiter Nahrung zu geben. Was wäre, mag man ketzerisch fragen, wenn das Wachstum gar nicht real, sondern fast ausschließlich der *Wall of Money* zuzuschreiben ist?

Sicher ist einzig und allein, dass das Beispiel Japans gezeigt hat, was mit einer einst blühenden Volkswirtschaft passiert, wenn Strukturreformen unnötig herausgeschoben werden. *Too late – too little* sollte in Zukunft nicht als Nekrolog auf die Geldpolitik der *Nach-Lehman-Jahre* gelten.

Allerdings scheint die Politik allmählich wieder in ihr ursprüngliches Beharrungsvermögen diesbezüglich zurückzufallen, keine Wählerstimmen kostenden Veränderungen herbeizuführen. Allgemein wird leider missverstanden, dass die Geldpolitik der Zentralbanken eben keine Problemlösung darstellt, sondern lediglich Zeit erkaufte hat, die dringend zur Lösung der Strukturprobleme genutzt werden sollte. Welche Probleme das sind, mag jeder für sich selbst beantworten, je nach politischer Couleur. Aber selbst Grundliberale wie der Autor erkennen, dass die Schere zwischen *denen, die haben* und *denen, die brauchen* wieder etwas zusammenlaufen muss. Das bezieht sich nicht nur auf die Wohlstandsverteilung innerhalb einer Gesellschaft, man kann es auch auf Jung und Alt übertragen – da fast alle Wohlstandsgesellschaften ein Überalterungsproblem haben und bisher mögliche Lösungen nicht umgesetzt wurden. Darunter fällt auch die Notwendigkeit, Verschuldungen nachhaltig und dauerhaft zurückzuführen und das statt über statistische Tricks ganz altmodisch durch Sparen. Ansonsten ist der soziale Friede, die Grundvoraussetzung für gesundes Wirtschaftswachstum, vielerorts gefährdet.

Wenn in solch einem Umfeld Misstrauen gegenüber den Orientierungspunkten für den Kapitalmarkt, soll heißen: den Wirtschaftsdaten, entsteht (ob aufgrund von massiven Revisionen oder wegen einer schlecht kommunizierten

Uniformisierung der Berechnung von Wirtschaftsleistung durch die eingangs erwähnte UN-SNA-Vorgabe), dann ist dem wichtigen, einwandfrei funktionierenden Kapitalmarkt möglicherweise ein Bärendienst erwiesen worden.

Wir bleiben wachsam und beobachten und interpretieren die Marktdaten mit der gehörigen Skepsis, die uns eigen ist – im Sinne unserer Anleger.

So halten wir es dann doch mit Ian Durys *Sex and Drugs and Rock 'n' Roll*, wo es in der zweiten Strophe heißt:

*Here's a little piece of advice.  
You're quite welcome it is free.  
Don't do nothing that is cut price.  
You know what that'll make you be.  
They will try their tricky device.  
Trap you with the ordinary.  
Get your teeth into a small slice.  
The cake of liberty.\**

\* Frei übersetzt:  
„Hier kommt ein kleiner Rat.  
Gut gemeint und kostenlos.  
Lass die Finger von billigen Sonderangeboten.  
Du weißt, was das aus dir macht.  
Sie werden ihre durchtriebenen Methoden ausprobieren.  
Dich mit dem Gewöhnlichen einfangen.  
Beiß' ein kleines Stückchen ab.  
Vom Kuchen der Freiheit.“

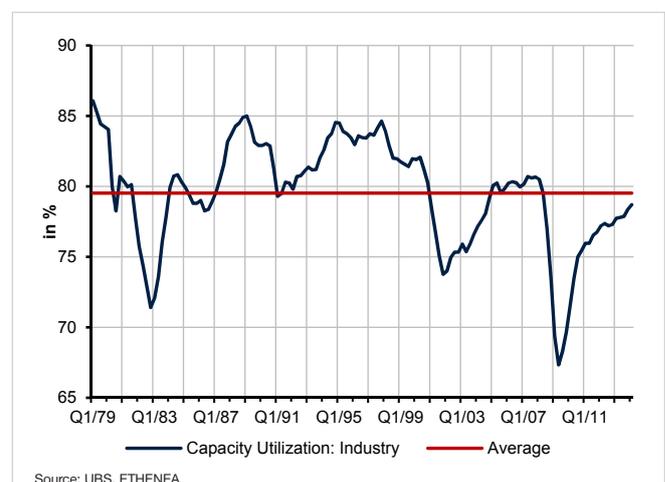
Nun, wie angekündigt, ein kurzer Exkurs zu den Aktienmärkten des von uns beauftragten Aktienanalysten Andreas Wild.

### Woher weht der (Rücken-)Wind?

Ein Blick auf die revidierten Bruttosozialproduktzahlen von Q1 in den USA scheint wenig Anlass zum Optimismus zu geben, liegen diese doch bei -2,9%. Bedeutet das den Beginn einer neuen Rezession? Das glauben wir nicht und sehen vielmehr einige Anzeichen dafür, dass die Lage weniger düster ist, als es die Zahlen auf den ersten Blick vermuten lassen. Insbesondere, wenn man die US-Industrieunternehmen betrachtet.

