

MARKTKOMMENTAR

info@ethenea.com | www.ethenea.com

Entropie der Märkte



Urheberrecht: 123RF Stockfoto

Eiswürfel in einem warmen Getränk führen zu einem kühlen Getränk ohne Eiswürfel: Entropie eben. Doch wozu führen Wachstum in den USA und Stagnation in der Alten Welt? Greift auch hier das Gesetz der Entropie?

Selten hat der Autor sich so sehr das Jahresende herbeigesehnt wie in 2014. Im Nachgang drängt sich dem aufmerksamen Marktbeobachter das Gefühl auf, dass wir quasi von einer Krise übergangslos in die nächste gerutscht sind. Nur eine kurze Unterbrechung gab es: im Sommer zur Fußballweltmeisterschaft in Brasilien, mit einem überaus glücklichen Ausgang für Deutschland. Doch welche Krise war die dominierende? Als welches Krisenjahr wird das Jahr Nummer 8 in die Geschichtsbücher eingehen? Anfang des Jahres, schon stark in der Erinnerung entschwunden, stand das überraschend schwache erste Quartal des US-Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Vordergrund – inklusive dem damit einhergehenden gesamten Rattenschwanz an Implikationen für die Märkte. Der Rebound des US-Wachstums im zweiten Quartal ließ das Thema allerdings wieder in Vergessenheit geraten, zumal die Ukraine spätestens seit dem mutmaßlichen Abschuss von MH17¹ über dem Osten des Landes wieder in den Fokus der Märkte rückte. Seitdem kühlte auch das Klima zwischen Russ-

land und dem Rest der Welt im Gleichschritt der Jahreszeiten merklich ab. Der bisherige traurige Höhepunkt in diesem Drama ist sicher der Kollaps des Rubels gegen Jahresende. Selbst der tiefe Fall des Rohölpreises, der sich seit September beschleunigte, wird nicht nur von Verschwörungstheoretikern in einem Atemzug mit den Russlandsanktionen des Westens genannt.

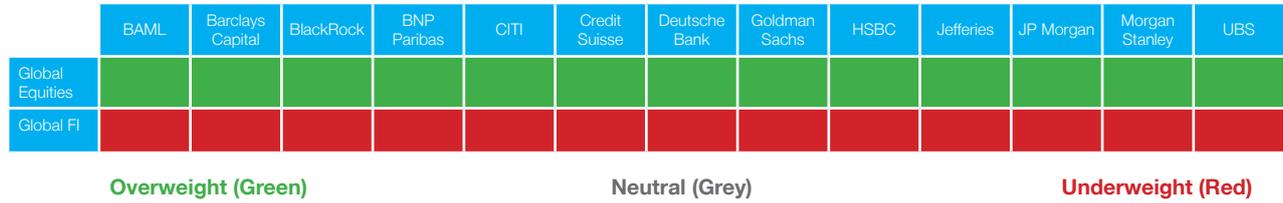
Die Unfähigkeit der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), Fördermengen zu reduzieren, um dem Preisverfall entgegenzuwirken, hat die OPEC als Kartell quasi obsolet gemacht, was den Autor jedoch keinesfalls um den Schlaf bringen wird. Die möglichen Konsequenzen hingegen, die ein längeres Verharren des Rohölpreises auf dem aktuellen Niveau in Bezug auf die Weltwirtschaft, die Schiefergas(öl)-industrie der USA und den Staatshaushalt unterschiedlicher Länder (allen voran Russland) haben könnten, könnten schon eher zu einer Insomnie des Autors führen.

¹ Flugnummer des Malaysia-Airlines-Flugs, der am 17. Juli 2014 nahe der Stadt Tores abgestürzt ist. Alle 298 Insassen kamen ums Leben.



2014 Research Cross Asset Views

Equities vs Fixed Income 2014 Outlook



Source: Blackrock

Grafik 1: Prognosen verschiedener Kapitalmarktexperten für das Jahr 2014 zu Beginn des Jahres

Als weiterer Krisennukleus kann das zunehmende Erstarren der Terrororganisation Islamischer Staat (IS) angesehen werden. Erst vor Kurzem konnte man erschrecken, als westliche nachweisliche Islamexperten den IS als stärkste Kraft im Orient, seitdem die Mauren den Mittleren Osten, Nordafrika und Teile Europas unter ihre Kontrolle gezwungen haben, bezeichneten. Die nach wie vor große Popularität des IS unter gerade jungen Muslimen scheint für einen stetigen Zufluss an Menschen und Material zu sorgen. Auch wenn in großen Teilen der westlichen Welt Themen wie Russland und Öl dominieren, sollte man die potentielle Gefahr des IS für unsere Art, freiheitsorientiert zu leben, nicht unterschätzen. Doch im Rahmen dieser Analyse können wir hierauf leider nicht näher eingehen.

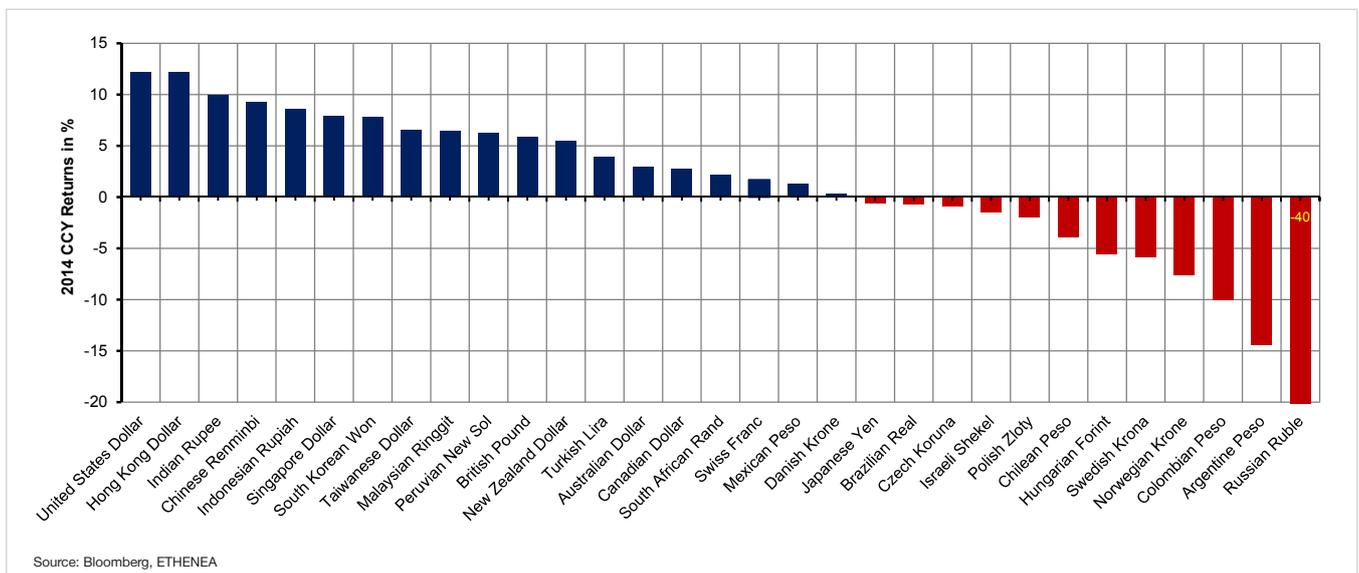
Da wir hier vor allem unsere Sicht der Dinge für 2015 darlegen möchten, haben wir einen weiteren Experten bemüht. Yves Longchamp überzeugt mit einem ökonomischen Rück- und Ausblick für Europa, die USA und Japan. Er erläutert uns, warum die Eurozone trotz scheinbarer Parallelen dann eben doch nicht Japan ist. Anschließend erklären wir den historischen Zusammenhang zwischen Leitzinsänderungen und Anleiherenditen, mit den entsprechenden Implikationen, sollte die

US Federal Reserve (Fed, Zentralbank der Vereinigten Staaten) ihren Andeutungen Taten folgen lassen. Schließlich zeigen wir auf, was es mit *BEER* auf sich hat und dass es durchaus nicht nur der englische Begriff des deutschen Lieblingsgetränks ist.

Bevor wir uns nun mit der Erläuterung unserer Titelwahl befassen, muss der Autor dem Leser doch einen kurzen Rückblick auf die Kapitalmärkte zumuten.

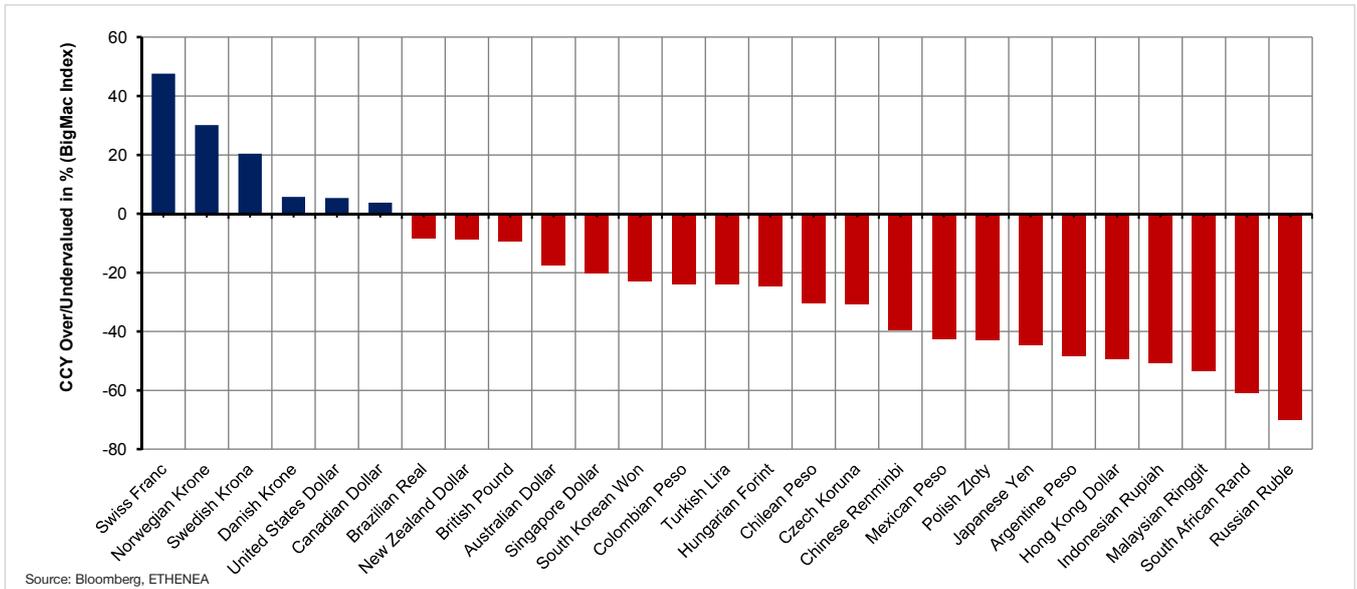
Lassen Sie uns einen Blick auf den Jahresbeginn 2014 werfen. Unisono gingen die sogenannten Experten der Investmenthäuser davon aus, dass nach 2013, dem Jahr der Renten, das Jahr 2014 ein *Jahr der Aktien* werden würde (Grafik 1).

Selbst, wenn man nicht täglich mit den Märkten zu tun hat, weiß man, dass 2014 alles andere als geradlinig war. Bevor wir uns jedoch den konkreten Aktien- oder Rentenmärkten zuwenden, sollten wir die Wechselkursänderungen gegenüber dem Euro zur Kenntnis nehmen (Grafik 2). Der große Gewinner ist der USD, der gegenüber dem EUR 12 % an Wert gewonnen hat. Auch der AUD konnte fast 3 % gewinnen, während der tiefe Fall des Rohöls den tiefen Fall des NOK



Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 2: Währungsgewinne/-verluste gegenüber dem Euro



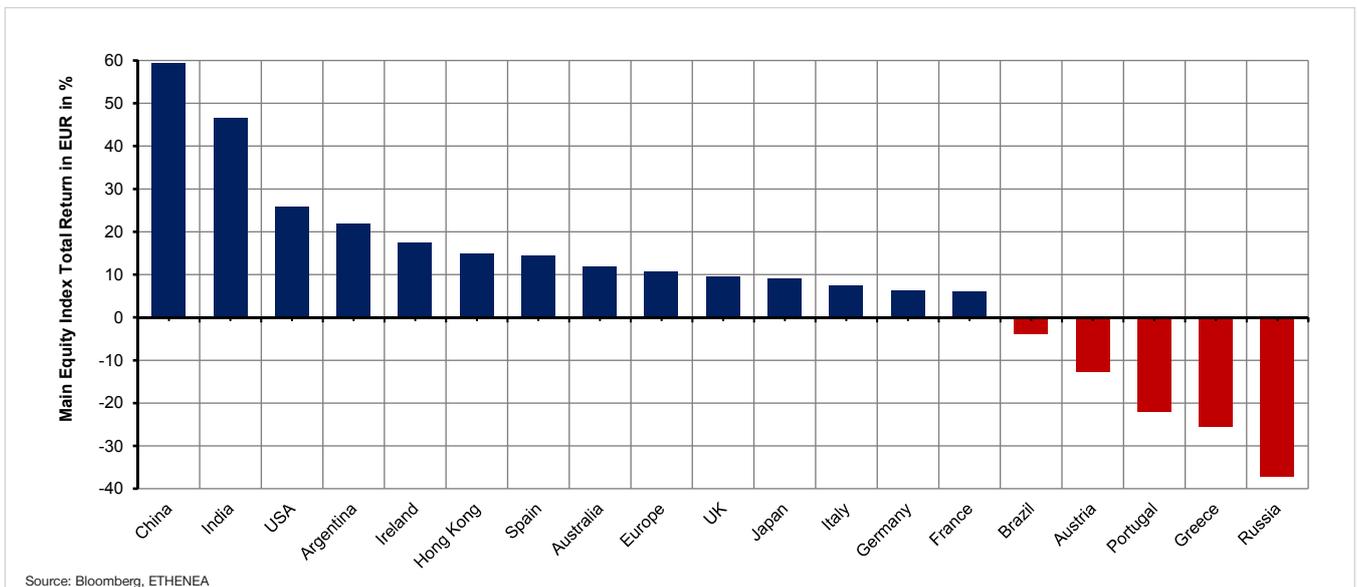
Grafik 3: Über- bzw. Unterbewertung einer Währung gegenüber dem Euro nach dem Big-Mac-Index

(-7,6%) mit verursachte. Selbst der CHF konnte noch leicht um 1,6% zulegen, bevor er an den maximalen Wert von 1,20 stieß. Der Rubel markiert mit 40% Wertverlust den eher traurigen Spitzenreiter.

