

MONATSBERICHT JANUAR 2011:

„SHOULD I STAY OR SHOULD I GO?“ (THE CLASH, 1991)

Unter dem aktuellen Eindruck des wieder einmal sehr erfolgreichen Mannheimer FONDS Kongresses 2011 können wir uns die Referenz zu dem alten Clash-Hit „Should I stay or should I go?“ nicht verkneifen. Nicht nur, dass sich das Portfolio Management-Team dem Fachpublikum präsentieren konnte, sondern vor allem die Gelegenheit sehr viele interessante Anfragen zu beantworten, hat uns sehr gefreut.

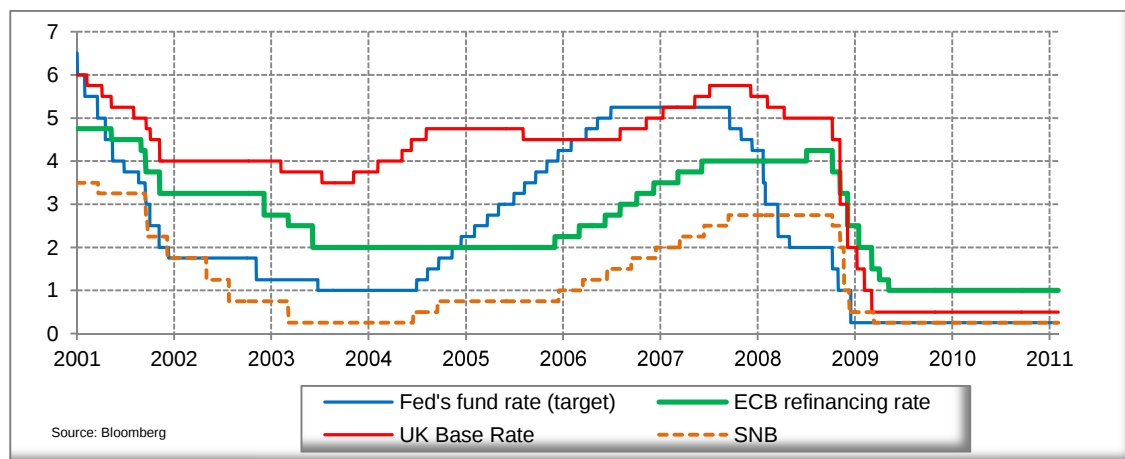
Allerdings wurde aber aus dem Fragenkatalog deutlich, dass sich die Sorgen und Nöte der Anleger gegenüber dem vorjährigen Kongress sehr gewandelt haben. Während 2010 noch eher Sorgen um das Finanzsystem dominierten, standen dieses Jahr Fragen eher gewöhnlicher Natur im Vordergrund, und das „gewöhnlich“ ist in keiner Weise abwertend gemeint! Ganz im Gegenteil, sind Fragen nach dem Ausblick der Volkswirtschaften, nach unseren Erwartungen für Aktien und vor allem die Sorge um Inflation und dem damit verbundenen Zinsanstieg eher normal, und somit für einen Portfolio Manager verständlich und beantwortbar.

Da viele Anleger wissen, dass in unseren Fonds Ethna-AKTIV E und Ethna-GLOBAL Defensiv der größere Teil der Investitionen im Anleiheuniversum investiert ist, war eine häufige Frage: „Soll ich noch ‚drinbleiben‘, oder besser verkaufen?“ – eben „Should I stay or should I go?“. Um die Antwort für Anleger, die sich nicht die Zeit nehmen können das gesamte Dokument zu lesen, vorweg zu nehmen: Bleiben Sie drin - „Stay“!

Aber nun zum Thema:

Die Angst vor einem Zinsanstieg ist eigentlich die Angst vor der Inflation, oder noch genauer gesagt, die Angst vor der Angst der Inflation! Aber von welchem Zinsanstieg reden wir überhaupt?

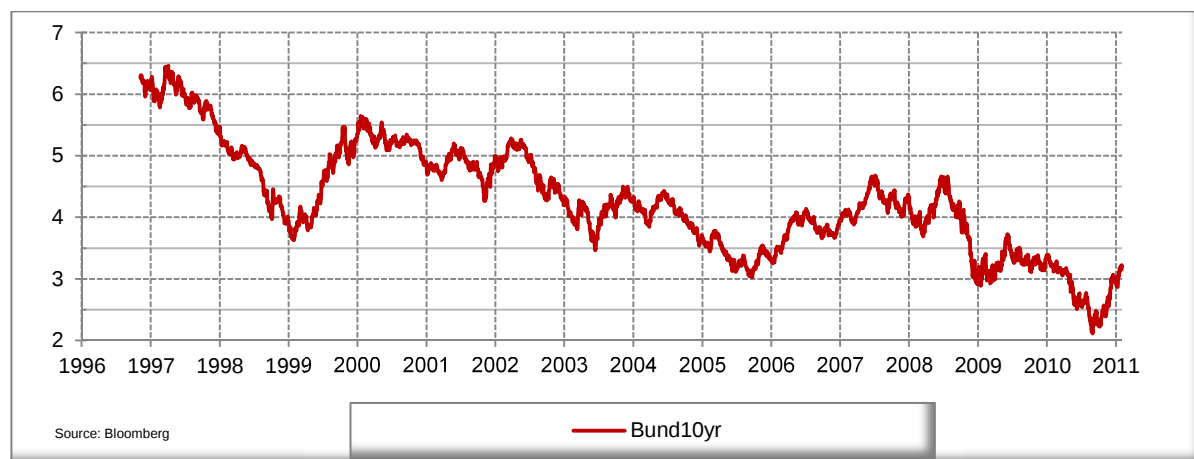
Den Zinsanstieg bei den Zentralbanksätzen (siehe Grafik 1)?