Im Gegensatz zu vielen europäischen Industrieunternehmen, welche sich nur schleichend von den letzten schwierigen Jahren erholen, genießt die Konkurrenz aus den USA einigen Rückenwind. Die Nachfrage nach Investitionsgütern ist in den Vereinigten Staaten am Steigen (+2,8% im ersten Quartal). Die innenpolitischen Unsicherheiten sind kleiner geworden und die Wirtschaft wächst. Ist die Erholung, welche 2009 eingesetzt hat, damit schon wieder am Ende oder ist das erst der Anfang? Steht uns ein Comeback der Investitionen erst noch bevor? Wir gehen davon aus. Die Auslastung der US-Unternehmen ist von 67% wieder auf knapp 79% gestiegen und bietet somit

eine gesunde Basis für eine Fortsetzung des Aufschwungs (Grafik 16). Eine steigende Auslastung dient als Auslöser für zusätzliche Investitionen. Ein weiterer Grund für eine Neuan-schaffung ist das Alter der Anlagen. Der Altersdurchschnitt von US-Anlagevermögen liegt heute auf einem Höchststand von fast 15,5 Jahren. Von einem Umfeld der Überinvestitionen kann daher kaum gesprochen werden.



Grafik 16: Kapazitätsauslastung der Industrie in den USA

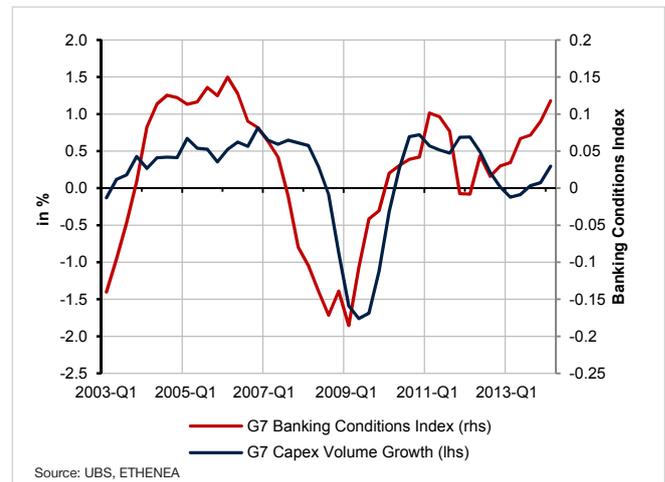
Die Margen der Unternehmen sind auf einem hohen Level und die Kassen sind voll, was Investitionen ebenfalls begünstigt. Die größten 1.500 Unternehmen in den USA (exklusive Banken) verfügen über liquide Mittel von 1.720 Milliarden USD. Auch die Verschuldung ist historisch sehr tief, etwa halb so hoch wie in 2000.

Rückenwind kommt auch aus dem Bankensektor. Das Kreditumfeld, welches sich weltweit in der Finanzkrise massiv eingetrübt hat, erholt sich in den G7-Ländern (Grafik 17). Das wird die Exportmöglichkeiten für US-Unternehmen positiv beeinflussen. Gerade in den großen europäischen Industriestaaten wie Deutschland, Frankreich und Italien sind Bankkredite ein wichtiges Schmiermittel und deshalb die Voraussetzung für eine expandierende Wirtschaft. Wir sollten nicht vergessen, dass für europäische Unternehmen das Bankensystem viel entscheidender ist als für die Konkurrenz aus den USA, welche vermehrt den Kapitalmarkt zur Finanzierung nutzt. Relativ zum Kreditvolumen ist der europäische Kreditmarkt dreimal wichtiger als jener in den USA.

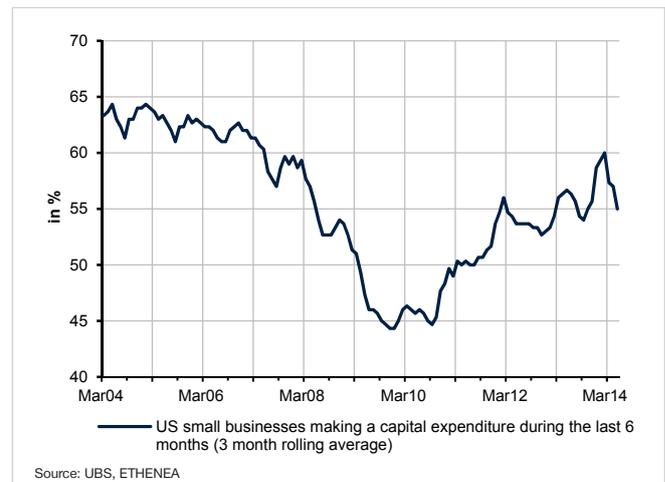
Auch die nahe Zukunft wird positiv gezeichnet. Die abnehmende Investitionsbereitschaft der letzten Jahre wurde maßgeblich von kleinen Unternehmen getrieben, welche durch die politisch verursachten Unsicherheiten in Washington negativ beeinflusst wurden. Probleme wurden nur wenige gelöst bzw. auf später verschoben, die Risiken haben jedoch kurzfristig abgenommen. Konsequenterweise ist ebenfalls die Anzahl kleiner Unternehmen, welche in den letzten sechs Monaten investiert haben, massiv gestiegen. Daneben zeigen Umfragen im globalen Kontext, dass es nach oben geht.

Man sollte allerdings nicht vergessen, dass die USA von strukturellem Rückenwind profitieren. Das vieldiskutierte Schiefergas bringt dem Land billige Energiepreise, die im Vergleich mit Europa weniger als die Hälfte und gegenüber Südostasien nur ein Drittel kosten. Die Wiederauferstehung der Chemieindustrie ist in vollem Gange. Zusätzlich befindet sich das Lohnkostenniveau seit Jahren im Sinkflug. Die Wirtschaftskrise hat den bestehenden Trend nur weiter

beschleunigt. Demgegenüber sind in China die Löhne seit dem Jahr 2000 um 150% gestiegen. Die Konsequenz aus der relativen Veränderung der Konkurrenzfähigkeit lautet, dass der kapitalintensive Sektor in den USA wieder wächst – und das nach einem Jahrzehnte andauernden Niedergang seit dem Zweiten Weltkrieg.