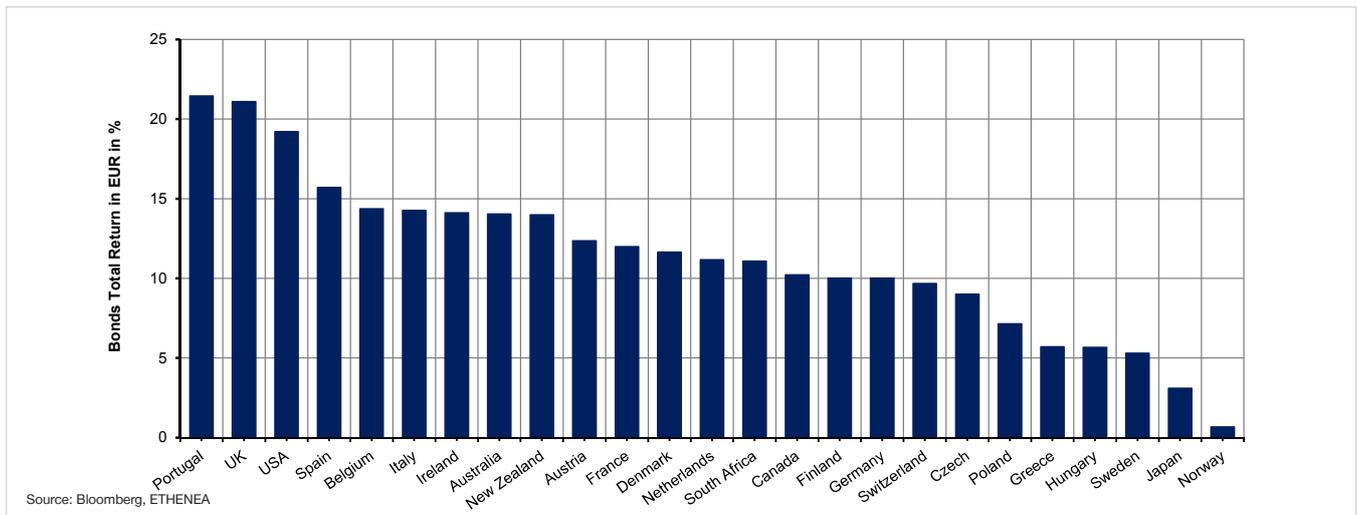
Dass der CHF nach der Theorie der Purchasing Power Parity (PPP) massiv überbewertet ist, weiß jeder, der in den letzten Jahren in der Schweiz ein Restaurant besucht hat und selbst zahlen musste. Etwas exakter misst dieses Missverhältnis der Big-Mac-Index, der unterstellt, dass der bekannte doppelstöckige Hamburger mehr oder weniger dem gleichen Kaufwert entsprechen sollte (Grafik 3). Danach ist der CHF fast 50% überbewertet, was in etwa dem Bauchgefühl des Autors entspricht. Auch der NOK gilt trotz des Wertverlusts immer noch um 30% überbewertet. Der USD ist fast fair gepreist, mit lediglich 5% Überbewertung. Dass der Rubel unterbewertet ist,

überrascht nach den Wechselkursbewegungen der letzten Tage des Jahres niemanden. Allerdings erschreckt das Ausmaß von fast 70%. Sollte der Wechselkurs längere Zeit um dieses Niveau herum pendeln, hätte es massive Folgen für den Wohlstand der russischen Bevölkerung und damit potenziell für den sozialen Frieden im Land.

Grafik 4 zeigt den Jahresertrag eines Euro-Investors in den jeweiligen Hauptaktienindex. Während der DAX lediglich 6% abwarf, und das auch nur dank der Rallye nach dem letzten Meeting des Federal Open Market Committee (FOMC), steht ein Ertrag im US S&P 500 von 25% im Raum. Wenn man allerdings bedenkt, dass 12% dieses Ertrags durch den Wechselkurs generiert wurden, schrumpft das Ergebnis aus dem Aktienrisiko auf 13%. Der Autor überlässt es dem Leser, sich mit den anderen Aktienmärkten näher zu befassen.



Grafik 4: Jahresertrag eines Euro-Investors in den jeweiligen Hauptaktienindex



Grafik 5: Jahresertrag eines Euro-Investors in den jeweiligen Staatsanleihenmarkt mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr

Ein letzter Blick auf Grafik 5 offenbart, dass das Jahr 2014 für die Bondmärkte alles andere als negativ war. Selbst die breiten Bondmarktindizes, die alle Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr berücksichtigen, haben eine ordentliche Performance auf Jahresbasis geliefert. Dass die Konvergenzmärkte wie Portugal, Spanien, Italien und Irland ordentliche Rendite abwarfen, überrascht nicht. Doch selbst Investitionen in US Treasuries lieferten nach Abzug des Währungseffekts immer noch mehr als 7 % – und das, nachdem die Experten einstimmig der Meinung waren, die Renditen für 10-jährige US-Anleihen würden auf weit über 3 % steigen (siehe erneut Grafik 1). Bundesanleihen warfen 10 % Ertrag ab, was zu Jahresanfang nur wenige für möglich gehalten hätten. Auch der Autor, Eingeweihten durchaus als Rentenbulle bekannt, hätte eine derartige Entwicklung der Bundesanleiherenditen nicht für möglich gehalten. Als er seine 10-jährigen Bunds im Spätsommer bei einer Rendite von unter 1 % veräußerte, dachte er noch an einen historischen Moment. Pustekuchen.

Da Prognosen offensichtlich nur sehr zufällig richtig sind, außer sie betreffen eben nicht die Zukunft, wollen wir an dieser Stelle davon absehen, Punktprognosen zu liefern. Wichtig ist stattdessen, dass das uns anvertraute Kapital in jeder Marktsituation substanzerhaltend betreut wird. Und dafür steht das Portfolio Management Team von ETHENEA ein.

Bevor wir nun im Folgenden unseren kompetenten Mitautor zu Wort kommen lassen, bedarf es einer Erklärung zur Titelauswahl dieses Marktkommentars.

Entropie, ein Begriff aus der Thermodynamik, bezeichnet einen Zustand des Chaos, der Vermengung, den die Natur anstrebt.

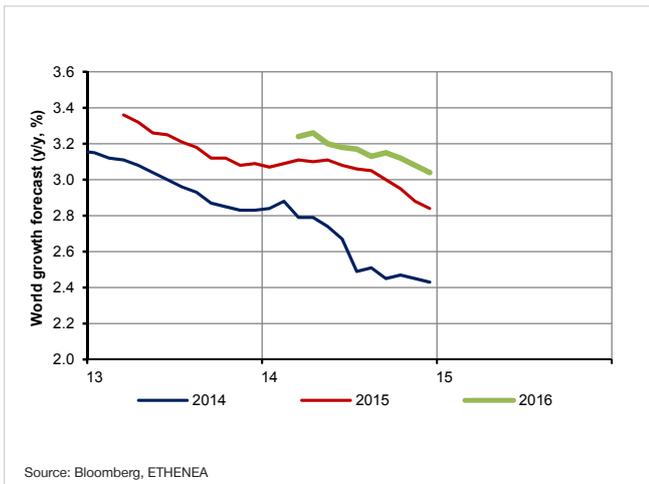
Je größer das Chaos, desto größer die Entropie. Wir alle kennen Entropie aus dem Alltag, wenn wir uns beispielsweise in der Einhandbatterie das Duschwasser aus eiskaltem und brühheißem Wasser mischen und es als selbstverständlich erachten, dass nicht ein dünner kalter und ein heißer Strahl Wasser gleichzeitig aus dem Duschkopf kommen, sondern uns ein gemischter warmer Strahl erfreut. Die heißen und kalten Wassermoleküle vermischen sich.

Die Natur mag keine Extreme, sie versucht sie vielmehr auszugleichen.

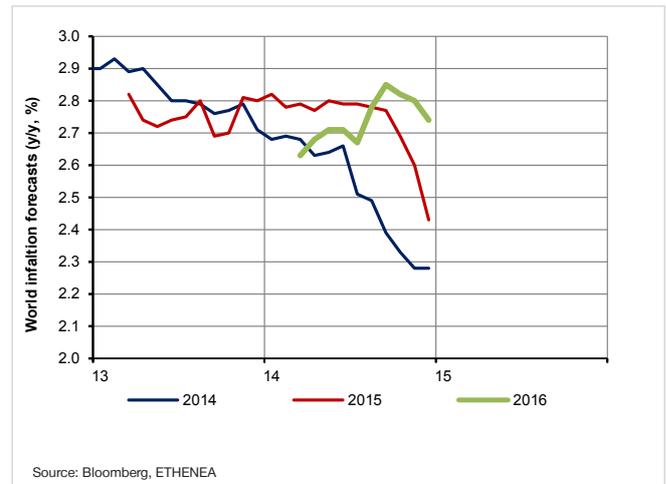
Das Gleiche gilt zumindest teilweise für die Kapitalmärkte und die Weltwirtschaft. Aktuell beispielsweise sind die Augen sich einig, dass die USA in 2015 ein deutliches Wachstum erreichen, während die Eurozone vor sich hindümpeln wird. Fakt wird jedoch sein, dass das Wachstum der einen Region das fehlende Wachstum der anderen beeinflussen wird, wie es in einer globalisierten Welt ohne großartige Handelsbarrieren auch intuitiv passieren sollte. Mit welchem Tempo und zu welchem Maße die wirtschaftliche Entropie die Wachstumsraten in 2015 angleicht, wird Yves Longchamp im Anschluss erörtern.

Renditen frei verfügbarer Investitionsmöglichkeiten wie beispielsweise US Treasuries und Bundesanleihen können sich zudem nur bis zu einem gewissen Maß voneinander entfernen, bevor Arbitrageure sie wieder näher zusammenzwingen. Auch ein Effekt, der mit Entropie assoziiert werden kann.

Es folgt nun ein Exkurs von unserem Experten für Makroökonomie Yves Longchamp.



Grafik 6: Zunehmender Pessimismus*



Grafik 7: Schwindender Optimismus*

Marktrückblick

Die wirtschaftliche Entwicklung im vergangenen Jahr lässt sich wohl am ehesten unter dem Begriff Pessimismus zusammenfassen. Das gesamte Jahr über wurden die Wachstums- und Inflationsprognosen auf die eine oder andere Weise von den großen Zentralbanken und internationalen Einrichtungen sowie von den Marktökonomern nach unten korrigiert. Die Grafiken 6 und 7 zeigen, wie die Wachstums- und Inflationsprognosen für 2014, 2015 und 2016 von Monat zu Monat schrittweise gesenkt wurden.

Hinter diesem insgesamt tristen Bild verbirgt sich jedoch die unterschiedliche Dynamik in der Eurozone und den USA, den beiden Volkswirtschaften, in denen unser Anlagenschwerpunkt liegt. Das erste Quartal 2014 hatte die USA sozusagen kalt erwischt, da der ungewöhnlich strenge Winter die Aktivität buchstäblich einfro. Das BIP schrumpfte in diesem Zeitraum saisonbereinigt um 2,1 % gegenüber dem Vorquartal. Anschließend rappelte sich die Wirtschaft in den USA wieder auf und verzeichnete im weiteren Jahresverlauf ein solides Wachstum. Die Erholung ging mit weiteren Verbesserungen des Arbeitsmarktes einher. Die Arbeitslosenquote fiel auf unter 6 % und es wurden zunehmend neue Arbeitsplätze geschaffen.

Im Einklang mit der allmählichen Verbesserung der Wirtschaftslage in den USA setzte die Fed die von Ben Bernanke im September 2013 eingeleitete Anpassung ihrer Geldpolitik in gleicher Weise fort, indem sie ihre Anleihenkäufe schrittweise reduzierte (*Tapering*). Im Oktober vergangenen Jahres ging schließlich die dritte quantitative Lockerungsrunde (*Quantitative Easing*) zu Ende und man begann sich zu fragen, ob und wann eine erste Zinsanhebung im Jahr 2015 zu erwarten sei.

In der Eurozone stellte sich die Lage vollkommen anders dar. Die Wirtschaft hatte einen guten Start: Der Euro legte zu (knapp unter 1,38 am 1. Januar 2014), das BIP verzeichnete im ersten Quartal das stärkste Wachstum des Jahres (saisonbereinigt +1,2 % gegenüber dem Vorquartal) und die Inflation

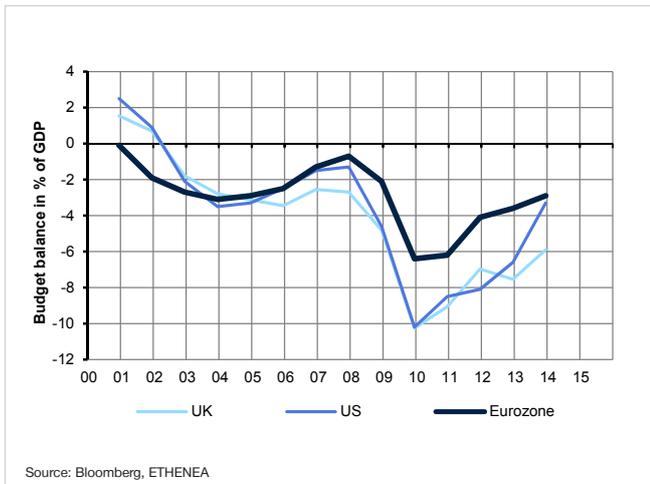
lag bei 0,8 %, wenn auch mit fallender Tendenz. Im weiteren Jahresverlauf verlangsamte sich die Konjunktur in der Eurozone nur noch und die Inflationsrate sank rapide Richtung null.

Das geringe Tempo, mit dem die geplanten Reformen umgesetzt werden, wie auch die Unfähigkeit der Regierungen zur Zusammenarbeit und zur Verabschiedung eines gesamteuropäischen Rettungsplans stehen einer Erholung im Wege. Vom halbherzigen Plan Jean-Claude Junckers abgesehen, wird es wohl kaum steuerpolitische Anreize geben, solange die im Vertrag von Maastricht vereinbarte 3-Prozent-Defizitgrenze die nationalen Regierungen zur Untätigkeit verdammt.