Grafik 1: Leitzinsen der Zentralbanken der USA, Großbritannien, Schweiz und Eurozone

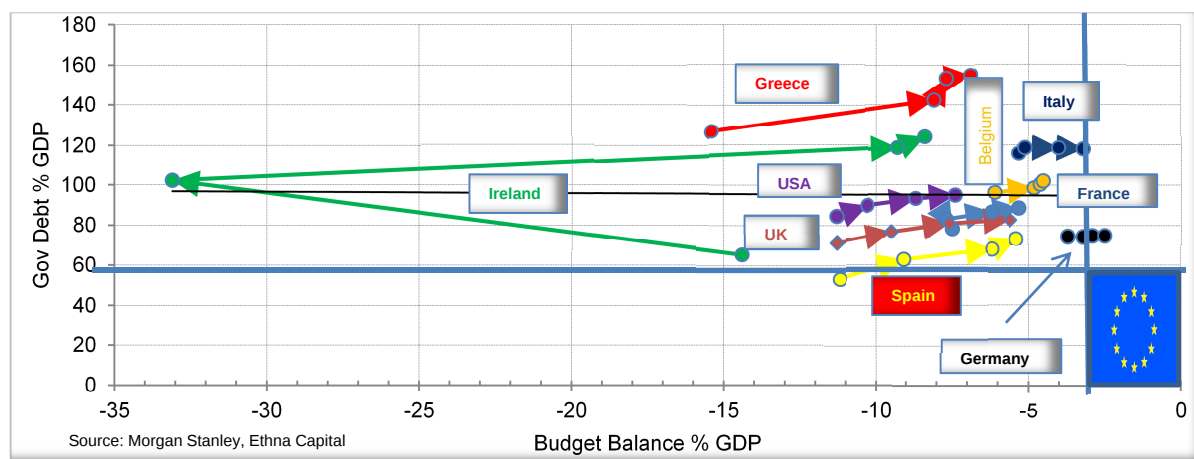
Oder doch eher über einen Zinsanstieg bei den 10-jährigen Bundesanleihen (siehe Grafik 2)?

Oder von beidem? Während der Leitzins der EZB leider nicht ausschließlich von reinen ökonomischen Beweggründen gesteuert wird, ist die Rendite der Bundesanleihe schon rein ökonomischen Angebots- und Nachfragekräften unterworfen. Aber eins nach dem anderen.



Grafik 2: Verlauf der Rendite der jeweiligen 10-jährigen Bundesanleihe

Die EZB steckt in dem Dilemma, dass die Eurozone momentan eine ausgesprochen heterogene Wirtschaftszone repräsentiert, für die ein Zinssatz nur schwer passend ist. Während die Kernländer ein mittlerweile gesundes Wachstum präsentieren können, sieht es in der Peripherie der Eurozone eher mau aus. Und nicht nur das, Grafik 3 zeigt ein weiteres Hemmnis für die EZB-Politik.

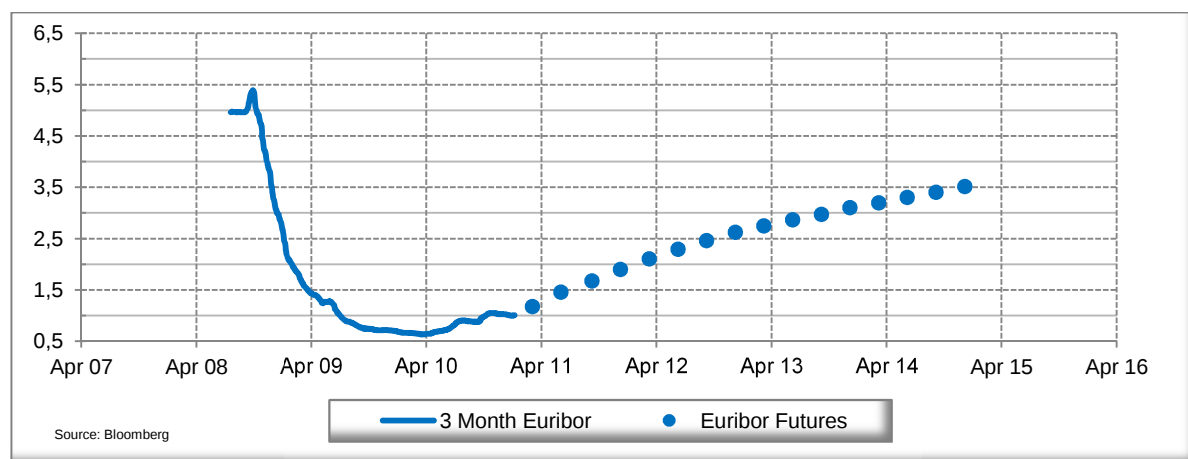


Grafik 3: Jeweiliges Datenpaar des Haushaltsdefizits und des dazugehörigen Niveaus der Gesamtverschuldung jeweils im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt der Jahre 2009, 2010, 2011 und 2012 für ausgewählte Staaten

Während Grafik 3 anschaulich zeigt, dass zumindest die Prognosen für die Jahre 2009 bis 2012 eines namhaften Instituts einen Rückgang bei den Haushaltsdefiziten bei den aufgezeigten Staaten erwarten, sind die betroffenen Staaten noch meilenweit von den Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts von 1997 entfernt. Im Vertrag von Amsterdam (nicht Maastricht!) ist konkret geregelt, dass das Haushaltsdefizit der Eurozonen-Staaten nicht mehr als 3% vom BIP betragen darf. Außerdem müssen sie den Stand der öffentlichen Verschuldung auf 60% ihres BIPs begrenzen. Dieser Bereich ist in der Grafik 3 als Euroflagge dargestellt. Deutschland ist zumindest in der Nähe dieser Kriterien, während die anderen Staaten noch Dekaden vom Erreichen entfernt scheinen.

Diese Tatsachen stellen die EZB vor ein nicht beneidenswertes Problem: erhöht sie die Zinsen zu früh, verlangsamt sie unter Umständen, das in diesen Staaten so dringend notwendige Wirtschaftswachstum. Erhöht sie die Zinsen zu spät, dann führt die Lohn-Preis-Spirale zu Inflation, die die Refinanzierungskosten der Staaten erhöht und sie damit weiter von den Stabilitätskriterien entfernt. Also, keine einfache Situation!

Wenden wir uns kurz den Märkten zu. Grafik 4 zeigt deutlich, dass die Märkte von einem Zinsanstieg am kurzen Ende der Zinskurve von etwa 90bp bis Ende 2011 einpreisen. Wir sind der Meinung, dass die EZB länger die Zinsen unverändert lassen wird und frühestens gegen Ende der zweiten Jahreshälfte einen Zinsschritt von 50bp machen könnte.