Grafik 17: Investitionswachstum und Bankkonditonsindex\*



Grafik 18: Kapazitätsauslastung der Industrie in den USA

Nicht zu unterschätzen ist zudem die Währung. Die US-Notenbank verfolgt seit Jahren eine sehr expansive Geldpolitik, an der auch die *Tapering*-Diskussion wenig geändert hat. Als Konsequenz schwächt der US-Dollar verglichen mit den Währungen der wichtigsten Handelspartner (Grafik 19), zur Freude der US-Produzenten.

Erste Spuren des sich verbessernden Klimas für US-Industriebetriebe haben wir an den Aktienmärkten bereits gesehen. So

hat der S&P 500 Industrials seit Herbst letzten Jahres besser abgeschnitten als der Gesamtindex. Mit steigenden Investitionen wird dieser Sektor in den nächsten Monaten weiteren Rückenwind bekommen.

Die Chancen für US-Industrieunternehmen stehen damit gut – was uns die berühmten Worte von Aristoteles in Erinnerung ruft: „Wir können den Wind nicht ändern, aber die Segel anders setzen“.



Grafik 19: Handelsgewichteter USD



Grafik 20: Relativer Verlauf des S&P 500 und des Subindex S&P Industrials

## Positionierung der Ethna Funds

### Ethna-GLOBAL Defensiv

Die dovische Grundeinstellung der wichtigsten Zentralbanken (mit Ausnahme der BoE) veranlasste uns dazu, das Bondexposure weiter auszubauen, auf 81,8% zum Ultimo. Dabei bleibt das durchschnittliche Rating unverändert mit A+ bis AA- im sehr guten Investmentgrade-Bereich, wobei über 42,5% in Bonds mit AAA-Rating investiert sind. Auch die Modified Duration blieb nahezu unverändert bei 4,78 zum Ultimo, da unserer Meinung nach wegen der anhaltenden Interventionen, insbesondere von Fed und EZB, aktuell kein Absicherungsbedarf besteht.

Da insbesondere Bonds chinesischer Staatsunternehmen über die letzten Monate stark performten, reduzierten wir hier leicht unsere Bestände und realisierten Gewinne. Auch auf der Währungsseite reduzierten wir unseren Bestand an EUR im Portfolio und erhöhten im Gegenzug USD und AUD. Neben potentiell positiven Währungseffekten, bedingt durch die Maßnahmen der EZB, bieten Anleihen in diesen Währungen in Relation zu ihrem Risikoprofil derzeit attraktive Renditen. Zur Veranschaulichung: Während spanische 10-jährige Staatsanleihen aktuell noch eine Rendite von 2,66% aufweisen, besitzen 10-jährige US-Staatsanleihen eine Rendite von 2,54%, bei besserem Rating und höherer Liquidität, während 10-jährige australische Staatsanleihen bei 3,54% und einem AAA-Rating dotieren.

Das Aktienexposure wurde weiter auf 9,5% ausgebaut. Zugekauft haben wir Banken sowie Öl- und Gasunternehmen, welche von der geopolitischen Unsicherheit und steigenden Ölpreisen profitieren.

### Ethna-AKTIV E

Aufgrund der starken Performance der Bondmärkte in Folge der letzten EZB- und Fed-Sitzungen, in Verbindung mit den aktuellsten makroökonomischen Daten, wurden vereinzelt auf der Bondseite Gewinne realisiert, wodurch die Quote zum Ultimo leicht auf 57,4% sank. Insbesondere wurden Positionen in EUR geschlossen sowie von chinesischen Staatsunternehmen. Da Letztere in jüngster Zeit sehr stark performten, konnten wir hier Gewinne realisieren. Auf der anderen Seite beteiligte sich der Fonds an Neuemissionen, insbesondere in USD, da diese derzeit im Vergleich zu EUR-denominierten Anleihen ein attraktiveres Risiko-Rendite-Profil besitzen.

Die Modified Duration blieb nahezu unverändert und auch das durchschnittliche Rating blieb mit A- bis A unverändert im guten Investmentgrade-Bereich. Damit ist das Bondportfolio bestens in der Lage, gegebenenfalls höhere Volatilität an den Aktienmärkten zu kompensieren.

Auf der Währungsseite entschlossen wir uns nach der letzten BoE-Veröffentlichung, unser GBP-Exposure abzusichern und somit Währungsgewinne zu realisieren. Auch wurde das CHF-

Exposure größtenteils abgesichert, da in Folge der EZB-Sitzung der CHF stärker ging – sich jedoch dadurch auch der von der SNB gesetzten Grenze angenähert hat, weshalb das Potential für weitere Gewinne gering ist. Im Gegenzug wurde insbesondere das USD-Exposure auf knapp über 22% erhöht. Diese Position bietet neben dem intrinsischen Hedge für unser USD-Bondportfolio zusätzliches Potential für Währungsgewinne gegenüber dem EUR, aufgrund des unterschiedlichen Zyklus, in dem sich die beiden Zentralbanken in Bezug auf ihre Geldpolitik derzeit befinden.

Die Netto-Aktienquote des Ethna-AKTIV E hat sich im Juni nur geringfügig geändert und liegt bei 33,6%. Auf Sektorebene haben wir im Bereich Technologie hinzugekauft und von einem sich erholenden Markt nach zwei sehr schwachen Monaten im März und April profitiert. Der Sektor wird weiter von einem besseren Umfeld für Investitionen, vor allem in den USA, unterstützt. Ferner erhöhten wir das Exposure im Öl- und Gasbereich. Gesellschaften, welche keine Geschäftsaktivitäten im Mittleren Osten haben, werden im erhöhten Maße vom steigenden Ölpreis, verursacht durch die Unsicherheiten in der Region, profitieren. Im defensiven Bereich haben wir Pharmazugunsten von Telekomaktien gekauft. Die defensiven Geschäftsmodelle der Pharmaunternehmen werden von Investoren wieder zunehmend geschätzt und Übernahmefantasien geben dem Sektor weiteren Schub.