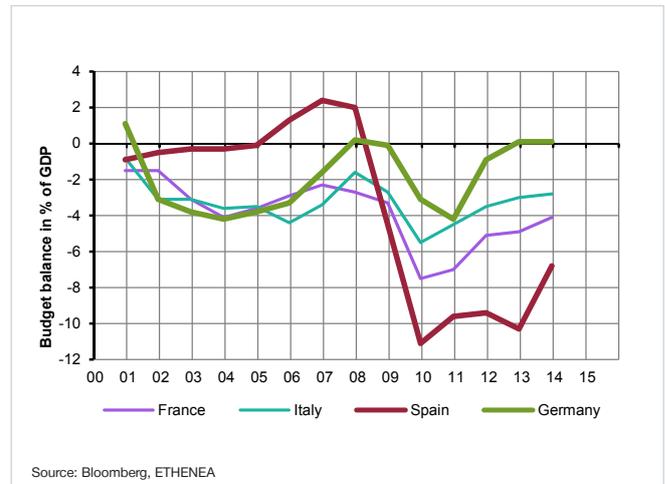
Die Europäische Zentralbank (EZB) versuchte, dies durch Hyperaktivität auszugleichen. Sie nahm eine umfassende Prüfung des europäischen Bankensystems vor, senkte die Zinsen auf null und weniger, startete neue unkonventionelle Programme wie die gezielten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, kurz: TLTRO) oder Ankäufe von ABS und Covered Bonds und schuf die Voraussetzungen für eine quantitative Lockerung im kommenden Jahr.

Die divergente Konjunktorentwicklung in den USA und in Europa wurde durch die starke Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar von 1,38 Anfang 2014 auf ungefähr 1,24 ein Jahr später sowie durch die Renditedifferenz von 150 Basispunkten zugunsten von 10-jährigen US-Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen besonders deutlich.

Die japanische Wirtschaft wiederum hat ein abwechslungsreiches Jahr 2014 hinter sich. Das prägendste Ereignis war wohl die Erhöhung der Mehrwertsteuer im April. Diese führte nach vorgezogenem Konsum in den zwei darauffolgenden Quartalen zu einer technischen Rezession. Die japanische Nationalbank BOJ reagierte auf die wirtschaftliche Flaute Ende Oktober mit der Ankündigung einer Erhöhung ihrer davor bereits aggressiven Bilanzausweitung. Auch Premierminister Shinzō Abe versucht, die niedergeschlagene Wirtschaft wiederzubele-



Grafik 8: Fiskalischer Anreiz



Grafik 9: Fiskalischer Anreiz

ben, mit der Verschiebung der Mehrwertsteuererhöhung von Oktober 2015 zunächst auf das Frühjahr 2017.

Von den bisher abgefeuerten Pfeilen der Abenomics², namentlich quantitative Lockerung plus fiskaler Stimulus, hat vorwiegend Erstere einen anhaltenden Effekt auf die Wirtschaft – durch eine Schwächung des Yen, rekordtiefe Zinsen und steigende Aktienpreise. Da jedoch Japans Kleinsparer den Großteil seiner Ersparnisse eher in sicheren Anlagen wie Renten parkt, hat er bisher wenig von dieser Politik profitiert. Im Gegenteil: Während die Konsumentenpreise durch höhere Importkosten und eine zusätzliche Mehrwertsteuererhöhung steigen, haben die Löhne diese Entwicklung nicht mitgemacht. Dass bei sinkenden Realeinkommen der Konsum schwach ist und die Stimmung eher gedrückt, überrascht auch hierzulande nicht. Wie in der Legende lassen sich die einzelnen Pfeile alleine biegen. Bleibt zu hoffen, dass keiner zerbricht, bevor sie gemeinsam das Ziel erreichen.

Neben den wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA, der Eurozone und Japan wurde die Weltwirtschaft von Währungskrisen in Argentinien und der Türkei, von der Angst vor einem Konjunkturrückgang in China, von den Demonstrationen in Hongkong und vom Aufstieg der Terrororganisation Islamischer Staat in Mitleidenschaft gezogen. Zum Glück für die Anleger waren diese Ereignisse entweder kurzfristiger Natur oder ihre Auswirkungen hielten sich in Grenzen. Die Entwicklungen in der Ukraine und Russland sowie in jüngerer Zeit auch der Verfall der Erdölpreise könnten sich künftig destabilisierender auswirken.

Marktausblick

Die Divergenz zwischen den USA und Europa dürfte 2015 fortbestehen. Unsere diesbezügliche Überzeugung basiert sowohl auf den fundamentalen wirtschaftlichen Unterschie-

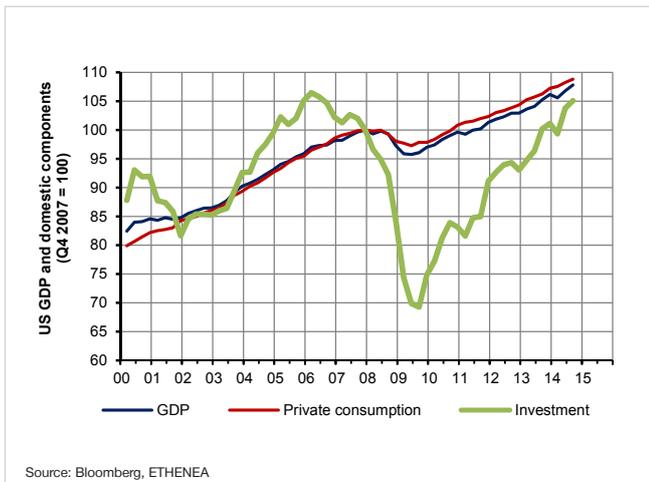
den zwischen den USA und der Eurozone als auch auf der Angemessenheit der wirtschaftlichen und geldpolitischen Reaktionen.

Die US-Wirtschaft war das Epizentrum der globalen Finanzkrise, die, wie ihr Name besagt, im Wesentlichen eine reine Finanzkrise war. Auch in Europa wurden die Banken von der globalen Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen. Insolvenzen von Banken und diverse Rettungsaktionen waren die Folge. Neben den USA war auch die Eurozone von einer *institutionellen* Krise betroffen, die die jeweiligen Regierungen lähmte. In den USA sowie in der Eurozone gab es eine Rekapitalisierung der Banken, Niedrigzinsen und Liquiditätsspritzen – nennenswerte fiskalische Anreize waren jedoch nur in den Vereinigten Staaten festzustellen (Grafik 8). Dies ist ein wichtiger Unterschied, der die divergente Wachstumstendenz zu einem großen Teil erklärt. Das kann auch innerhalb der Eurozone beobachtet werden: Spanien erholt sich, während in Italien noch kein wirklicher Aufschwung eingesetzt hat (Grafik 9).

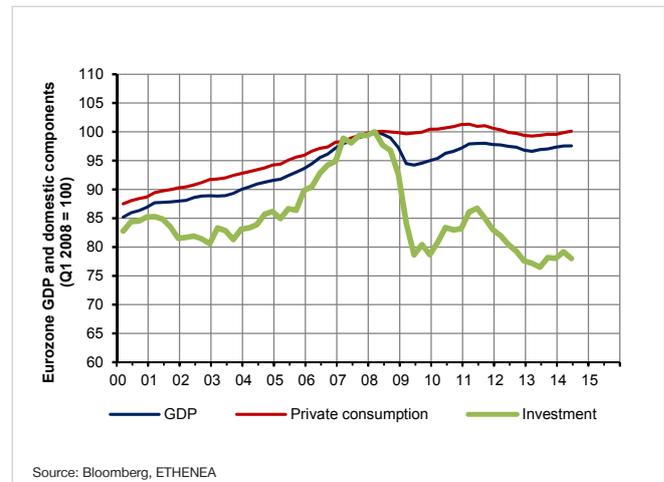
Es gibt kein universelles Patentrezept für die verschiedenen Volkswirtschaften in Europa. Die EZB und ihr einheitlicher Währungs- und Zinsraum können der Unterschiedlichkeit ihrer Mitglieder keine Rechnung tragen. Die Regierungen sind verpflichtet, den Vertrag von Maastricht einzuhalten und können keine starken fiskalischen Anreize bieten. Daher müssen die Unterschiede zwischen den Ländern durch schmerzhaft Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit ausgeglichen werden, was hohe Arbeitslosigkeit und/oder Deflation in den meisten betroffenen Volkswirtschaften zur Folge hat. Da es keine europäische Institution gibt, die in der Lage wäre, die Unterschiede zu beseitigen, sind die geld- und steuerpolitischen Bedingungen für die Peripherieländer zu hart.

So betrachtet, sind die Aussichten für Europa nicht besonders rosig. Das ist auch der Grund dafür, dass Investitionen und

² Wirtschaftsprogramm des japanischen Premierministers Shinzō Abe



Grafik 10: Erholung in den USA



Grafik 11: Erholung in der Eurozone

Konsum noch nicht wieder auf dem Stand von vor der Krise angelangt sind. Die Realinvestitionen liegen 20 % unter dem Stand auf dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus und der Privatkonsum erreichte erst nach über sechs Jahren wieder den Höhepunkt des Zyklus. In den USA dagegen sind Privatkonsum und Investitionen um 9 % bzw. 5 % höher. Das BIP ist in den USA um 8 % gestiegen und in der Eurozone um 2 % zurückgegangen (Grafik 10 und 11).

Der Mangel an Investitionen in der Eurozone ist auffallend und ein typisches Symptom für das Hauptgebrechen Europas: die schwache Binnennachfrage. Die Banken in der Eurozone wurden rekaptalisiert, Liquidität ist im Überfluss vorhanden und die Zinsen sind so niedrig wie noch nie ... Ideale Voraussetzungen also für einen Kreditboom, der jedoch einfach nicht stattfinden will. Pessimismus, das Fehlen einer europäischen Vision und die eher trüben Konjunkturaussichten entmutigen Anleger und Verbraucher gleichermaßen.

Unserer Ansicht nach gibt es drei Möglichkeiten, mit der deprimierenden Situation in Europa umzugehen. Die erste wäre ein starker fiskalischer Anreiz, um die schwache Binnennachfrage auszugleichen. Diese Lösung wäre zwar effektiv, ist aber wohl nicht praktikabel, da keine Institution zu diesem Zweck existiert. Die zweite Lösung bestünde in einer weiteren Lockerung der Geldpolitik, um dem Versagen des politischen Systems entgegenzuwirken. Dies ist zwar nicht die optimale Lösung; wir erwarten jedoch, dass die EZB Anfang 2015 ein quantitatives Lockerungsprogramm in die Wege leitet. Die letzte Möglichkeit wären, nach der Devise *Augen zu und durch*, schmerzhaft wirtschaftliche Anpassungen und einige Strukturreformen, die bis zum bitteren Ende durchzuführen sind – ähnlich wie im Fall Griechenlands. Diese Lösung ist allerdings riskant, da sie zu politischem Extremismus und sozialen Unruhen führen kann. Wir hoffen, dass dieses Szenario nicht eintritt, weil es den Ausfall von Staatsanleihen und schließlich das Auseinanderbrechen der Eurozone zur Folge haben könnte. Wir werden dies dennoch im Auge behalten.

Die lockere Geldpolitik in Verbindung mit der schwachen Binnennachfrage lässt eine geringe Inflation oder gar eine Deflation erwarten, was sich unmittelbar in sehr niedrigen kurzfristigen Zinsen niederschlagen würde. Des Weiteren würden die Renditen europäischer Staatsanleihen konvergieren. Eine Divergenz würde höchstwahrscheinlich als erhöhtes Risiko für das Auseinanderbrechen der Eurozone aufgefasst werden. Schließlich – und das ist paradox – könnte dieses Umfeld durchaus günstig für Aktien sein, weil Anleihen teuer sind und die neu verfügbare Liquidität nun auch in den Aktienmarkt fließen könnte.

Dennoch sollte man die zaghaften Triebe beachten, die im nächsten Jahr zur Blüte gelangen könnten. Zum einen hat sich die Arbeitsmarktlage 2014 allmählich verbessert, es wurden Arbeitsplätze geschaffen und die Arbeitslosigkeit ging zurück. Dies ist ein typischer Vorbote für einen Anstieg des Konsums. Natürlich dürfte auch der niedrige Ölpreis förderlich für den Konsum sein. Zum anderen hat sich die Darlehensvergabe an Nicht-Finanzunternehmen in den letzten Monaten etwas verbessert und lässt eine leichte Erholung der Investitionen erwarten.

Die Marktaussichten in den USA sind vielversprechend. Die Binnennachfrage ist vonseiten sowohl der Privathaushalte als auch der Investoren robust. Die Arbeitsmarktlage dürfte sich weiter verbessern und mit ihr die Konsumfreudigkeit und die Kaufkraft der Privathaushalte. Insgesamt wird die Wirtschaft in den USA unseren Erwartungen zufolge fast vier Mal so schnell wachsen (3,1 %) wie in der Eurozone (0,8 %).

Die Fed wird ihre Geldpolitik 2015 an die Konjunktorentwicklung anpassen. Auf der Sitzung des Offenmarktausschusses im Dezember bestätigte die Fed-Vorsitzende Janet Yellen erneut, dass die Geldpolitik schrittweise „normalisiert“ werde. Im Klartext heißt das, dass in diesem Jahr eine erste Zinsanhebung stattfinden wird, erwartungsgemäß im Sommer. Wir müssen daher sorgfältig auf die Entwicklung der langfristigen Zinsen achten. Auf dieses Thema werden wir in dieser Veröffentlichung noch näher eingehen.

In jedem Fall dürfte die Divergenz der Geschäftszyklen und der Geldpolitik in den USA und Europa fortbestehen und den Euro weiter unter Druck setzen. Eine Abwertung des Euro wird in Europa positiv aufgenommen, da sie die Exporte wettbewerbsfähiger macht und den Deflationsdruck verringert. Ein Anstieg des US-Dollars kann der größten Volkswirtschaft der Welt wenig anhaben, da sie überwiegend von der Binnennachfrage getragen wird. Solange die EUR/USD-Wechselkursentwicklung günstig für die Eurozone und die USA ist, wird sie wahrscheinlich weiter anhalten.

Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft hat sich 2014 trotz des starken Schweizer Frankens und der Schwäche ihres wichtigsten Handelspartners Europa bemerkenswert gut behauptet. Solange jedoch der Schweizer Franken an den Euro gekoppelt ist, hat die Schweiz keine geldpolitische Souveränität mehr und solange in Europa Deflation herrscht, wird diese von der Schweiz sozusagen importiert. Gleichzeitig nimmt der Aufwärtsdruck auf den CHF zu. Zur Eindämmung von Spekulationen hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) Negativzinsen, eine verdeckte Steuer, auf Einlagen von Finanzinstituten in Schweizer Franken eingeführt.

Die SNB sitzt zwischen zwei Stühlen: Sie bräuchte eine schwächere Währung, um den Deflationsdruck zu verringern, während die internationale Nachfrage nach sicheren Anlagen den Schweizer Franken in die Höhe treibt. Wenn die Deflation in Europa 2015 nicht nachlässt, könnte die Währung derart unter Druck geraten, dass sich die SNB gezwungen sehen könnte, die EUR/CHF-Parität anzupassen und den Schweizer Franken abzuwerten.