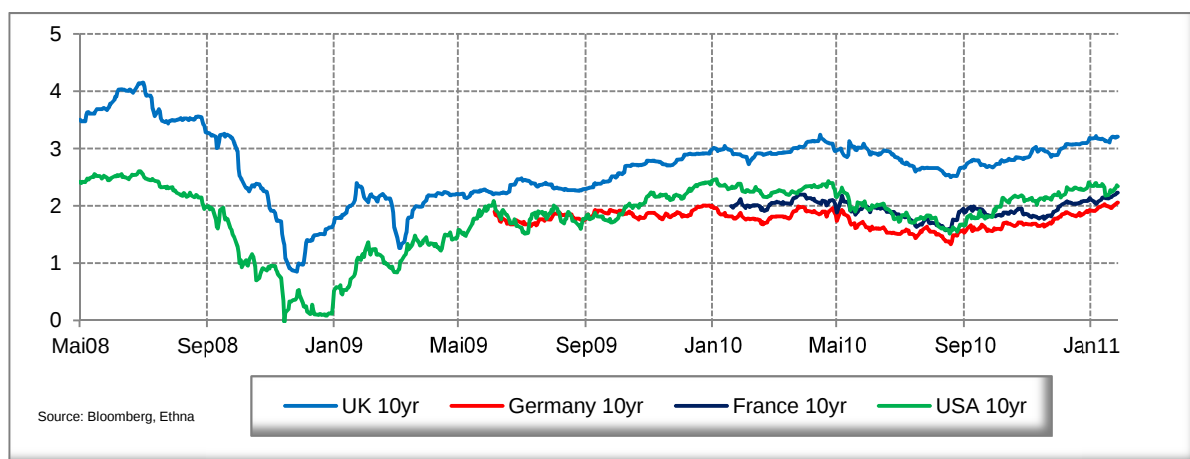


Grafik 4: Verlauf des 3 Monats Euribor Zinssatzes und die durch die Euribor Futures implizierten Zinssätze

Das lange Ende der Zinskurve hat diesen Zinsanstieg schon zum Teil vorweggenommen. Grafik 2 kann man entnehmen, dass die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen im Verlauf der letzten vier Monate um 100bp gestiegen ist. Unter vielen anderen Faktoren, die zu diesem beträchtlichen Zinsanstieg geführt haben, sind auch die gesunkenen Markterwartungen bezüglich eines Euro-Zusammenbruchs und auch gestiegene Inflationserwartungen. Gerade letztere machen viele Marktteilnehmer nervös. In diesem Zusammenhang ist die Grafik 5 zu erwähnen. Dort erkennt man deutlich, dass die sogenannte „Break-Even“-Inflationsrate, oder auch Gleichgewichtsinflationsrate in den betrachteten Ländern in den letzten 24 Monaten signifikant gestiegen ist. Aber was sagt diese Rate überhaupt aus?



Zur Berechnung haben wir die jeweiligen Renditen der inflationsgeschützten Anleihen der Staaten von den Renditen der „normalen“ Staatsanleihen subtrahiert. Die Annahme ist, dass Arbitrage dafür sorgt, dass ein Investor die gleiche reale Verzinsung erhält, egal ob er den „normalen“ Bond erwirbt und von diesem die Inflation abziehen muss, oder ob er gleich die inflationsgeschützte Anlage wählt. Angebots- und Nachfragedruck sorgen für eine Inflationsdifferenz, die der Markterwartung zu dem Beobachtungszeitpunkt entspricht. In Zahlen ausgedrückt bedeutet dies, dass der Markt zur Zeit eine durchschnittliche Inflation über die nächsten 10 Jahre von ein wenig über 3% in England, und 2% in Deutschland erwartet. Wie gut die Prognose des Marktes ist, soll an dieser Stelle nicht diskutiert werden. Nur so viel sei vermerkt, wenn der Markt für Deutschland eine Inflationserwartung von 2% hat, dann ist die gleiche Inflationserwartung auch in den Zinsanstieg der 10-jährigen Bundesanleihen eingeflossen. *Ein Inflationsniveau, das die Zentralbank als tolerabel und preisstabil empfindet.* Insofern halten wir eine baldige Zinserhöhung eben dieser für unwahrscheinlich.



Grafik 5: Gleichgewichts-Inflationsraten (Break-Even) für die nächsten 10 Jahre ausgewählter Staaten

Konsequenterweise halten wir dann aber auch signifikante Renditesteigerungen weit über das jetzige 10-Jahres-Niveau von 3.20% in nächster Zeit auch für unwahrscheinlich. 3.50% oder vielleicht sogar 3.75% würden wir für einen Renditehöchststand halten.

In Grafik 6 hat der Autor endlich das berechnet, wonach ihn viele Kunden oft gefragt haben, nicht zuletzt in Mannheim. Wir haben einfach zwei beliebige Anleihen aus unseren Beständen als Beispiel verwendet. Als erstes betrachten wir die Nachranganleihe (LT2) der australischen Macquarie Bank mit einem Coupon von 6% und einem aktuellen Markt-Geldkurs von 93.36, was einer Rendite von 6.962% entspricht und einem Zinsaufschlag von 3.808% zu der nächsten Bundesanleihe mit einer Rendite von 3.154%. Unter der Annahme, dass wir die Position ein Jahr halten, ergibt sich folgende Rechnung: wir verdienen den 6% Coupon der Anleihe über 1 Jahr und haben die Opportunitätskosten von 1% - unsere Annahme einer Alternativanlage im Geldmarkt. Also ergibt sich ein Break-Even Preis von 88.36 ($93.36 - 6\% + 1\%$), das entspricht einer neuen Rendite von 7.90% in einem Jahr. Unter der Annahme, dass der Zinsaufschlag gegenüber der Bundesanleihe nicht kleiner wird, sondern weiterhin bei 3.808% stagniert, ergibt sich ein Schutz vor einem Zinsanstieg von 93bp oder 0.93% in einem Jahr im 9-jährigen Segment. Die gleiche Rechnung mit der Depfa 2015 ergibt dort einen Schutz von 170bp oder 1.7%. Anders ausgedrückt: nur wenn der 5-Jahres Zins mehr als 170bp und/oder





der 10-Jahres Zins mehr als 90bp steigt, verlieren wir Geld mit dem Investment in diesen beiden Wertpapieren gegenüber einer Alternativanlage im Geldmarkt bei einem Zins von 1%. Ansonsten schützt uns der sogenannte „Carry“ der Anleihen vor Verlusten, selbst bei einem Anstieg des Zinsniveaus.