### Ethna-GLOBAL Dynamisch

Die Netto-Aktienquote des Fonds wurde im Juni weiter auf 48,3% erhöht. Zugekauft haben wir im Öl- und Gassektor. Die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und in Osteuropa werden nicht so schnell abflachen und den Ölpreis weiter unterstützen. Gemieden wurden Gesellschaften mit Exposure im Mittleren Osten, wo die Unruhen die Geschäftstätigkeit negativ beeinflussen könnten. Des Weiteren haben wir Gewinne im Minenbereich realisiert, wo es bezüglich der Entwicklung in China viele offene Fragen gibt. Der wichtigste Sektor bleiben die Finanzwerte, welche von einer wirtschaftlichen Erholung in den USA sowie von einer Stabilisierung in Europa profitieren. Weitere Unterstützung, vor allem für Finanzinstitute in der europäischen Peripherie, gibt es durch die angekündigten Maßnahmen der Europäischen Zentralbank.

Zur Steuerung von Volatilität und Risiko des Gesamtfonds wurde das durchschnittliche Rating um eine Stufe auf A- bis A angehoben. Dabei ging die Bondquote leicht zurück, bleibt jedoch mit 29,4% immer noch nahe unserer langfristigen Zielallokation von 30%. Auch wenn wir aktuell kein Risiko auf der Zinsseite sehen, sank die Modified Duration im Zuge der Änderungen auf 4,86 von knapp über 5, wobei wir weiterhin keine Zinsfutures zur Absicherung einsetzen. Dadurch ist das Bondportfolio weiterhin sehr gut aufgestellt, um kurzfristige Volatilität durch das Aktienexposure zu kompensieren.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	95.67	1.369	1.2145	0.8005	138.67	1.45275	8.3956	1.46025	2.9014	8.4973
-1m	-0.4%	0.4%	-0.4%	-1.6%	-0.1%	-0.9%	2.9%	-1.4%	1.4%	-0.3%
ytd	-2.1%	-0.7%	-0.9%	-3.8%	-4.5%	-6.0%	0.4%	-0.4%	-2.2%	1.7%

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	0.028	0.342	1.245	122	62	242	68	103
-1m	-4	-9	-11	-8	-4	-12	-5	-9
ytd	-19	-58	-68	-50	-8	-44	-19	-25

Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	129	143	-68	46	31	23	160	142	240	471	111
-1m	112	121	-78	41	19	28	161	150	226	491	125
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

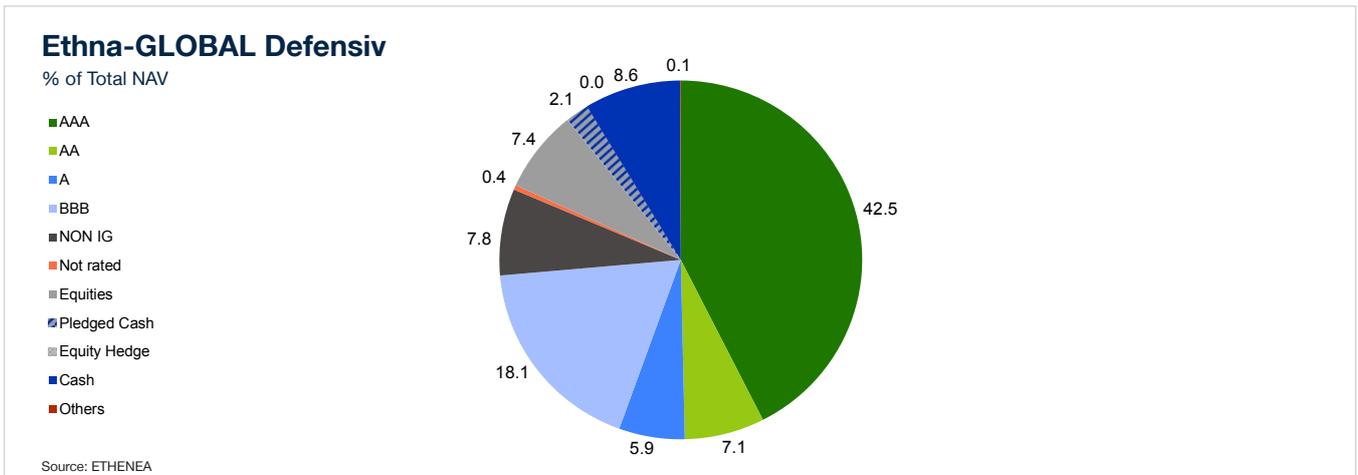
Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,833.07	16,826.6	3,228.24	4,422.84	6,743.94	15,162.1	2,048.327
-1m	-1.1%	0.7%	-0.5%	-2.1%	-1.5%	3.6%	0.4%
ytd	2.9%	1.5%	3.8%	3.0%	-0.1%	-6.9%	-3.2%
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	13.8	15.1	14.5	15.1	14.2	17.2	8.1
-1m	-0.2%	0.6%	-0.2%	1.1%	0.4%	3.4%	0.8%
ytd	-2.2%	-3.3%	-0.2%	-3.3%	0.7%	-18.5%	-12.7%

Grafik 21: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und Vorjahr (Monatsende)\*