Japan

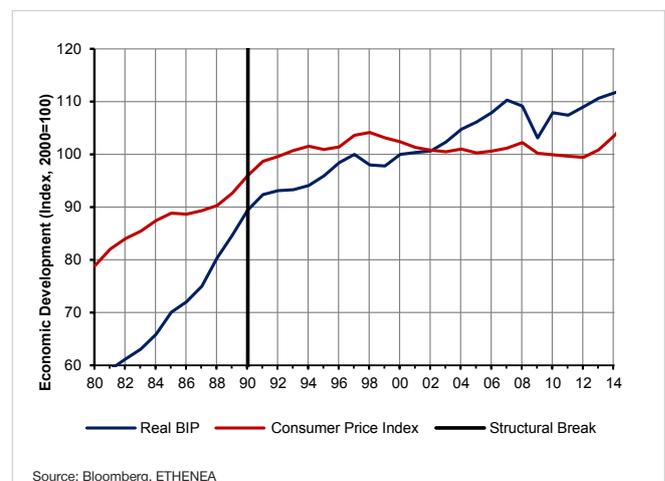
In 2015 wird eine Verschnaufpause für die japanischen Konsumenten und eine sukzessive Erholung der Wirtschaft erwartet. Zum einen wird 2015 die Inflation nicht im selben Maße anziehen wie letztes Jahr. Während der Wertverlust der Währung dieses Jahr einen gewissen Basis-Effekt erreichen wird, werden die gesunkenen Energiepreise einen eher deflationären Einfluss ausüben. Zum anderen entlastet die Verschiebung der zweiten Anhebung der Mehrwertsteuer den Konsum. Eine Umkehr oder zumindest eine markante Abschwächung der realen Lohneinbußen im kommenden Jahr ist maßgebend für die wirtschaftliche Erholung. Entsprechende Forderungen von Gewerkschaften werden mit Unterstützung der Regierung im ersten Halbjahr verhandelt. Rückenwind erhalten die Forderungen auch von einer zunehmend angespannten Situation am Arbeitsmarkt. Für kleinere, häufig regional oder national orientierte, Unternehmen dürfte es jedoch schwierig sein, auf den zunehmenden Lohndruck zu reagieren. Sie konnten nicht von der schwächeren Währung profitieren und leiden selbst unter den gestiegenen Energie- und Importpreisen. Internationale

Unternehmen hingegen haben sich bisher darauf beschränkt, ihre Gewinne, gemessen in Yen, zu erhöhen, anstatt ihre Produktion und Exporte auszuweiten³. Die Weitergabe dieser Gewinne an die Arbeitnehmer ist essentiell für die wirtschaftliche Genesung Japans sowie den Erfolg von Abenomics.

Ein weiterer Schlüsselfaktor, auf welchen im kommenden Jahr das Augenmerk zu richten ist, sind die Strukturreformen der Regierung. Durch die kürzliche Auflösung und Neuwahl des Unterhauses des Diet wurden solche Reformen verzögert. Eine Reduktion der Unternehmenssteuern von 2,5 % wurde bereits im Dezember 2014 unter Dach und Fach gebracht. Weitere, effektivere Reformen werden jedoch frühestens im zweiten Halbjahr 2015 in Angriff genommen, nach anderen Geschäften wie Budget-Verhandlungen und der unnützen, wenn nicht gar international schädlichen, Änderung der Gesetzgebung zur nationalen Sicherheit (Stichwort *Collective Self-Defence*). Es wird interessant sein, zu beobachten, ob Shinzō Abe unpopuläre Marktreflexionen mit dem gleichen Enthusiasmus angeht wie Nachtrags-Etats.

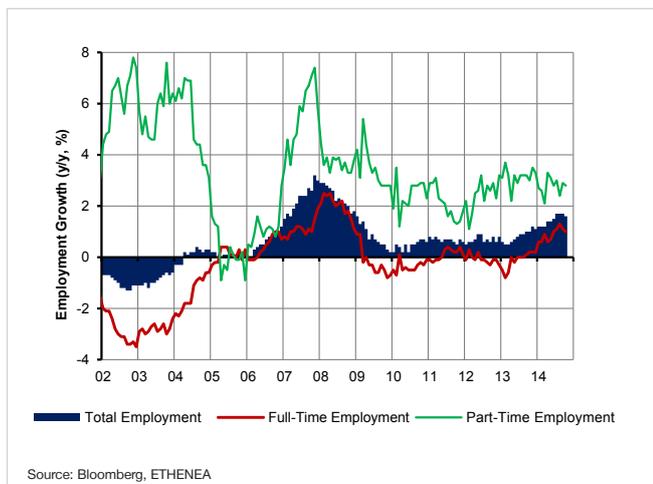
Japanisierung Europas?

Nachdem das Wirtschaftswachstum und die Inflation in Europa ab dem Sommer 2014 zunehmend schwächer tendierten, wurde nach und nach von verschiedenen Seiten die Frage gestellt, ob sich Europa in einer japanischen *verlorenen Dekade* befindet. In erster Linie muss dazu gesagt werden, dass das Bild, welches hierbei typischerweise gezeichnet wird – eine stagnierende Wirtschaft unter deflationären Preisentwicklungen –, nicht der Erfahrung Japans während der Jahre 1990 bis 2010 entspricht. Tatsächlich ist Japan in dieser Zeit real um durchschnittlich 1 % pro Jahr gewachsen. Das Preisniveau ist über diese Jahre auch nicht zurückgegangen, sondern bis 1997 angestiegen, um danach wieder abzufallen. Im Jahr 2010, am Tiefpunkt dieser Entwicklung, hatten die Konsumentenpreise wieder das Niveau von 1993 erreicht (Grafik 12). Obwohl dies



Grafik 12: Schwaches Wachstum und stagnierende Preise in Japan

³ Die angespannte Situation am Arbeitsmarkt kann sich mittelfristig positiv oder negativ auf die japanische Wirtschaft auswirken. Während der Innovationsdruck steigt, unterstützt ein Mangel an Facharbeitkräften die kontinuierliche Auslagerung der Produktion ins Ausland. Die demografische Entwicklung ist hierbei das Gegenteil eines *Silberstreifens am Horizont* und aus dem internationalen Wettbewerb um Humankapital wird Japan mit seinem unflexiblen Arbeitsmarkt und der nationalistischen Bevölkerung eher nicht als Gewinner hervorgehen.



Grafik 13: Beschäftigungsentwicklung in Japan

nicht dem Bild einer prosperierenden Wirtschaft entspricht, war Japan weit entfernt von einer Krise. Das BIP pro Kopf ist im gleichen Maße angestiegen wie die Gesamtwirtschaft, während die Arbeitslosigkeit stagnierte. Jeder, der Japan besucht hat, kann bestätigen, dass der hohe Lebensstandard nicht dem Bild einer Nation in anhaltender Wirtschaftskrise entspricht: keine Streiks, keine ausufernde Jugendarbeitslosigkeit und kein Vertrauensverlust in den Staat. Dennoch lässt sich eine gewisse Vergleichbarkeit zur aktuellen Entwicklung Europas nicht bestreiten. Um zu beurteilen, ob dies als zukunftsweisendes Warnsignal zu verstehen ist, müssen wir die Ursache dieser Entwicklungen beurteilen.

Das schwache Wirtschaftswachstum, welches Japan während der zwei Dekaden nach 1990 erlebt hat, ist direkt auf mangelhaftes Krisenmanagement zurückzuführen. Die japanische Wirtschaft hatte in den 80er-Jahren einen Boom erlebt, der zu einer immensen Immobilien- und Aktienmarktblase führte. Auf dem Höhepunkt dieser Blase war das Gelände des Kaiserpalastes in Tokio genauso viel wert wie alles Land in Kalifornien. Zwei Drittel des Weltimmobilienwertes waren in der Innenstadt von Tokio konzentriert.

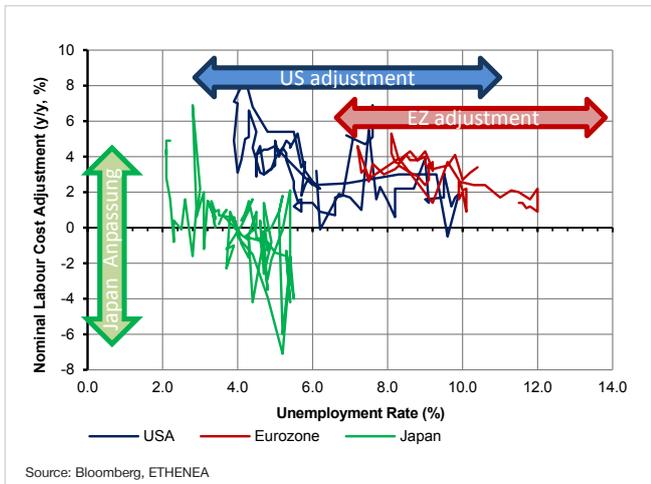
Das Platzen dieser Blasen im Januar 1990 markierte den Anfang der sogenannten verlorenen Dekade. Geldpolitische, wirtschaftspolitische wie auch fiskalpolitische Antworten auf diese Blase waren entweder zu spät und/oder ineffizient. So senkte die Nationalbank ihre Leitzinsen erst nach fünf Jahren schwachen Wachstums auf unter 1 %. Generell war das gesellschaftliche Sentiment gegenüber den Banken, die als Verursacher der Krise galten, sehr negativ, was jegliche Politik zu ihrer Hilfe sehr unbeliebt machte. Somit kam es auch erst nach Jahren von *Evergreening* notleidender Kredite zur Bildung einer *Bad Bank* und zu einer Rekapitalisierung der angeschlagenen Finanzhäuser. Genau wie im Finanzsektor wurden auch in allen anderen Wirtschaftszweigen unbeliebte Reformen aufgeschoben, was die japanische Wirtschaft nach

und nach im internationalen Vergleich weniger wettbewerbsfähig machte. Die Regierung beschränkte sich weitgehend auf ein Konjunkturpaket, um den abnehmenden privaten Konsum zu kompensieren. Die entsprechend weitläufigen Ausgaben, welche den Grundstein für eine Staatsverschuldung von derzeit über 240 % des BIP legten, versandeten zum Großteil in Infrastrukturprojekten in ländlichen Präfekturen mit sehr niedrigem Multiplikator. Diese Stimuli wurden auch just 1997, also 5-vor-Asienkrise zurückgefahren, zeitgleich mit der Einführung einer Mehrwertsteuer. Was die Staatsfinanzen auf einen nachhaltigen Pfad zurückbringen sollte, katapultierte Japan in eine zweijährige Rezessionsphase.

Die eigentliche Bewältigung der Probleme durch die Finanzkrise 2008 verlief in Europa viel schneller und gezielter. Die kraftlose Entwicklung, welche dem Währungsverbund aktuell Sorgen bereitet, steht nicht mehr im Zusammenhang mit der Finanzmarktblase von 2008, sie ist vielmehr begründet in der darauffolgenden Euro-Krise. Anstelle einer Ineffizienz von staatlichen Investitionen ist eher ihre Nichtexistenz das Problem. Des Weiteren belasten hier nicht Bücher voller notleidender Kredite die Neukreditvergabe der Banken, sondern eher die mangelnde Nachfrage nach Krediten.

Auch auf Seiten der Preisentwicklung spielen hüten wie drüben unterschiedliche Faktoren eine prägende Rolle. Während in Europa die schwache Preisentwicklung auf abnehmende bis teilweise implodierende Rohstoffpreise geschoben wird, beruhte die Deflation in Japan in den Jahren 1997 bis 2002 auf einer Lohndeflation. Ein horizontal inflexibler Arbeitsmarkt ermöglichte es, dass Vollzeitstellen sukzessive durch schlechter bezahlte Teilzeitanstellungen ersetzt wurden (Grafik 13). Da man in Japan bei einer Anstellung implizit einen lebenslangen Bund mit dem Arbeitgeber eingeht, sind Japaner eher bereit, reale wie auch nominale Lohneinbußen hinzunehmen als möglicherweise die Anstellung zu verlieren. Das ist im internationalen Vergleich eine Besonderheit des japanischen Arbeitsmarkts.

In Europa sowie in den USA korrigieren Unternehmen ihre Personalkosten im Zuge einer Krise eher durch Entlassungen als durch Lohnkürzungen. Entsprechend sind hier die Arbeitslosenquoten höher, nominale Lohnrückgänge jedoch bis dato unüblich (Grafik 14). Die Grafik veranschaulicht allerdings auch, dass Europa im Vergleich zu den USA unter einer horizontalen Inflexibilität leidet. Während sich in den USA die Arbeitskräfte geografisch zu ihrem bestmöglichen Einsatz hin verschieben, wird diese Anpassung in Europa durch Sprach-, Bildungs- und kulturelle Grenzen behindert. So ist die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten selbst während der Finanzkrise nie über 10 % gestiegen, während sie im europäischen Durchschnitt seit 2010 auf dieser Grenze verharrt. Obwohl in Europa keine japanischen Arbeitsmarktverhältnisse herrschen, kann Inflexibilität, wenn auch in anderen Bereichen, Spielraum für Lohnkürzungen schaffen. Wie Mario Draghi in der Pressekonferenz vom 4. Dezember 2014 betonte, ist es wich-



Grafik 14: Arbeitsmarktanpassungen im internationalen Vergleich⁴

tig, mögliche Übertragungen von deflationären Rohstoffpreisen auf die Lohnentwicklung nicht unbeachtet zu lassen.

Summa summarum sind die Kräfte, welche in Europa heute bedrückend wirken, andere als jene in Japan während der *verlorenen Dekade*. Das schließt jedoch nicht aus, dass wir trotz der unterschiedlichen Ursachen in Europa nicht eine ähnliche Entwicklung der Dinge erleben werden.

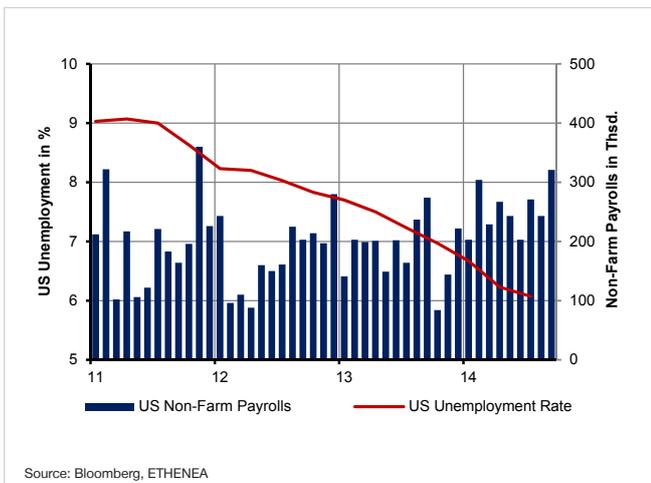
Steigen 2015 die Zinsen in den USA?