Macquarie Bank				
6% 21.9.2020	Bid	YTM	Sprd	DBR 2.5 4.Jan 2021
aktuell	93.360	6.962	3.808	3.154
1 yr B/E	88.360	7.900	3.808	4.092
Depfa				
4.375% 15.1.15	Bid	YTM	Sprd	OBL 2.5 27.Feb 15
aktuell	96.000	5.530	3.41	2.12
1 yr B/E	92.625	7.240	3.41	3.83

Annahme: 1% MM Deposit als Alternativinvestment

Grafik 6: Beispielrechnung mit zwei Anleihen um die B/E Rendite zu ermitteln

Nichtsdestotrotz lässt sich ein Anstieg der Inflationserwartungen nicht leugnen. Ganz im Gegenteil scheinen sich viele der arabischen Staaten der Maghreb und dem Nahen Osten gerade in ihre Bestandteile zu zerlegen. Der Unmut der oft sehr armen Bevölkerungen ist dort zum Übersäumen gebracht worden. Hintergrund hierfür sind sehr hohe Nahrungsmittelpreissteigerungen, die nur zu einem sehr geringen Teil durch Spekulationen erklärt werden können. Den weitaus größeren Anteil an diesen Preissteigerungen haben Angebotsreduktionen durch Naturkatastrophen wie auch Nachfragezunahmen. Die folgenden Grafiken 7 bis 11 zeigen die Preissteigerungen von Mais (+120%), Reis (+70%), Zucker (+90%), Weizen (+100%) und Baumwolle (+330%). Dass diese Preissteigerungen sich letztendlich auch in der statistischen Inflationsrate über kurz oder lang in irgendeiner Form niederschlagen werden (siehe Grafik 12), sollte den meisten klar sein.

Allerdings sind die Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln nur bedingt inflationstreibend. Erst wenn sie sogenannte Zweitrundeneffekte auslösen, also Lohnsteigerungen als Folge der Nahrungsmittelpreisentwicklung und daraus resultierende Preissteigerung bei Gütern und Dienstleistungen. Frühestens bei der drohenden Gefahr sollte die Zentralbank agieren.



Grafik 7: Entwicklung des Maispreises



ETHNEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★





Grafik 8: Entwicklung des Reispreises



Grafik 9: Entwicklung des Zuckerpreises



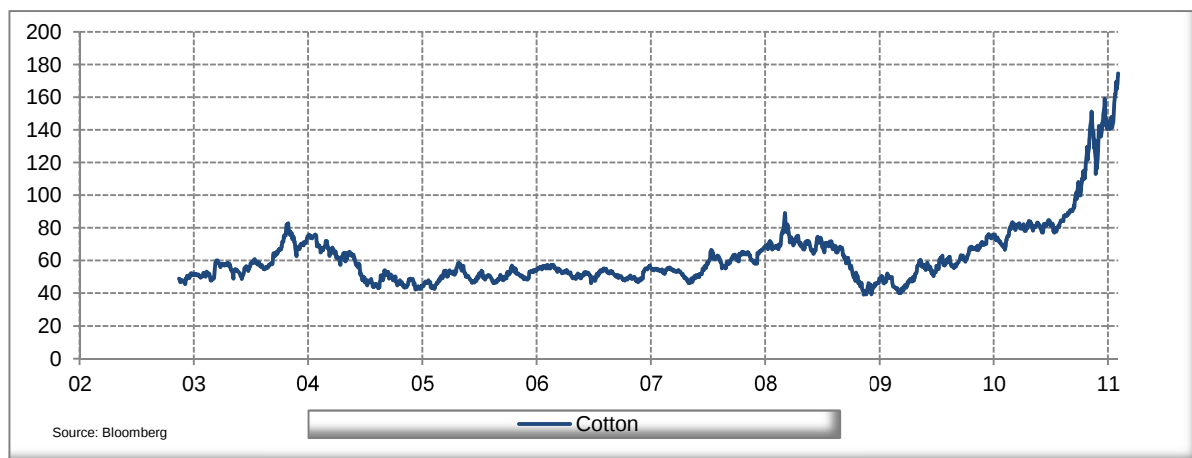
Grafik 10: Entwicklung des Weizenpreises



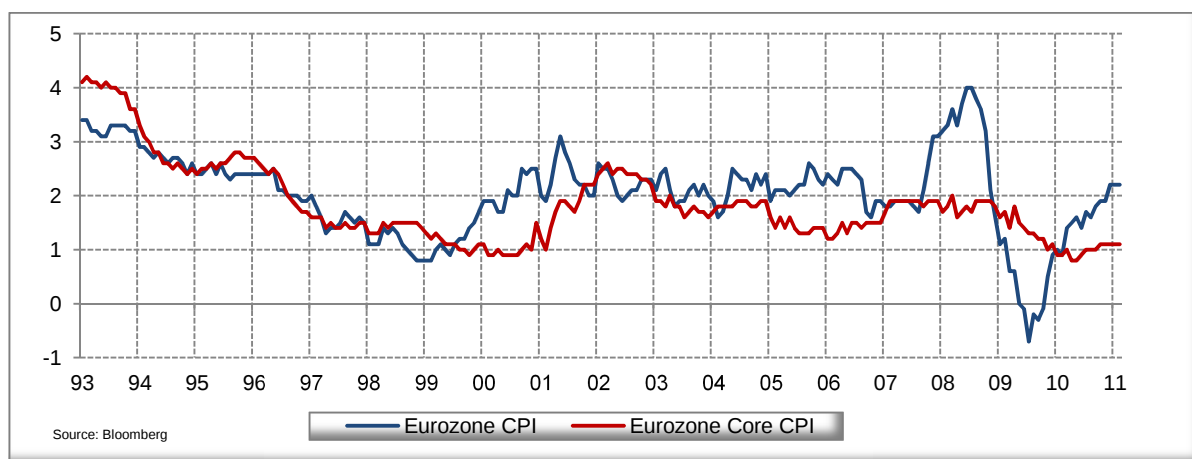
ETHNEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★