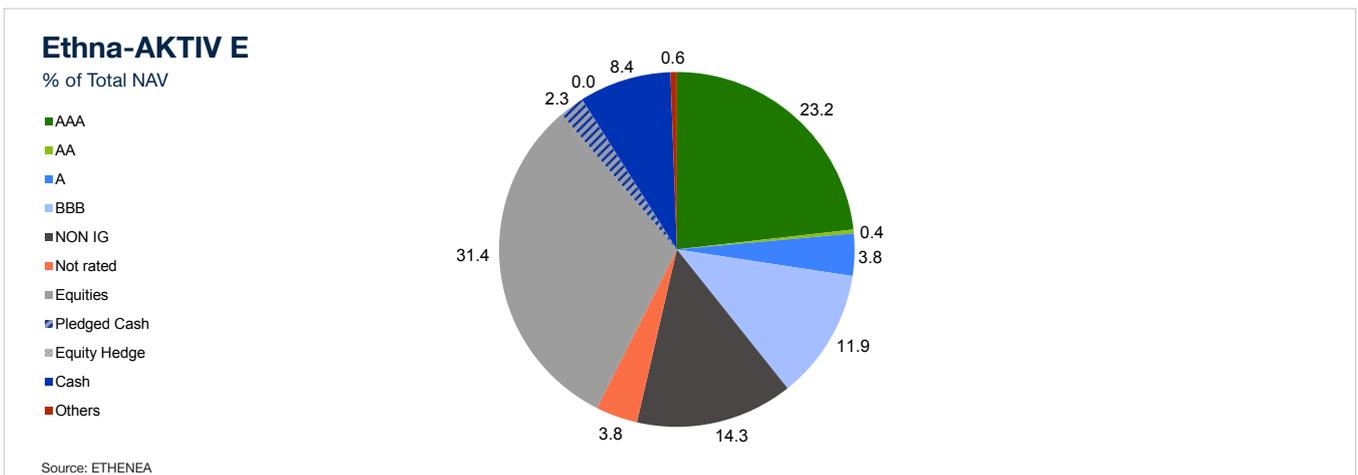
Weitere Detailinformationen finden Sie unter [diesem Link](#).

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
30/06/2014	Ethna-AKTIV E	3.86%	A-	A	4.86	4.10%	4.86
30/06/2014	Ethna-GLOBAL Defensiv	2.63%	A+	AA-	4.78	3.01%	4.78
30/06/2014	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.38%	A-	A	4.86	3.97%	4.86

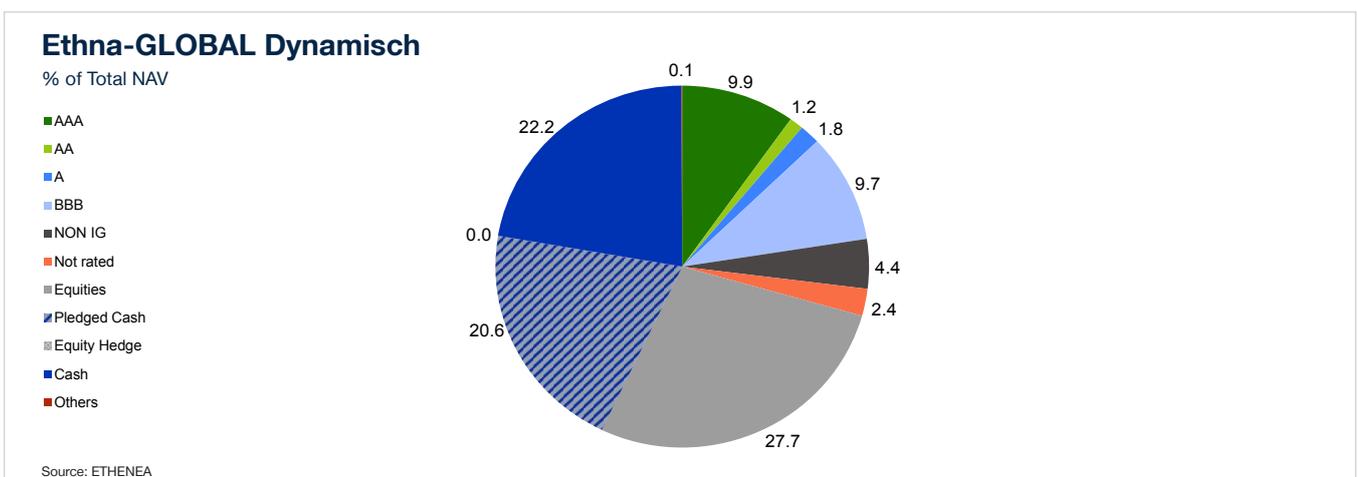
Grafik 22: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende\*



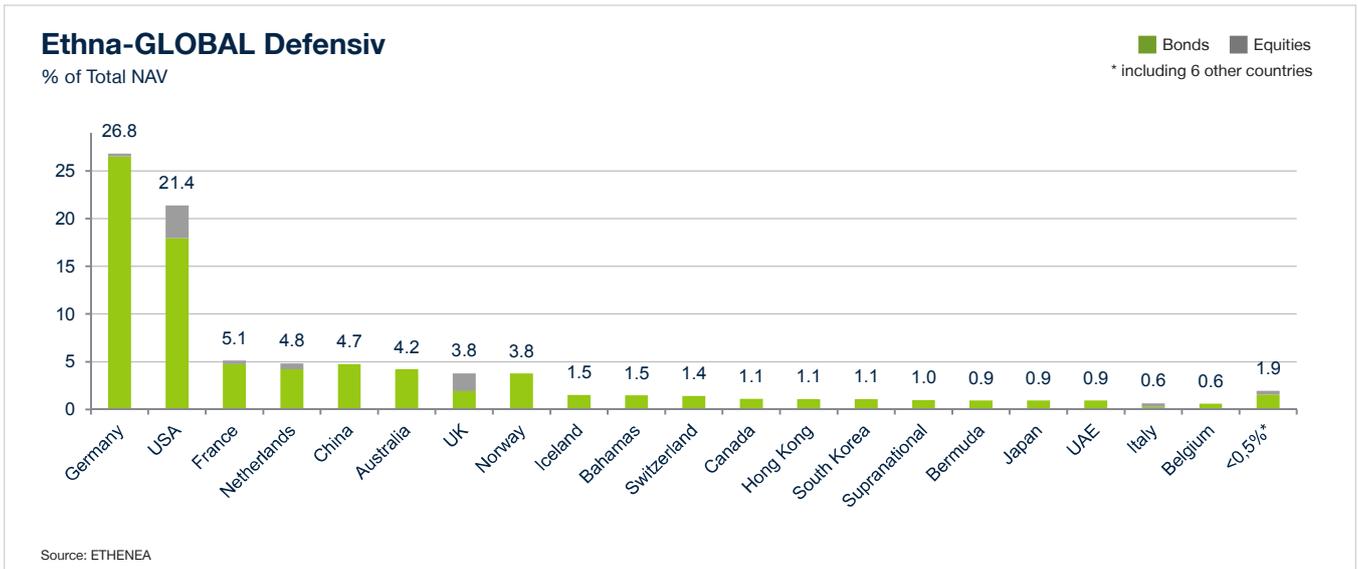
Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating\*