Im oberen Abschnitt haben wir uns ausführlich mit der wachsenden ökonomischen Divergenz zwischen der *alten* und der *neuen* Welt beschäftigt. Einen Kernaspekt hierbei bildet die Geldpolitik. Während in der Eurozone über die nächsten Jahre hinaus die lockere Geldpolitik beibehalten oder sogar noch

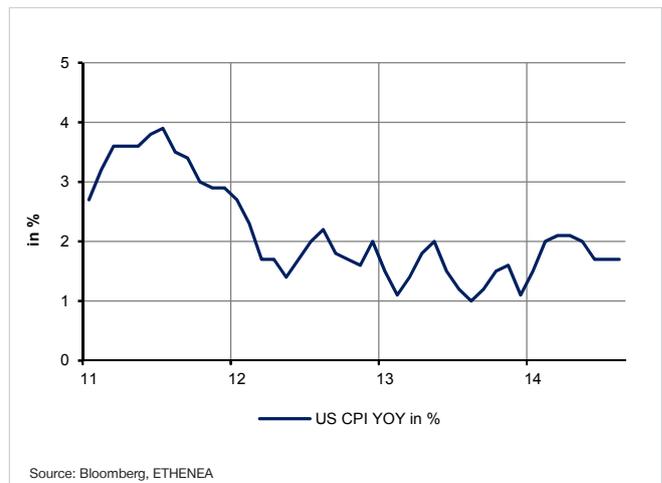
ausgebaut werden muss, wird, insbesondere nach dem Ende des *Tapering*-Prozesses in den USA, diskutiert, ob die Fed die Leitzinsen 2015 erhöhen wird – und falls ja: wann und wie?

Die erste Frage, welche es also zu beantworten gilt, ist: Muss die Fed 2015 überhaupt die Zinsen erhöhen?⁴

Im Gegensatz zur EZB ist die Fed an ein Doppelmandat gebunden – geht man davon aus, dass diese ihr Mandat so ernst nimmt wie die EZB: *“We have to comply with our mandate. We are not politicians here.”*⁵ Dieses Mandat sieht neben der Stabilität des Preisniveaus (Inflationsziel von 2%) die Erreichung eines maximalen Beschäftigungsgrades vor (bzw. die Realisierung einer möglichst geringen Arbeitslosenquote). Grafik 15 zeigt die Entwicklung der Arbeitslosenquote und der neu geschaffenen Stellen anhand der Non-Farm Payrolls (Arbeitsmarktbericht) in den USA. Es wird deutlich, dass der US-Arbeitsmarkt sehr stark von der wirtschaftlichen Erholung seit der Krise profitierte. Die Fed selbst musste daher bereits mehrfach ihren Zielwert bezüglich der Arbeitslosenquote herabsetzen, welcher vorher als Indikator für eine erste Zinserhöhung ausgegeben wurde, da dieser bereits unterschritten wurde. Auch die Zahl der neu geschaffenen Stellen verdeutlicht diese positive Entwicklung. Betrachtet man das Fed-Mandat einmal genauer, so wäre eine Zinserhöhung für 2015 durchaus vorstellbar. Ein etwas anderes Bild zeigt die Inflationsentwicklung in Grafik 16, wenn auch erst auf den zweiten Blick. Im ersten Moment scheint sie nahe dem Zielwert von 2% zu sein, was für eine vorsichtige Zinserhöhung sprechen würde. Doch insbesondere die gegenwärtige Entwicklung des Ölpreises und der aufwertende USD gegenüber anderen Währungen wie EUR und JPY wirken deflationär. Eine zu frühe oder zu schnelle Zinserhöhung birgt von daher die Gefahr, in Verbindung mit den zwei genannten Aspekten, die Inflation deutlich unter den



Grafik 15: Entwicklung der Arbeitslosenquote in den USA und der neu geschaffenen Stellen



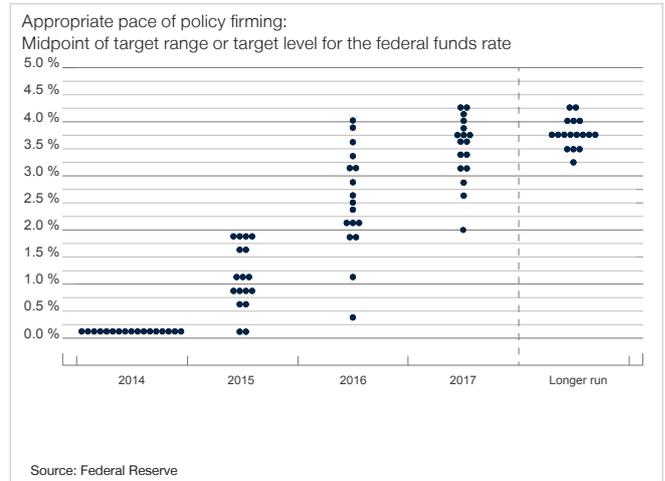
Grafik 16: CPI-Entwicklung in den USA

⁴ Obleich die Fed unter Alan Greenspan und die EZB unter Jean-Claude Trichet bereits bewiesen haben, dass Zentralbanken die Zinsen jederzeit erhöhen können, ohne dass eine Notwendigkeit besteht bzw. selbst wenn diese Entscheidung sogar ökonomisch kontraproduktiv ist, beschränken wir uns hier auf den Aspekt des Müssens und nicht des Könnens.

⁵ „Wir müssen unseren Auftrag erfüllen. Wir sind hier keine Politiker“, Mario Draghi am 04. Dezember 2014.



Grafik 17: Rollierende 30-Tages-Volatilität der 2-jährigen US Treasury Rendite



Grafik 18: Fed Dot-Plot*

Zielwert zu bewegen und damit zugleich die wirtschaftliche Erholung zu hemmen. Dies ist ein Risiko, das durch die gegenwärtige globale wirtschaftliche Entwicklung und den Inflationsausblick weiter verstärkt wird. Entsprechend gibt es derzeit von der Inflationsseite her keinen Druck für die Fed, die Zinsen anzuheben.

Das Problem mit der Inflation ist allerdings, dass sie nur indirekt und zeitverzögert durch die Geldpolitik steuerbar ist. Das heißt: Reagiert eine Zentralbank zu spät, besteht die Gefahr *behind the curve* zu geraten. Oder, um es noch simpler auszudrücken: Reagiert eine Zentralbank zu spät, läuft sie Gefahr, ihre Kontrolle zu verlieren und entsprechend die Inflation oder Deflation nur noch unzureichend oder gar nicht mehr beeinflussen zu können. Das gegenwärtige Hauptrisiko für eine Inflation in den USA (neben einer Reduzierung der Öl-Fördermenge durch die OPEC, welche den Ölpreis wieder schlagartig nach oben springen lassen würde) entspringt der positiven Entwicklung am Arbeitsmarkt. Durch den starken Rückgang der Arbeitslosenquote steigt der Druck auf die Arbeitgeber, höhere Löhne zu zahlen, um Fachpersonal zu binden. Da das Wachstum der USA insbesondere auf eine starke Binnennachfrage baut, wirken sich steigende Löhne direkt positiv auf die Inflationsentwicklung aus. Gegenwärtig ist dieser Druck noch gering. So stiegen die realen Löhne im Durchschnitt auf Jahressicht im Oktober um 0,4%. Betrachtet man diesen Wert jedoch relativ zu den Erwartungen, die bei 0,2% lagen, wird deutlich, dass doch durchaus die Gefahr besteht, dass die Entwicklung analog zur Arbeitslosenquote unterschätzt wird.⁶

So hat die Fed zwar gegenwärtig keinen Zwang, die Zinsen zu erhöhen, dennoch sollte sie 2015 in Antizipation der zukünftigen Entwicklung die Zinsen vorsichtig anheben, sofern die US-Entwicklung stabil bleibt. Des Weiteren spricht für eine Zinserhöhung in 2015, dass die Fed durch diese Maßnahme ihren stark eingeschränkten Handlungsspielraum wieder erhöhen würde. Sie verschafft sich sozusagen zusätzliche Munition. Verlangsam

sich der wirtschaftliche Ausblick oder kann sich die USA dem deflationären Marktumfeld nicht entziehen, hätte die Fed die Möglichkeit, in einem ersten Schritt die Zinsen zu senken.

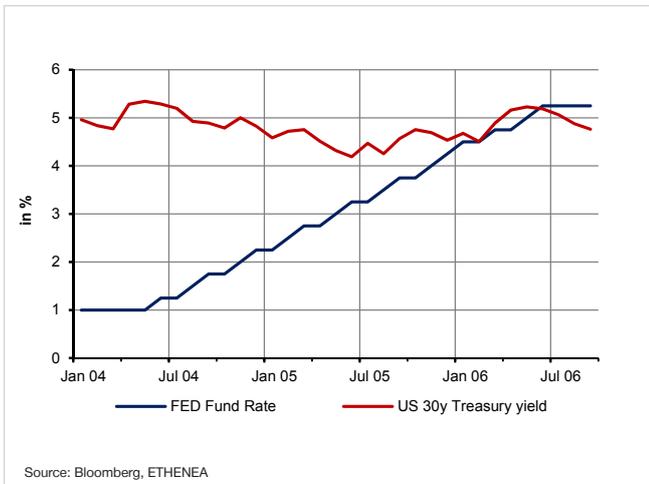
Stellt sich also die Frage: Ab wann steigen die Zinsen?

Diese Frage ist besonders heikel, da die Märkte mit dem Auslaufen des *Taperings* auf der Zinsseite eine höhere Unsicherheit aufweisen, welche sich in der Volatilität der Zinsen widerspiegelt (Grafik 17). Trotz teilweise divergenten Aussagen von FOMC-Mitgliedern erwarten wir bei konstanter wirtschaftlicher Leistung die Leitzinserhöhung frühestens für das zweite Halbjahr bzw. das dritte Quartal 2015. Eine frühere Erhöhung kann man nahezu auszuschließen. In ihrer bisherigen *Forward Guidance* war die Fed unter ihrer jetzigen Präsidentin Janet Yellen bemüht, die Märkte vorsichtig auf diesen bis dato in der Geschichte einzigartigen Ausstieg der lockeren Geldpolitik vorzubereiten. Auch wenn sich die Fed mit der Formulierung, dass eine Entscheidung letztendlich abhängig von den volkswirtschaftlichen Daten ist, Spielraum offen lässt, würde eine zu frühe Anhebung die Märkte zu stark verunsichern und Glaubwürdigkeit kosten. Eine Verschiebung nach hinten ist jedoch durchaus denkbar, sollte sich im Rahmen der globalen Entwicklung auch der wirtschaftliche Ausblick für die USA eintrüben.

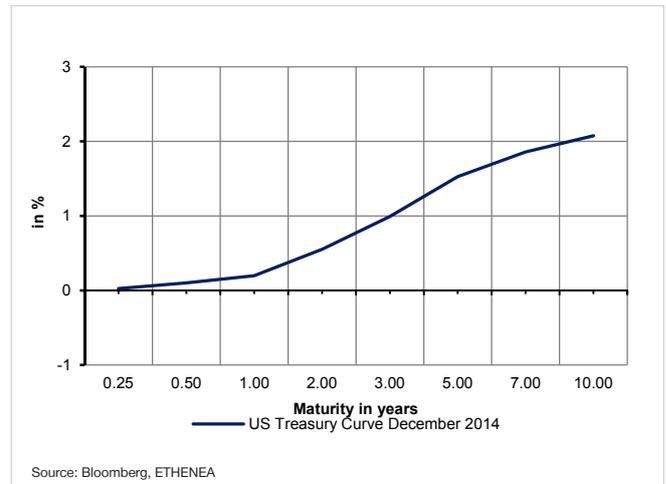
Es bleibt also nur noch die Frage offen: Was genau bedeutet das für die Zinsen?

Betrachtet man den aktuellen Dot-Plot (Grafik 18), scheint selbst der letzte grenzenlose Optimist (oder doch eher Surrealist?) unter den FOMC-Mitgliedern langsam von der Realität eingeholt worden zu sein und musste seine Einschätzung eines Leitzinses Ende 2015 von knapp unter 3% revidieren. Wir selbst halten einen solchen Anstieg, wie auch ein Großteil der übrigen Stimmberechtigten FOMC-Mitglieder, ohnehin für absurd. Auch vor dem Hintergrund, dass Alan Greenspan

⁶ Quelle: Bureau of Labor Statistics, Bloomberg



Grafik 19: Entwicklung der kurzfristigen Zinsen im Vergleich zu langfristigen Zinsen während des letzten US-Zinsanhebungszyklus



Grafik 20: Erwartungen für die Entwicklung der Zinskurve*

bereits in einem *großen Feldversuch* bewiesen hat, was zu schnell steigende Zinsen in einem fragilen Marktumfeld anrichten können. Ein Anstieg von bis zu 50 Basispunkten ist möglich, doch nur, wenn die Wirtschaft den ersten Anstieg um 25 Basispunkte gut verkraftet. Gibt es hier Zweifel auf Seiten der Fed – welche immer noch eine grundsätzlich eher *dovische* Haltung vertritt –, wird sie es bei diesem einen Schritt für 2015 belassen. Wichtig hierbei ist allerdings, das steigende Zinsen nicht gleich steigende Zinsen bedeuten.

Was auf den ersten Blick sehr absurd klingt, konnte bereits während des letzten Zinsanhebungszyklusses der Fed, bei dem die Zinsen in 17 Schritten um je 25 Basispunkte erhöht wurden, beobachtet werden. Grafik 19 veranschaulicht diesen Zusammenhang anhand der Entwicklung des Leitzinssatzes im Vergleich zur Rendite von 30-jährigen Staatsanleihen. Während die Zinsen am kurzen Ende von 1 % auf 5,25 % erhöht wurden, lagen die langfristigen Renditen während dieses gesamten Zeitraums konstant bei ca. 5 %. Entsprechend war es möglich, trotz steigender Zinsen mit einer Position in langfristigen US-Staatsanleihen einen attraktiven, positiven Ertrag zu erwirtschaften.

Analog erwarten wir für 2015 eine Verflachung bzw. Normalisierung der US-Zinskurve, wie in Grafik 20 vereinfacht dargestellt. Das heißt, während die Renditen bei kurzen Laufzeiten durchaus steigen werden, sollte die Fed die Zinsen erhöhen, bleiben die Renditen am langen Ende konstant und könnten sogar leicht sinken. Gründe für diese Entwicklung sind unter anderem die hohe Staatsverschuldung der USA sowie das langfristige Wachstumspotential und die Inflationsentwicklung.