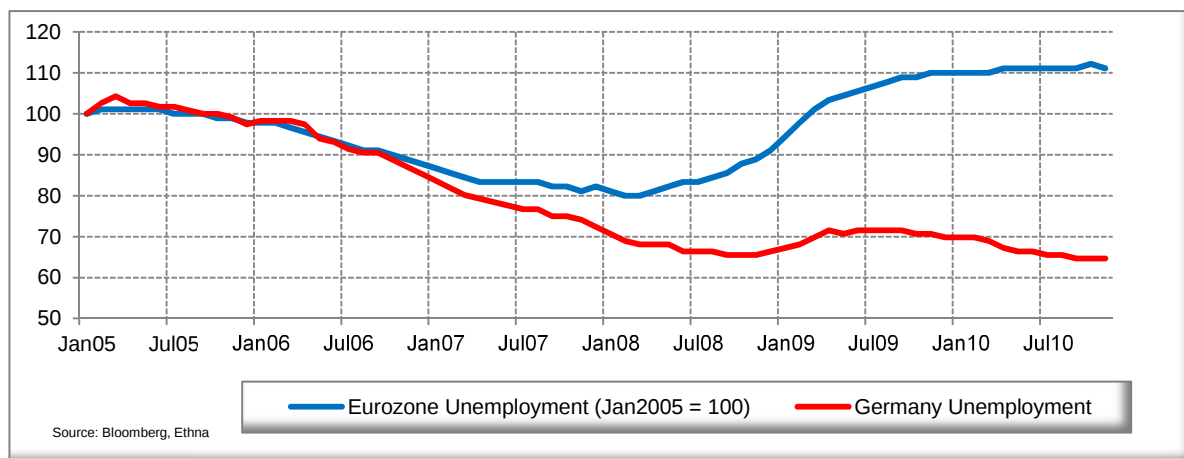


Grafik 11: Entwicklung des Baumwollpreises



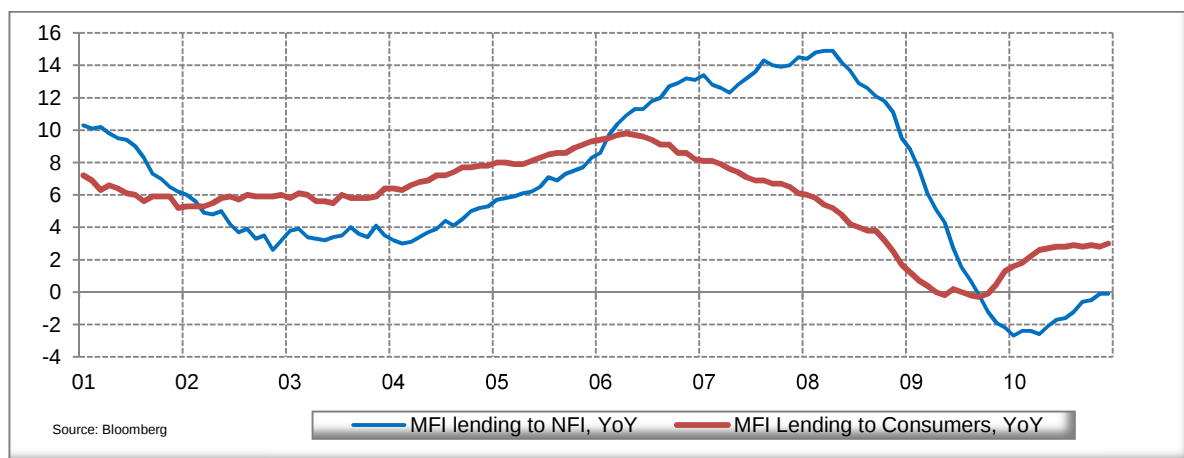
Grafik 12: Entwicklung der Konsumentenpreise und der Kerninflation in der Eurozone

Wenn man nun die Eurozone insgesamt betrachtet, ergibt sich ein komplett anderes Bild als wenn man zum Beispiel Deutschland separat betrachtet. Allein die Arbeitslosenraten von 10% für die Eurozone und 7.4% für Deutschland zeigen nur ein unvollkommenes Bild. Grafik 13 zeigt den relativen Verlauf dieser Raten seit Anfang 2005 und man erkennt unschwer, dass die deutsche Arbeitslosigkeit um fast 40% gesunken ist, während gleichzeitig die Rate der Eurozone insgesamt gestiegen ist. Die deutsche Tagespresse ist voll mit Themen zum Arbeitskräftemangel in Deutschland. Der Autor hat Schwierigkeiten sich ähnliche Presseartikel in Frankreich, Belgien oder gar Spanien zu diesem Zeitpunkt vorzustellen. Die langjährige, oft belächelte Forderung der deutschen Gewerkschaften nach Lohnerhöhungen ist vielleicht doch nicht so abwegig. Moderate Lohnsteigerungen von bis zu 5% würden sicherlich zu einer Reduktion der Ungleichgewichte in der Eurozone beitragen und letztendlich auch den lange abwesenden Binnenkonsum stärken. Aber diese Bemerkungen nur am Rande.



Grafik 13: Entwicklung der Arbeitslosigkeit in der Eurozone insgesamt und in Deutschland

Wenn man sich des Weiteren die Kreditvergabe in der Eurozone anschaut (siehe Grafik 14), dann zeichnet sich erst einmal ein sehr düsteres Bild ab. Zum einen ist die Kreditvergabe an Unternehmen von Banken weiterhin noch rückläufig. Die Kreditvergabebezuwachsrate an Konsumenten ist zwar positiv bei 3%, befindet sich aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Diese Daten lassen auf eine immer noch sehr angespannte Lage schließen.



Grafik 14: Entwicklung der Kreditvergabe in der Eurozone von Finanzinstituten (MFI) an Nichtfinanzinstitute (NFI) und Konsumenten.

In Deutschland hingegen veröffentlichte die Bundesbank kürzlich ihre Daten über die einheimische Kreditnachfrage. Diese Daten zeichnen ein komplett anderes Bild. Nicht nur der Saldo der Kreditnachfrage von Unternehmen ist seit 24 Monaten stark wachsend, sondern auch die Mittelverwendung ist komplett verschieden (http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/publikationen/vo_bank_lending_survey_nettosaldo.pdf). Während vor zwei Jahren noch Umschuldungen als Hauptgrund für Kreditnachfrage genannt wurde, stehen derzeit Anlageinvestitionen im Vordergrund. Diesen Daten zufolge strotzt die deutsche Wirtschaft nur so vor Kraft!