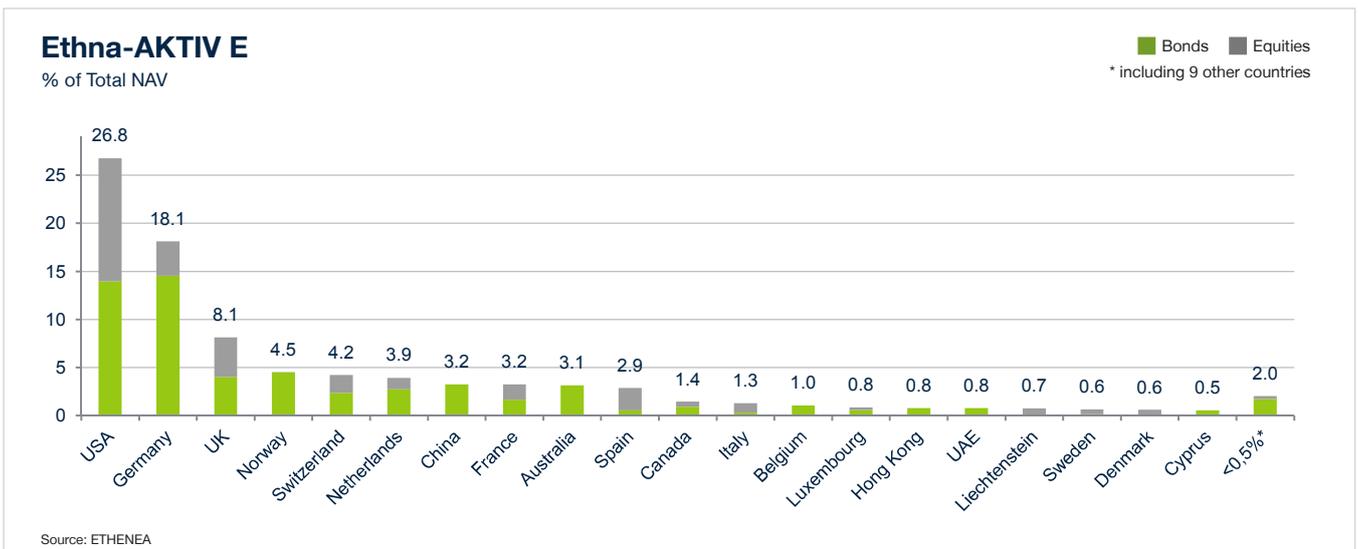
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating\*



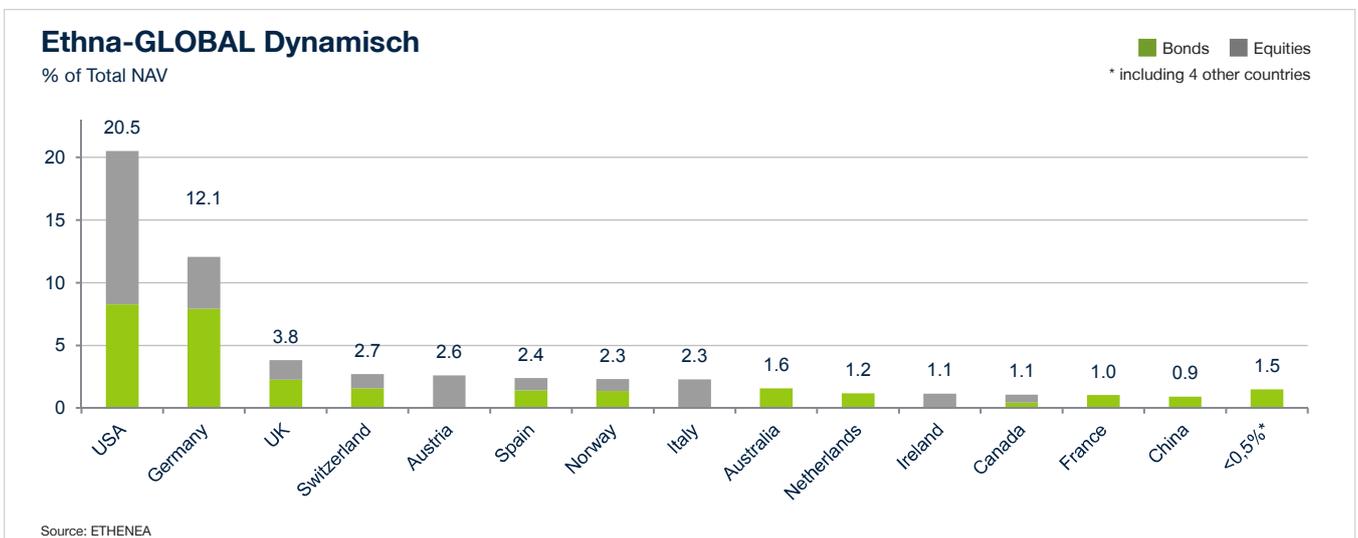
Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating\*