BEER – Bond Equity Earnings Yield Ratio

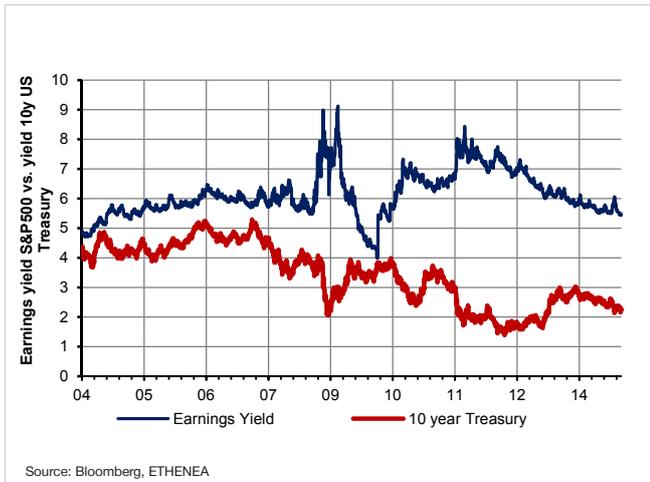
Eine Investition im Aktienmarkt ist immer im Kontext der gesamten Asset-Allokation zu sehen. Dabei spielt vor allem die Frage eine Rolle, welche zusätzliche Verzinsung dem Investor durch ein Engagement im Aktienbereich gegenüber dem Rentenbereich geboten wird. Denn Eines wissen wir alle:

Die zusätzliche Volatilität am Aktienmarkt, verbunden mit schlafärmeren Nächten, muss irgendwie kompensiert werden. Ansonsten könnten wir uns auch eine 10-jährige US-Staatsanleihe kaufen und diese bis zum Ende der Laufzeit halten. Mit dieser Vorüberlegung und dem Beispiel der 10-jährigen US-Staatsanleihe, die wir als Alternativanlage sehen, stehen wir am Anfang unser Überlegungen, in welche Richtung sich die Aktienmärkte und insbesondere jene der USA im kommenden Jahr entwickeln werden. Der sogenannte BEER, also der *Bond Equity Earnings Yield Ratio* kann hierbei helfen. Es handelt sich um einen sehr simplen Ansatz, bei dem man die entsprechende Bond-Rendite ins Verhältnis zur Dividendenrendite des entsprechenden Aktienmarktes setzt. Ein BEER über 1 impliziert tendenziell überbewertete Aktien, ein Wert unter 1 entsprechend Unterbewertung.

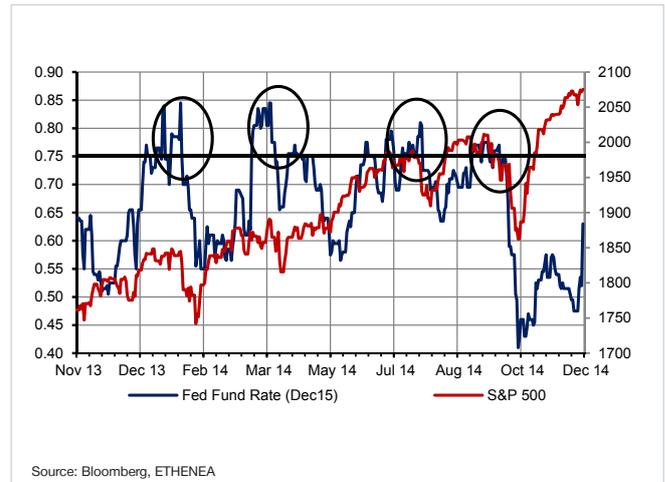
Die letzten 60 Jahre haben gezeigt, dass ein enger Zusammenhang zwischen der Rendite, welche die am Aktienmarkt gelisteten Unternehmen erwirtschaften, und der Rendite am Rentenmarkt besteht. Diesen Zusammenhang zeigen wir in Grafik 21. Wir stellen hier die erwirtschaftete Rendite der



Grafik 21: S&P 500 Earnings Yield und 10-jährige US Treasury- Rendite



Grafik 22: S&P 500 Earnings Yield und 10-jährige US Treasury-Rendite



Grafik 23: Implizierte Fed Funds Target Rate und S&P 500*

Unternehmen, die auch *Earnings Yield* genannt wird, und die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe einander gegenüber. Die Earnings Yield ist relativ einfach zu bestimmen: Man dividiert die Gewinne der Unternehmen durch deren Marktkapitalisierung. Sind die Investoren bereit, mehr für die Gewinne der Unternehmen zu bezahlen, sinkt folglich die Aktienrendite.

Doch betrachten wir nun die beiden Renditekurven im Detail: Die Aktienrendite (Earnings Yield) der Unternehmen liegt zurzeit bei 5,5%. Die Verzinsung der 10-jährigen US-Staatsanleihe beträgt hingegen lediglich rund 2,2%. Folglich liegt der Abstand zwischen den beiden Renditepunkten zurzeit bei 330 Basispunkten bzw. der BEER bei 0,4 (2,2/5,5). Der Renditeabstand ist damit immer noch signifikant über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre von ca. 270 Basispunkten. Wir sind der Ansicht, dass sich dieser Abstand auch in 2015 weiter verringern wird, wie es in den vergangenen Jahren der Fall war. So fiel der Abstand zwischen beiden Kurven von 580 Basispunkten Anfang 2012 auf 330 Basispunkte zum Zeitpunkt, als dieser Marktkommentar verfasst wurde. Am Anleihemarkt ist bedauerlicherweise kaum noch Rendite zu erwirtschaften; die Earnings Yield der Unternehmen ist mit 5,5% allerdings immer noch attraktiv. Wie wir bereits im Vorfeld erläutert haben, erwarten wir keinen signifikanten weiteren Rückgang der Anleiherenditen, falls die US Fed sich zu den angedeuteten ersten Zinserhöhungsschritten hinreißen lassen wird. Investoren werden daher aus unserer Sicht auch in Zukunft keine andere Wahl haben, als sich am Aktienmarkt zu engagieren, falls sie noch eine ansprechende Rendite erwirtschaften wollen. In der Vergangenheit hat sich dabei gezeigt, dass gerade die *richtige* Mischung aus Aktien und Renten den besten risikoadjustierten Ertrag liefert. Aktien gehören demnach im aktuellen Marktumfeld in ein ausgewogenes Portfolio. Würde beispielsweise die Aktienrendite des S&P 500 um 50 Basispunkte sinken, müsste der Index ceteris paribus auf 2.250 Punkte ansteigen. Bei einem Rückgang um 100 Basispunkte würde der Index auf 2.500 Punkte ansteigen.

Nachdem wir die Relevanz als Alternativinvestments der langfristigen US Rendite auf den S&P 500 erläutert haben, wenden wir uns nun dem kurzfristigen Zins zu. Da der kurzfristige Zins von der amerikanischen Notenbank bestimmt, allerdings auch von den Marktteilnehmern gehandelt wird, die hier ihre Erwartungen einpreisen, nutzen wir für die folgende Betrachtung den Dezember-2015-Terminkontrakt auf die Fed Funds Target Rate. Grafik 23 zeigt deutlich, dass steigende kurzfristige Zinsen Gift für den amerikanischen Aktienmarkt sind. Sobald die Rendite dieses Futures in 2014 über 75 Basispunkten lag, verlor der S&P 500 rund 100 Indexpunkte, was ungefähr einem Verlust von 5% entspricht. Es ist daher offensichtlich und notwendig, dass die Fed ihre angedeuteten Zinserhöhungen behutsam und vor allem nachvollziehbar argumentiert, bevor die Normalisierung der Zinsen begonnen wird. Für den Fall, dass die Fed die Zinsanhebung mit einem Wiederherstellen ihrer Handlungsfähigkeit (Stichwort: *Aufmunitionierung*) begründen kann, könnte der Tanz auf des Messers Schneide gelingen: eine Zinsanhebung ohne Abverkauf des Aktienmarktes.

So oder so lässt sich abschließend festhalten, dass der Aktienmarkt auch 2015 wohl kaum das Tummelfeld für kurzzeitige und nervöse Investoren sein wird. Allerdings wird er integraler Bestandteil eines ausgewogenen risikooptimierten Portfolios sein.

Fazit

2015 steht vor der Tür und verspricht erneut ein weiteres turbulentes Krisenjahr (das wäre dann Nummer 9) zu werden. Unterschiedliche Entwicklungen auf beiden Seiten des Atlantiks lassen aus Sicht von uns Europäern auf eine Entropie der Märkte hoffen. Die USA müssen wieder einmal die Rolle der Wachstumslokomotive übernehmen, mit allen Konsequenzen für die Kapitalmärkte. Der Renditerückgang

der letzten Jahre ist nun wirklich nahe dem Ende. Aktien bleiben eine Alternative für Investoren mit robustem Naturell, da hier wie bereits 2014 mit großen Preisänderungen nach oben wie unten gerechnet werden sollte. Einmal mehr sollte der ungeübte Investor die Anlageentscheidungen professionellen Marktakteuren überlassen,

wobei selbst diese nicht in jedem Fall vor großen Wertschwankungen schützen können.

Wir hoffen, wie jedes vergangene Jahr, auf Vorsicht, Einsicht, und Umsicht, um die uns anvertrauten Gelder sicher ans Jahresende 2015 und darüber hinaus zu betreuen.

Positionierung der Ethna Funds

Ethna-GLOBAL Defensiv

Das durchschnittliche Rating des Fonds stieg im Dezember um einen Notch auf A+ bis AA-. So wurde der Bestand an AAA Anleihen weiter ausgebaut (auf 26,8 % zum Ultimo), während gleichzeitig der Bestand an Non-Investment-Grade-Anleihen und Anleihen niedrigerer Bonität reduziert wurde. Diese Anpassung wurde vorgenommen, da durch die positive wirtschaftliche Entwicklung der USA das Risiko zunimmt, dass die Credit Spreads leicht steigen. Gleichzeitig wurde die Modified Duration im Fonds weiter erhöht und belief sich zum Ultimo auf 5,47. Trotz einer erhöhten Wahrscheinlichkeit für einen Zinsanstieg in den USA in 2015 sollten hiervon primär Anleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren und weniger betroffen sein.

Trotz vereinzelter Gewinnmitnahmen auf der Aktienseite stieg die Netto-Quote zum Ultimo auf 4,8 %. Grund hierfür war die positive Entwicklung der Aktienmärkte im Dezember.

Die Cash-Quote stieg durch die Anpassungen auf der Bondseite kurzfristig auf 13,4 % netto. Damit bleibt der Fonds flexibel genug aufgestellt, um jederzeit Opportunitäten wahrzunehmen. Auf der Währungsseite wurde die Absicherung des NOK-Währungsrisikos aufgehoben, wodurch das Exposure auf 5 % anstieg. Die Zinssenkung der norwegischen Zentralbank und der schwächelnde Ölpreis hatten die Währung stark abwerten lassen, wodurch erneut ein attraktives Level zum Öffnen der Position erreicht wurde.

Ethna-AKTIV E

Mit dem starken wirtschaftlichen Wachstum in den USA steigt auch die Chance, dass die Fed in 2015 die Zinsen anheben wird. Entsprechend wurde die Rentenseite des Portfolios angepasst. So wurde die sehr positive Entwicklung insgesamt genutzt, um Gewinne zu realisieren, weshalb die Quote zum Ultimo auf 55,1 % sank. Der Fokus bei Verkäufen lag insbesondere auf USD-denominierten Anleihen mit fixem Kupon und einer Laufzeit von zehn Jahren und weniger. Diese wären insbesondere von einer Zinserhöhung betroffen, während der Effekt auf länger laufende Anleihen eher gering ausfallen sollte. Folglich stieg die Modified Duration des Fonds weiter an, auf 5,65 zum Ultimo. Sollte sich unsere Einschätzung oder das Marktumfeld ändern, sind wir jedoch weiterhin in der Lage, die Duration jederzeit komplett durch den Einsatz von Futures abzusichern.

Durch die Verkäufe auf der Bondseite stieg die Cash-Quote kurzfristig auf 10,8 % netto zum Ultimo an. Über die nächsten Wochen werden wir diese allerdings wieder reduzieren, ohne dabei die Liquidität des Fonds einzuschränken. Auf der Wäh-

rungsseite wurde das USD-Exposure weiter erhöht, auf 22,1 %. Die weiterhin divergente Geldpolitik von EZB und Fed bietet hier Chancen für zusätzliche Gewinne. Ferner dient die Position als intrinsische Absicherung für unsere USD-Zinspositionen.

Der Dezember wurde genutzt, um die Aktienquote im Fonds weiter auszubauen, auf 33,9 % zum Ultimo. Dabei lag der Fokus insbesondere auf US-Titeln, da die Wirtschaft sich gegenwärtig im Vergleich zu Europa deutlich positiver entwickelt. Die am 23. Dezember 2014 veröffentlichten BIP-Wachstumswahlen der USA für Q3 von 5 % unterstützen diese Einschätzung.

Nach der starken Outperformance der Pharmaaktien wurde in diesem Sektor das Exposure leicht reduziert und es wurden Gewinne realisiert. Schwerpunkt im Portfolio bleiben US-Retailaktien, die weiter von einer steigenden Kaufkraft der US-Konsumenten in Folge des fallenden Ölpreises profitieren werden. Der Fonds bleibt weiterhin im Versicherungssektor investiert, da die europäischen Versicherungsaktien von einem schadensarmen Halbjahr profitieren, welches die Aussicht auf attraktive Dividenden erhöht. Ein zusätzlicher Portfolioschwergewicht bleiben Bankaktien: In den USA wird die steigende Kreditnachfrage die Gewinne weiter erhöhen. Ein möglicher großvolumiger Kauf von europäischen Staatsanleihen könnte den europäischen Sektor beflügeln.

Ethna-GLOBAL Dynamisch

Die temporäre Marktkorrektur an den Aktienmärkten – ausgelöst durch den Ölpreis und die Sorgen um Russland – wurde genutzt, um die Aktienquote schrittweise wieder auszubauen, auf 49,7 % zum Ultimo. Der Fokus lag analog zum Ethna-AKTIV E auf US-Titeln, da diese insbesondere von der robusten und schnell wachsenden US-Wirtschaft profitieren.