ETHNEA
Independent InvestorsMorningstar
Rating: ★★★★★



Der Konsument bleibt auch nicht außen vor. Die Nachfragesteigerungen nach Wohnungsbaukrediten ist auf einem Rekordniveau. Diese Nachfrage ist sicherlich nicht nur dem niedrigem Hypothekenzins zuzuschreiben, sondern letztendlich auch dem gestiegenen Optimismus der „Häuslebauer“ gegenüber 2003 und 2004, wo auch schon sehr niedrige Hypothekenzinsen angeboten wurden, die Nachfrage aber längst nicht so ausgeprägt war.

Die Europäische Zentralbank hat also nun die sehr undankbare Aufgabe all diese Faktoren (und noch viele mehr) bei ihren Zinsentscheidungen zu berücksichtigen. Während 30% der Eurozone ein scheinbar sehr solides Wachstum aufzeigt, sind die restlichen 70% irgendwo zwischen „so là là“ und kurz vor einer neuen Rezession. Das Ganze gemischt mit hohen Staatsschulden und einem unterkapitalisierten Bankensystem ergibt eine Melange, die der „zarte Geist“ des Autors kaum zu überblicken vermag. Wir wünschen der EZB viel Glück bei ihren zukünftigen Entscheidungen. Die Gefahr von geldpolitischen Fehlern zu diesem Zeitpunkt ist gigantisch. Daher letztendlich unsere Annahme der weiterhin abwartenden Haltung der EZB in der Zinsfrage.

Wie immer an dieser Stelle folgt die Grafik mit dem Überblick der Entwicklung wichtiger Preislevels.

	Currency								
	TW €	€/€	€/CHF	€/£	€/JPY	€/AUD	€/NOK	€/CAD	€/TRY
Last	95.08	1.3823	1.2936	0.8566	112.5	1.3625	7.8813	1.3691	2.1847
-1M	1.9%	5.3%	-1.8%	1.7%	1.7%	0.4%	-2.5%	2.7%	11.7%
-1Y	-5.4%	-0.7%	-12.1%	-1.8%	-10.9%	-12.9%	-3.6%	-7.5%	5.7%

	Germany Gvmt				ITRAXX 5y			
	2y	5y	10y	10/2y	Europe	Xover	SenFin	SubFin
Last	1.411	2.437	3.221	181	96	314	153	269
-1M	54	67	44	-10	-15	-102	-5	-13
-1Y	29	16	4	-25	13	-144	61	119

	Yield pick-up to German 10y Gvmt										
	USA	UK	Japan	France	Austria	Holland	Italy	Spain	Portugal	Greece	Ireland
Last	22	49	-199	35	40	16	92	199	371	783	580
-1M	18	58	-163	47	48	25	123	251	387	903	616
-1Y	46	71	-185	26	47	21	33	84	121	344	162

	Equities					
	DAX	Dow	EuroStx	CAC40	FTSE	Nikkei
Last	7184.27	12040.16	3006.81	4072.62	5957.82	10274.5
-1M	4.6%	7.0%	10.5%	11.0%	5.6%	2.9%
-1Y	27.1%	18.2%	7.6%	8.3%	13.5%	0.7%

Grafik 15: Entwicklung der unterschiedlichen Marktdaten gegenüber dem Vormonat und Vorjahr

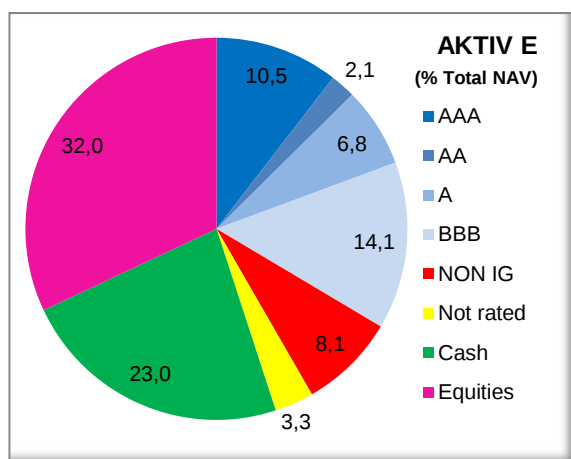
Im Verlauf des Januars haben wir die Aktienquote im AKTIV E auf 32%, im GLOBAL Defensiv auf 9.2% erhöht, während sie sich im GLOBAL Dynamisch durch Portfolioveränderung auf 58% verringert hat. Das durchschnittliche Rating des Rentenanteils vom AKTIV E ist nun zwischen BBB+ und BBB, im GLOBAL Defensiv zwischen A und A-, während im GLOBAL Dynamisch ein Rating zwischen BB+ und BB erreicht



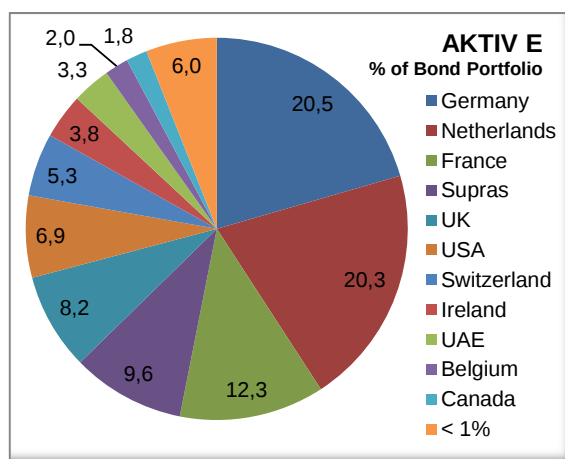


wird. Die durchschnittliche Rendite steht auf 7.75% im AKTIV E, 6.80% im GLOBAL Defensiv und 8.48% im GLOBAL Dynamisch. Die Duration liegt bei 5.05 im AKTIV E, 4.64 im GLOBAL Defensiv und 7.02 im GLOBAL Dynamisch.