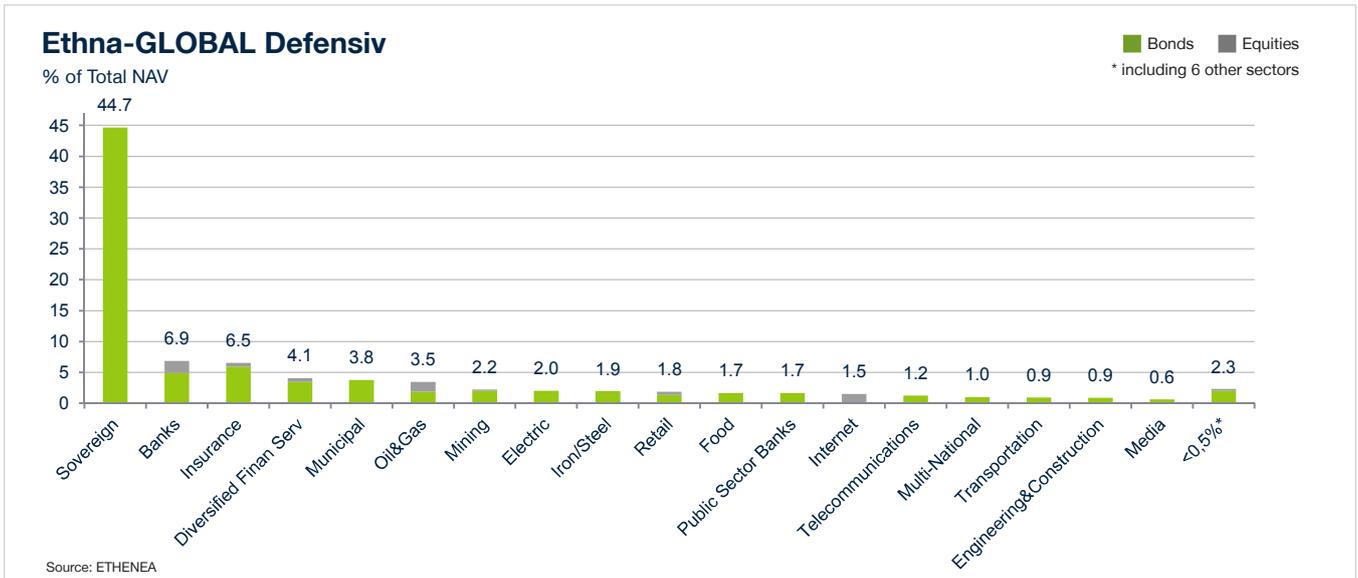
Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft\*



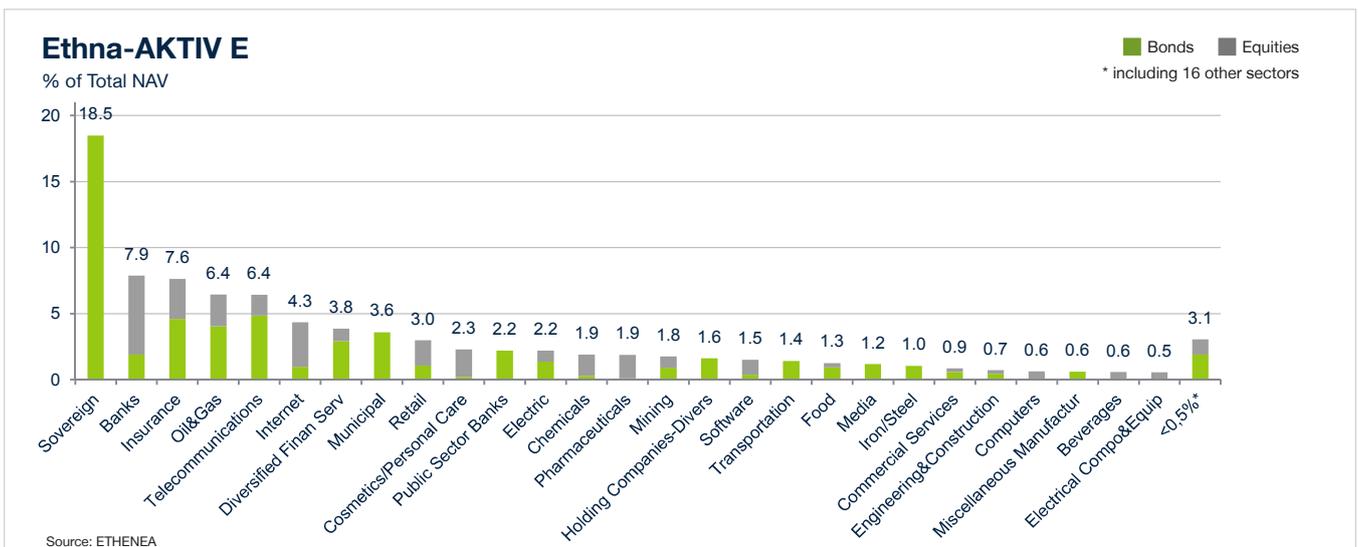
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft\*