Gleichzeitig haben wir begonnen, die kurzfristig erhöhte Bond-Quote zu reduzieren und Gewinne zu realisieren. Während das durchschnittliche Rating hierbei unverändert blieb, stieg die Duration zum Ultimo auf 5,87 an. Dieses Vorgehen spiegelt unsere Einschätzung bezüglich langfristig tiefer Zinsen im Euroraum wieder. Sollte es dennoch zu einem Anstieg der kurz- bis mittelfristigen Zinsen kommen, wären hiervon primär die Zinsen im USD-Raum betroffen.

Als intrinsische Absicherung unserer USD-Zinsposition wurde zudem die USD-Quote auf 26 % zum Ultimo erhöht. Sollten die Zinsen stärker ansteigen als erwartet, sorgt das Währungsexposure für eine insgesamt geringere Portfoliovolatilität.

Aufgrund der divergenten Entwicklung der wirtschaftlichen Erholung und der Zinspolitik der beiden Währungsräume sehen wir in dieser Position Potential für Währungsgewinne.

Um von einer Jahresendrallye zu profitieren, wurde die Netto-Aktienquote um 5,6 % auf 49,7 % zum Jahresende ausgebaut. Zugekauft wurde im US-Biotechnologiebereich, der von steigenden Gewinnen und Übernahmespekulationen profitiert. Ausgebaut wurde ferner der Bankensektor, der auch eines der Portfolioschwergewichte darstellt: Steigendes

Kreditwachstum in den USA, verbunden mit steigendem Zinseinkommen, werden die Gewinne weiter steigen lassen. In den Sektoren Versicherungen und US-Retail kam es zu ersten Gewinnmitnahmen. Allerdings bleibt der Fonds in diesen Bereichen stark investiert. Der Versicherungssektor zeichnet sich durch starke Cash-Flows und hohe Dividendenrenditen aus und wir erwarten, dass die entsprechenden Aktien weiter outperformen werden. US-Retailaktien werden weiterhin von einer steigenden Kaufkraft der US Konsumenten in Folge des stark gesunkenen Ölpreises profitieren.

Currency										
	TW €	€ \$	€ CHF	€ £	€ JPY	€ AUD	€ NOK	€ CAD	€ TRY	€ CNH
Last	92.9	1.2154	1.2024	0.77877	145.03	1.48074	9.0167	1.4077	2.8322	7.5614
-1m	-1.2 %	-2.3 %	0.1 %	-2.2 %	-1.8 %	1.3 %	3.4 %	-1.0 %	2.5 %	-1.3 %
ytd	-4.9 %	-11.9 %	-1.9 %	-6.4 %	-0.1 %	-4.1 %	7.9 %	-3.9 %	-4.5 %	-9.5 %

German Gvmt					ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	-0.097	0.015	0.544	64	85	325	104	160
-1m	-7	-10	-16	-9	0	0	0	0
ytd	-31	-91	-139	-108	14	39	16	31

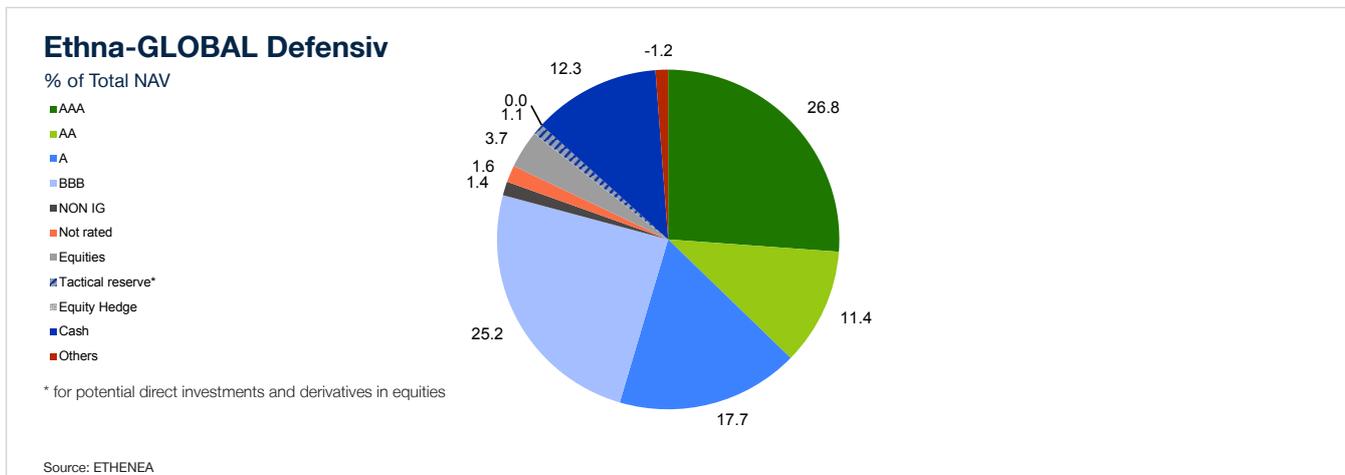
Yield pick-up to German 10y Gvmt											
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	166	127	-22	29	16	14	144	113	221	899	72
-1m	146	123	-28	27	14	12	133	120	214	765	68
ytd	110	109	-119	63	34	31	220	222	420	649	158

Equities							
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei	Shanghai
Last	9,805.55	17,983.07	3,143.45	4,270.29	6,555.56	17,450.77	3,234.677
-1m	-1.8 %	0.9 %	-3.3 %	-2.7 %	-2.5 %	-0.1 %	20.6 %
ytd	2.7 %	8.5 %	1.1 %	-0.6 %	-2.9 %	7.1 %	52.9 %
	DAX P/E	Dow P/E	EuroStx P/E	CAC40 P/E	FTSE P/E	Nikkei P/E	Shanghai P/E
Last	13.7	15.9	14.4	14.9	13.9	19.0	13.7
-1m	-1.4 %	1.5 %	-3.1 %	-2.7 %	-1.6 %	-0.9 %	24.5 %
ytd	-2.9 %	2.2 %	-1.4 %	-4.7 %	-1.4 %	-9.9 %	49.1 %

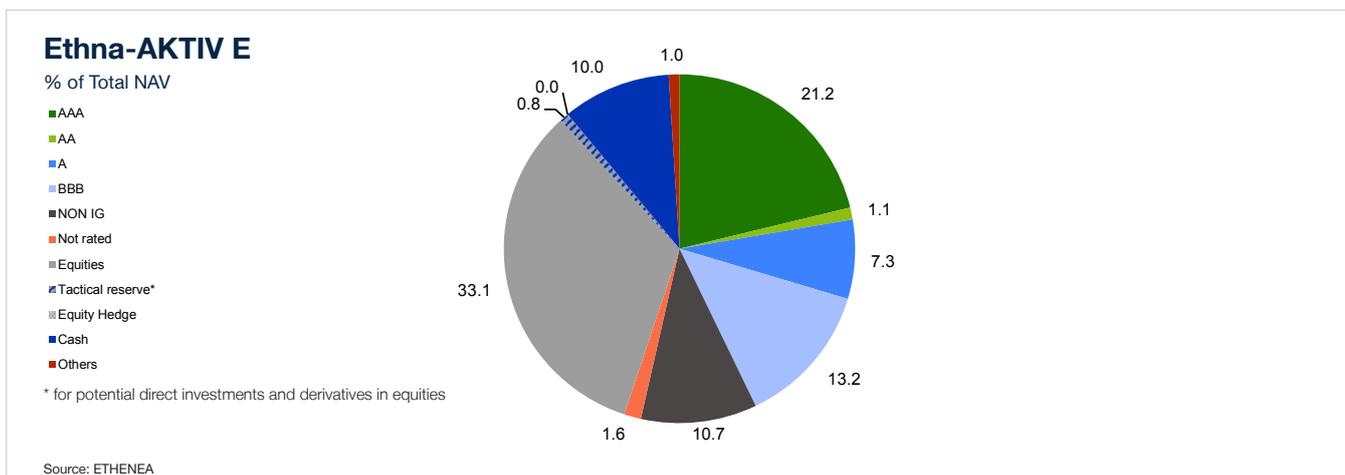
Grafik 24: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber Vormonat und dem laufenden Jahr*

Date	Fund	Yield p. a.	Rating is between		Mod. duration	Current yield p. a.	Mod. duration -bonds only-
30/12/2014	Ethna-AKTIV E	3.32 %	A	A+	4.12	3.36 %	5.63
30/12/2014	Ethna-GLOBAL Defensiv	2.74 %	A+	AA-	4.11	2.95 %	5.47
30/12/2014	Ethna-GLOBAL Dynamisch	3.50 %	A	A+	4.24	3.35 %	5.87

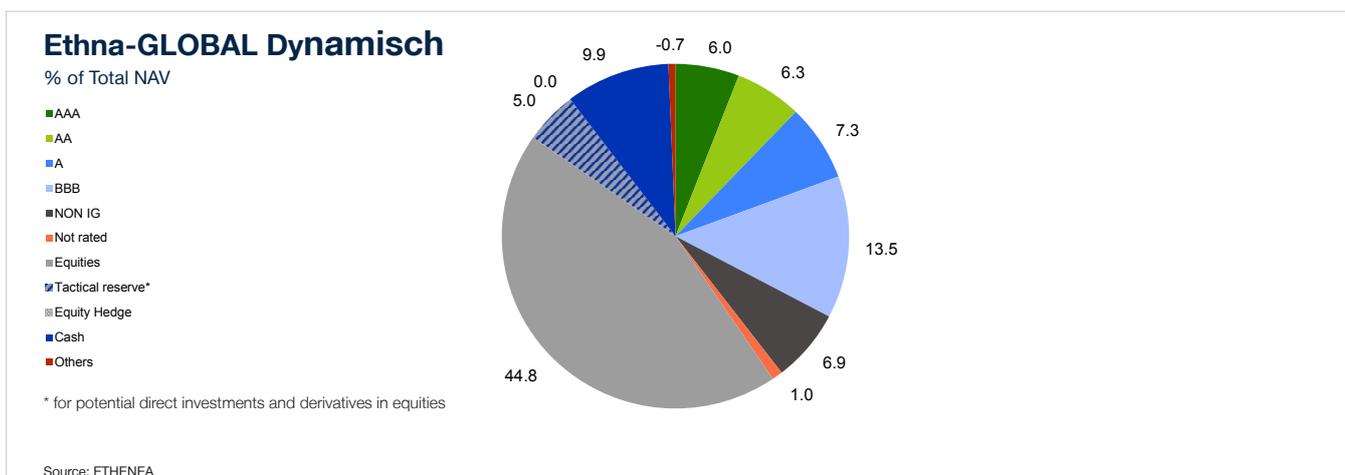
Grafik 25: Kennzahlen der Ethna Fonds zum Monatsende*



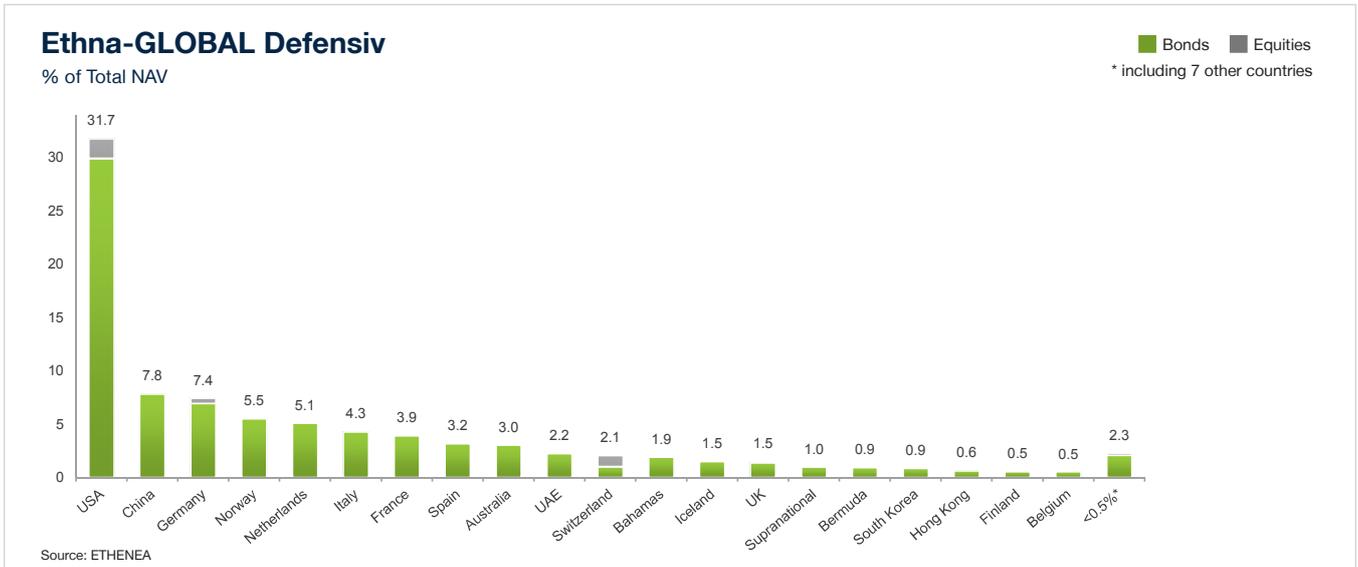
Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Rating*



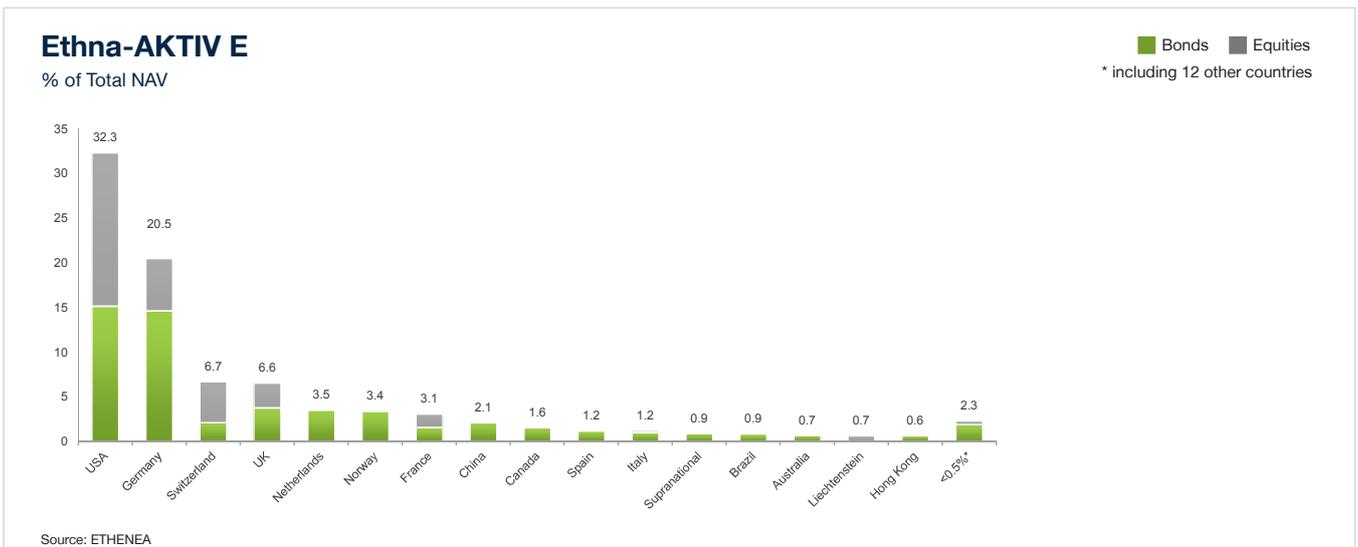
Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Rating*