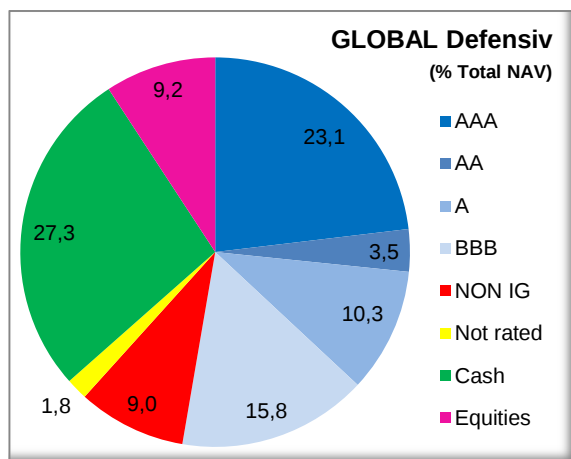
Die Portfolio-Zusammensetzung ist nur unwesentlich in den drei Rentenportfolios geändert worden. Einige Fremdwährungspositionen in AUD und TRY wurden aufgrund der hohen beobachteten Volatilität verkauft (siehe Grafiken 16, 18 und 20).



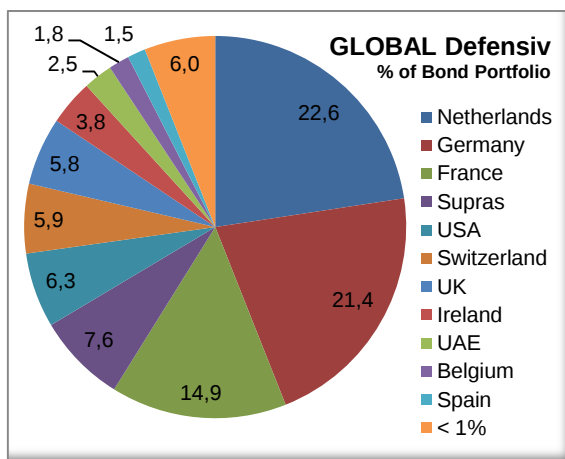
Grafik 16: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenrating



Grafik 17: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenherkunft



Grafik 18: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenrating



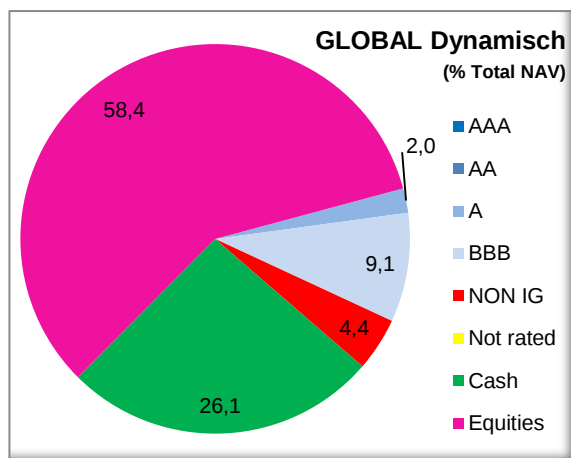
Grafik 19: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenherkunft



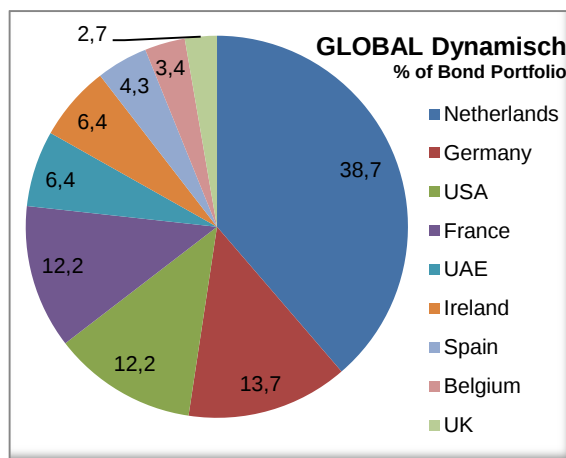
ETHNEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