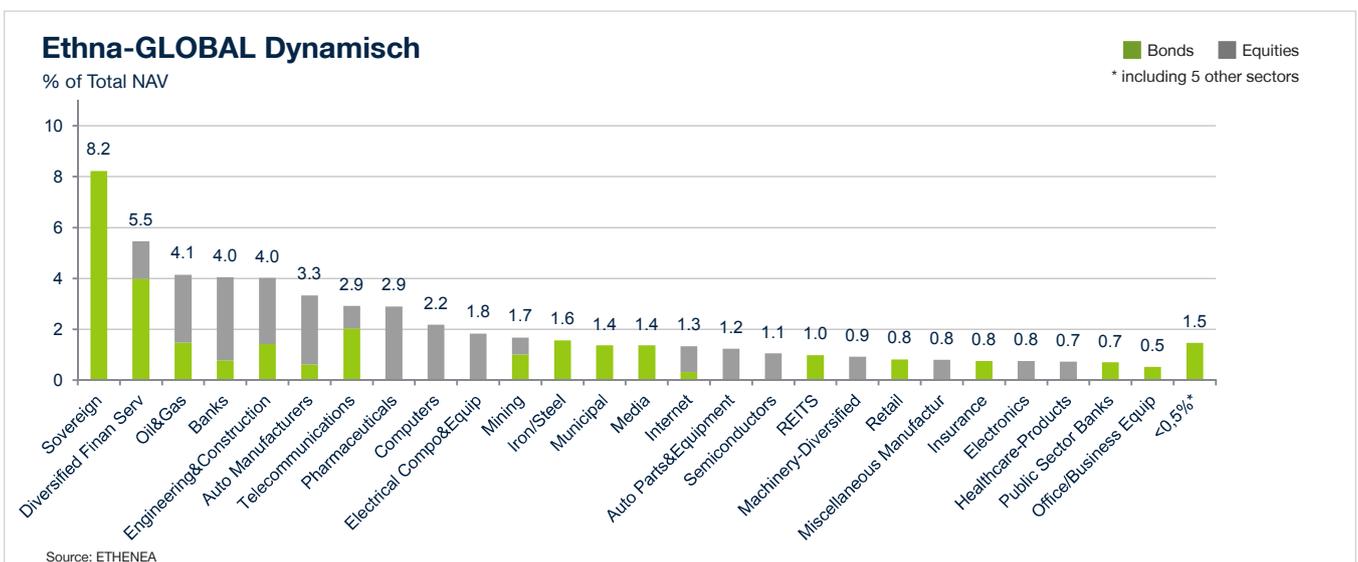
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft\*



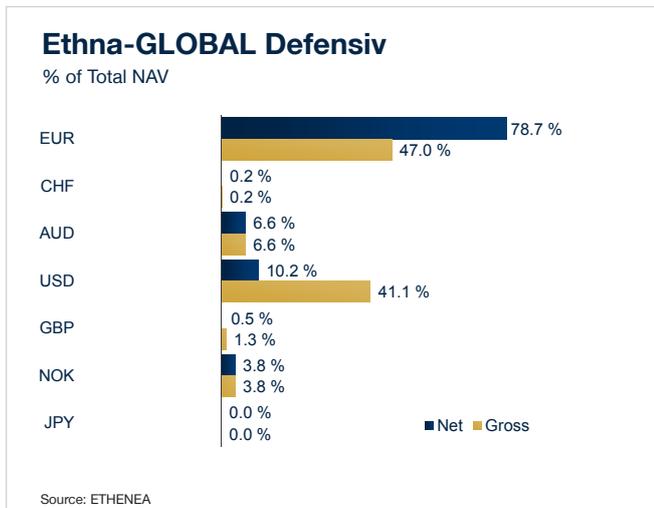
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche\*



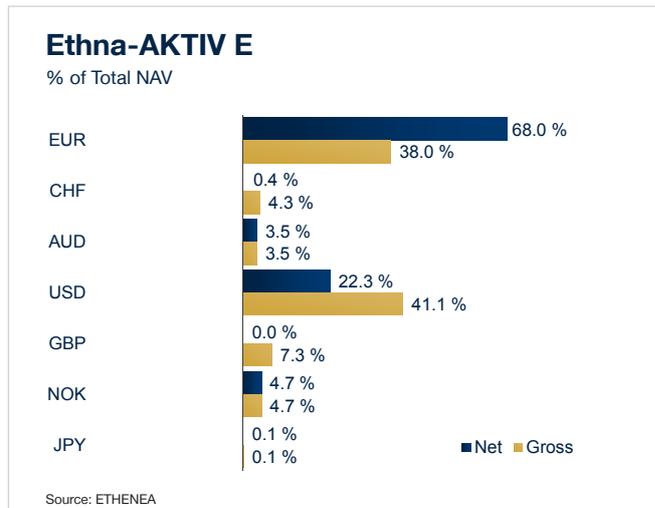
Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche\*



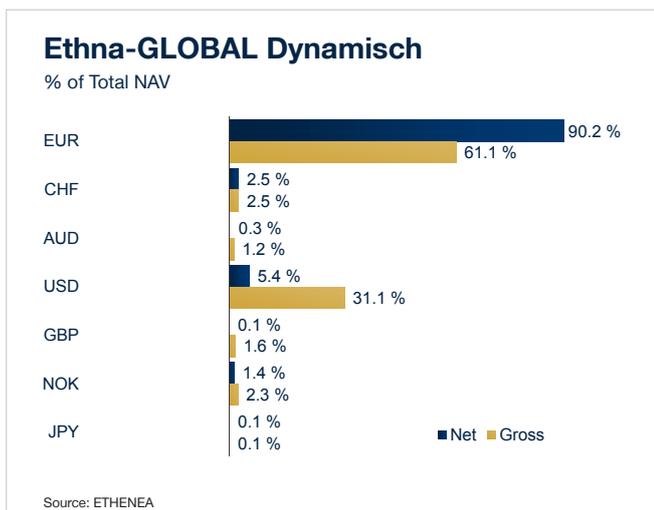
Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche\*



Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-GLOBAL Defensiv** nach Währungen\*



Grafik 33: Portfoliozusammensetzung des **Ethna-AKTIV E** nach Währungen\*



Grafik 34: 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, 30.06.2014.