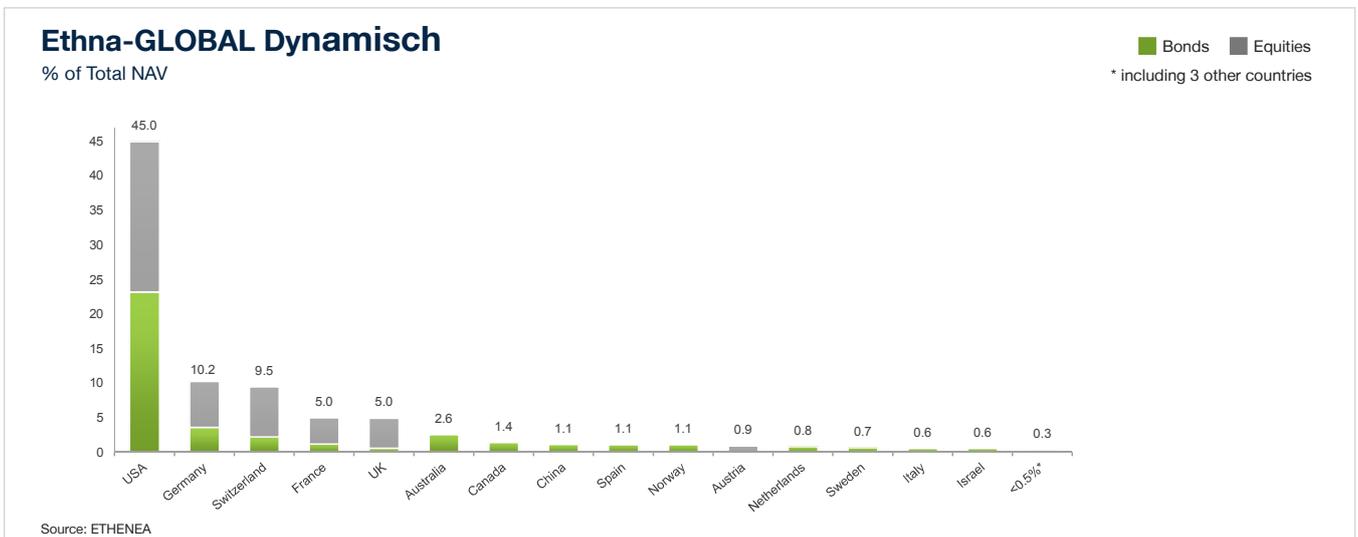
Grafik 28: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Rating*



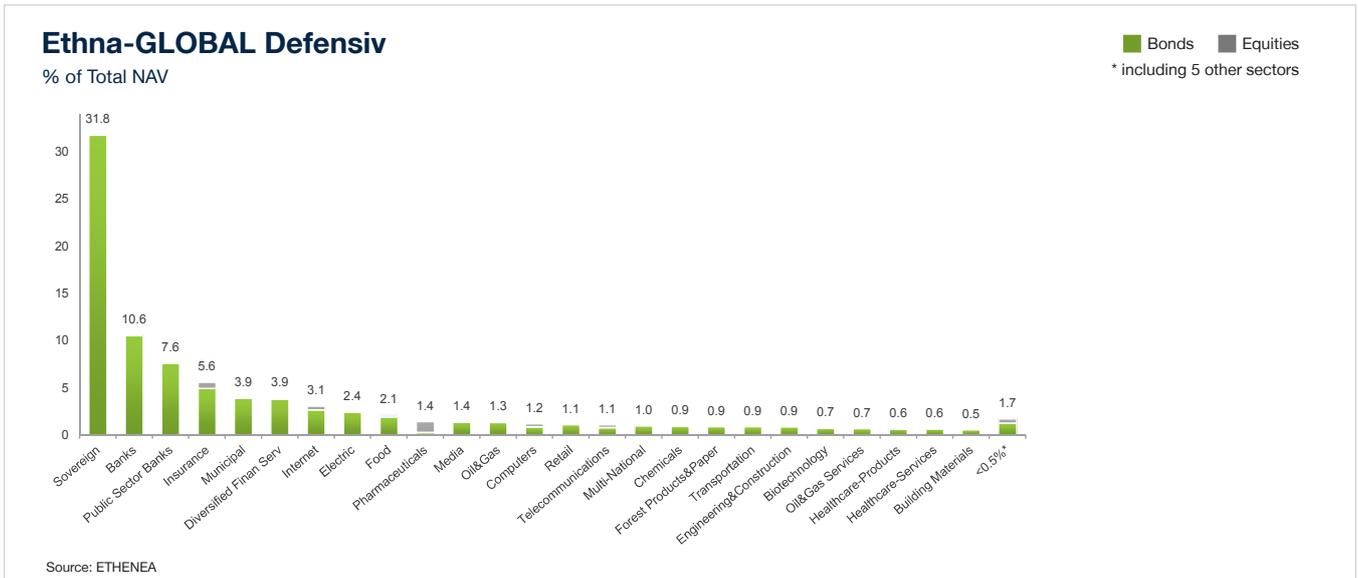
Grafik 29: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Herkunft*



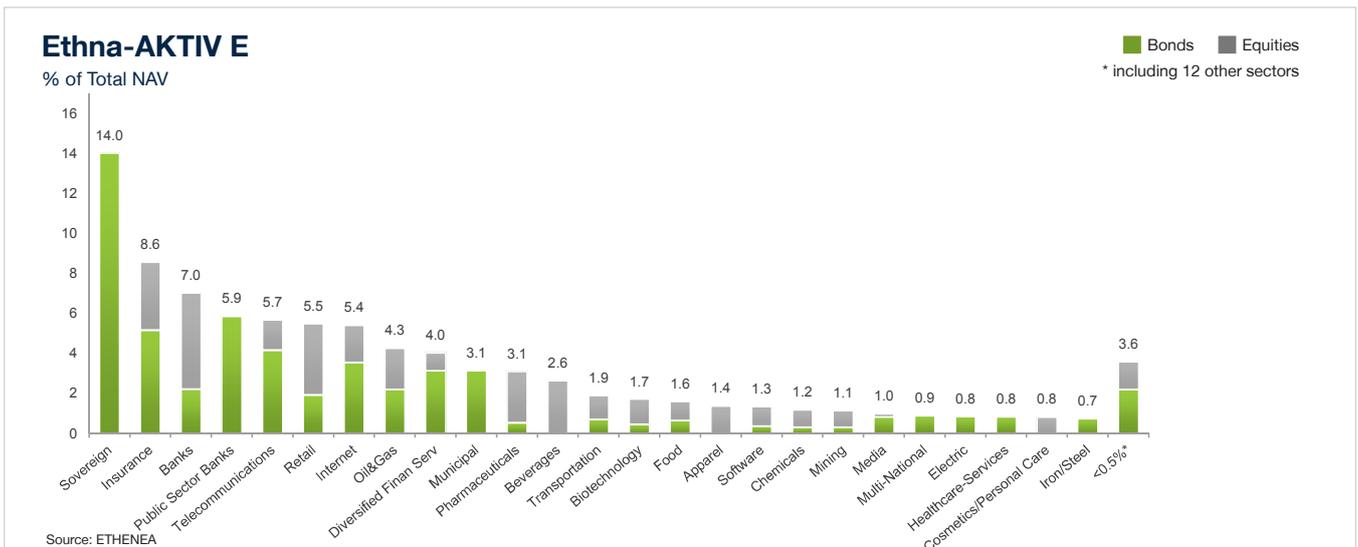
Grafik 30: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Herkunft*



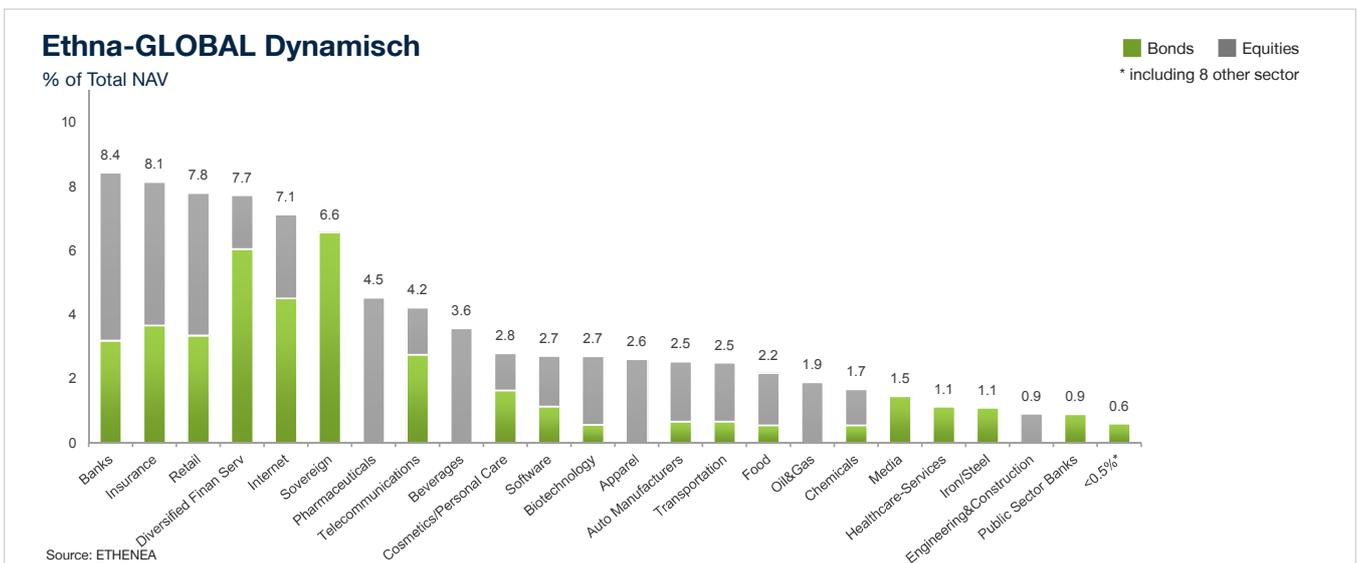
Grafik 31: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft*



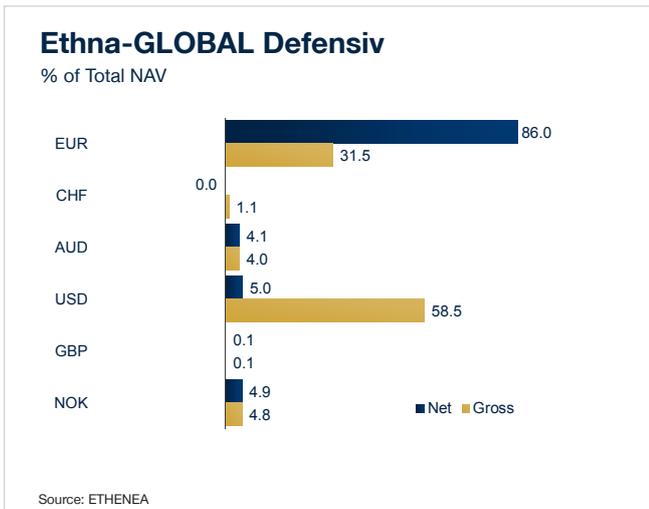
Grafik 32: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittenten-Branche*



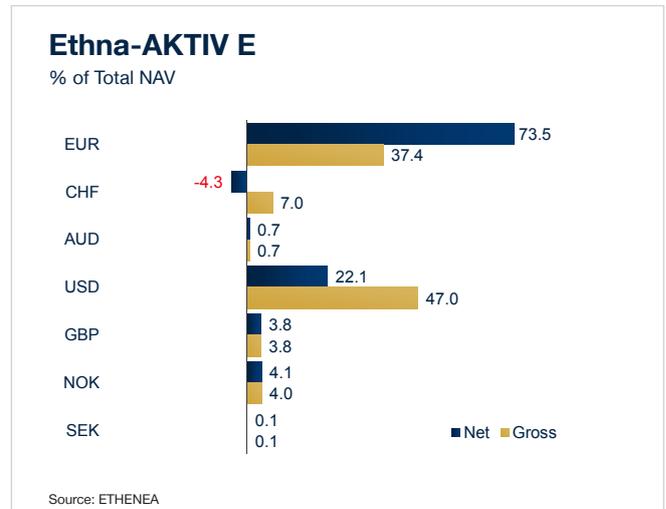
Grafik 33: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittenten-Branche*



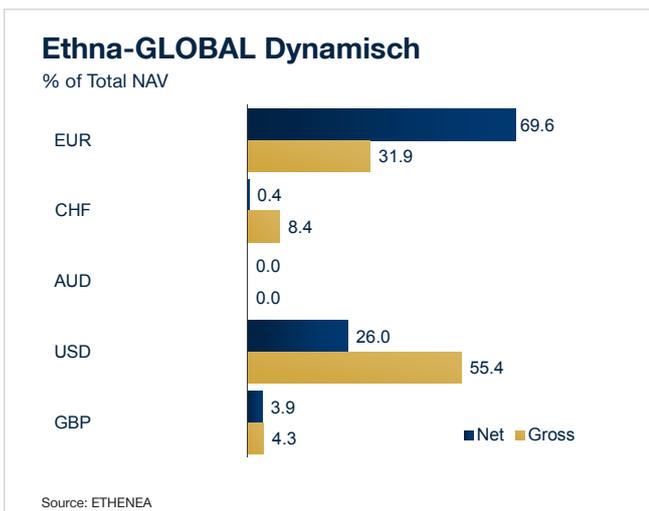
Grafik 34: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittenten-Branche*



Grafik 35: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen*



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



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

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds



Das Portfolio Management:

Daniel Stefanetti
Guido Barthels (Autor)
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo
Peter Steffen

Co-Autor: Yves Longchamp – Head of Macroeconomic Research, ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

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, 31.12.2014.