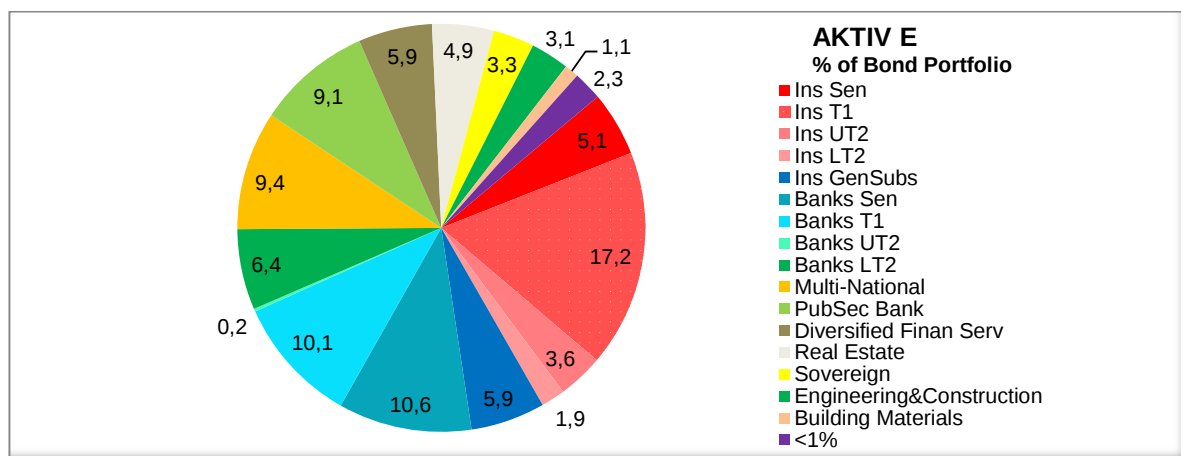




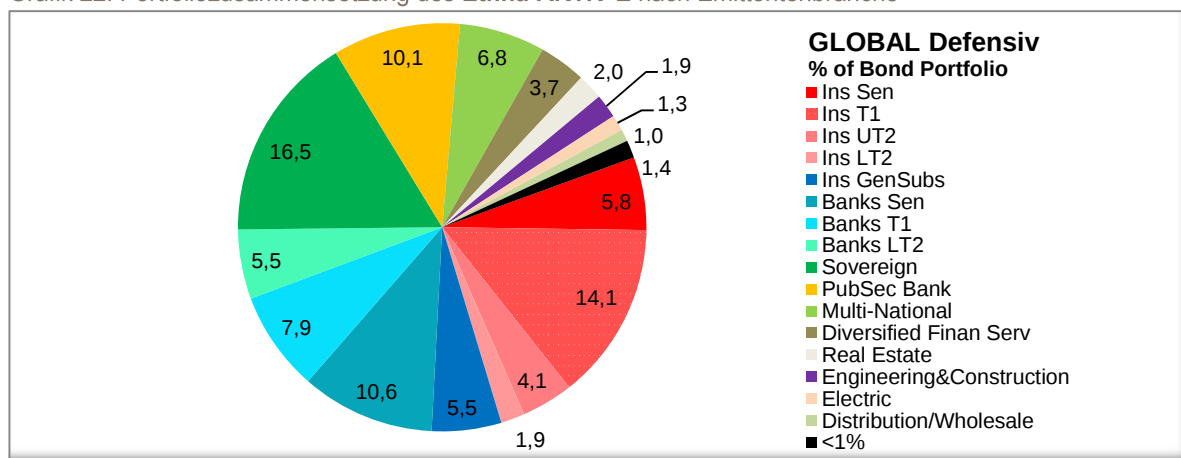
Grafik 20: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Emittentenrating



Grafik 21: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Herkunft

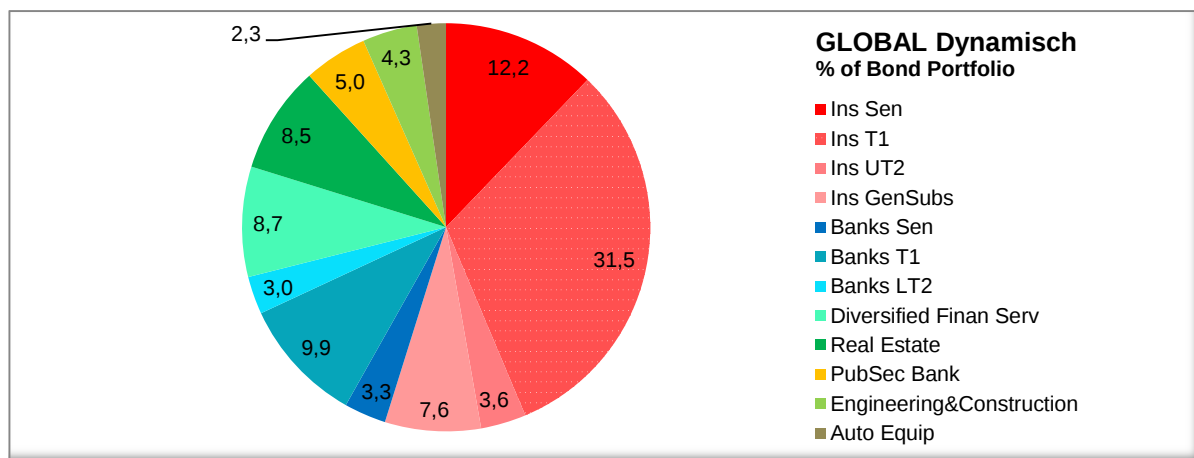


Grafik 22: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Emittentenbranche

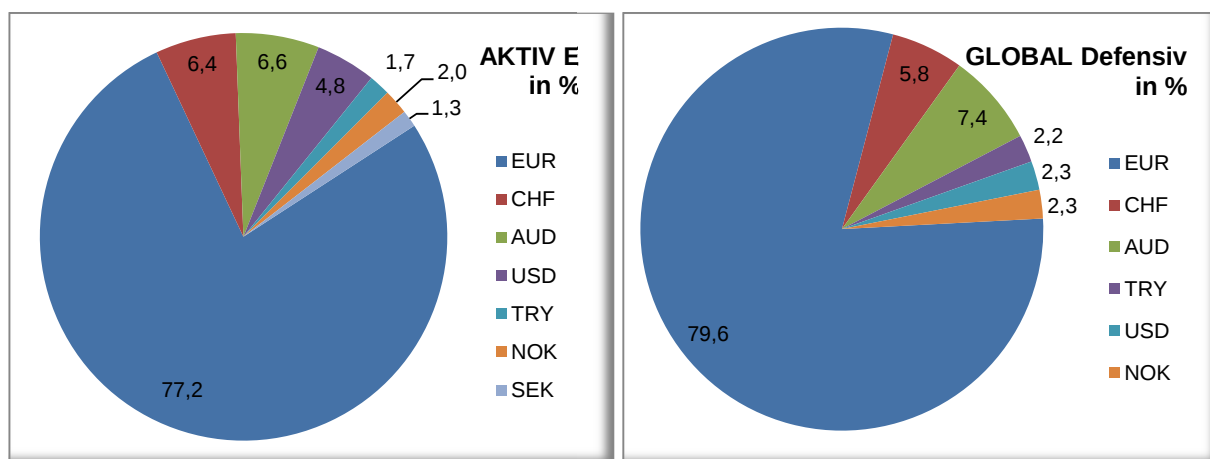


Grafik 23: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche





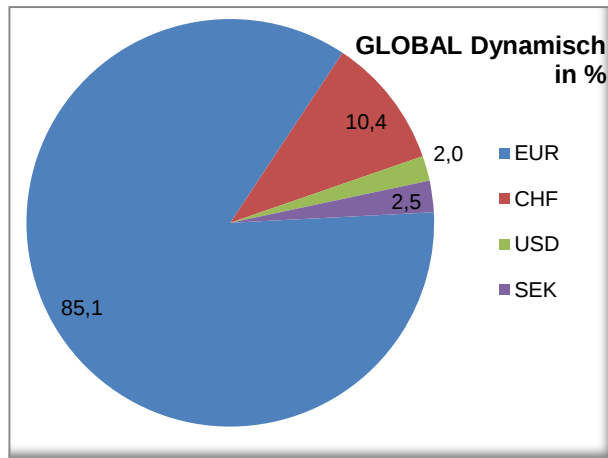
Grafik 24: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Emittentenbranche



Grafik 25: Portfoliozusammensetzung des Ethna-AKTIV E nach Währungen

Grafik 26: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Defensiv nach Währungen





Grafik 27: Portfoliozusammensetzung des Ethna-GLOBAL Dynamisch nach Währungen

Für Ihre Rückfragen oder Anregungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Guido Barthels (*Autor*)

Luca Pesarini

Hinweis:

Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Massgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wollerau, 02.02.2011.



ETHNEA
Independent Investors

Morningstar
Rating: ★★★★★

